

Em análise

Desalavancagem das Empresas e a afetação de recursos na economia portuguesa ¹

Ana Martins ², Gabriel Osório de Barros ², Mónica Simões ³

1. Introdução

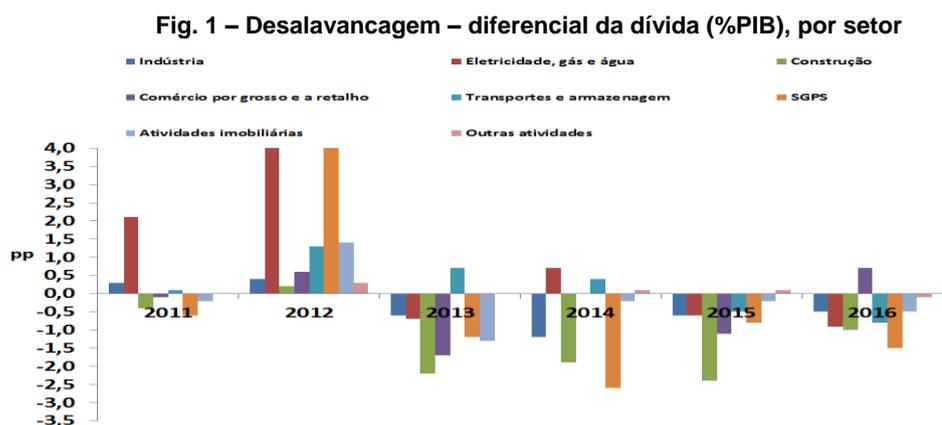
O excessivo endividamento das empresas e do Estado, aliado à crise económica e financeira mundial, à sobrecarga que o crédito vencido representa no balanço dos bancos e à fragmentação financeira da zona euro provocada pela crise das dívidas soberanas, deterioraram significativamente as condições de financiamento das Sociedades Não Financeiras portuguesas. As taxas de juro enfrentadas pelas empresas aumentaram de forma muito acentuada nos últimos anos, tornando-se significativamente superiores às taxas de juro enfrentadas pelos concorrentes europeias. Desde então, as dificuldades de financiamento das empresas e o seu elevado nível de endividamento representaram um importante travão ao investimento e ao crescimento da economia.

Neste âmbito, o Fundo Monetário Internacional e a Comissão Europeia, nas avaliações a Portugal durante e após o Programa de Assistência Económica e Financeira, apontaram como um dos problemas estruturais a deficiente afetação de recursos na economia portuguesa entre setores transacionáveis e não transacionáveis. Adicionalmente, também o facto dos balanços dos bancos terem uma parte importante dos recursos afetos ao crédito vencido das empresas constitui um problema, pelo entrave no fluxo de crédito para o investimento nos setores mais produtivos.

Este trabalho tem como finalidade compreender em que medida os recursos da economia fluíram para os setores transacionáveis e mais produtivos desde 2010 e se foram as empresas de maior risco⁴ as que mais desalavancaram. Desta forma pretende-se avaliar a evolução da eficiência na afetação de recursos na economia portuguesa na presente década.

2. Desalavancagem das empresas portuguesas

As empresas portuguesas começaram a desalavancar em 2013, tendo a dívida total (em percentagem do PIB) das empresas diminuído 18 pontos percentuais (p.p.) entre 2012 e 2016 (3T). Analisando por setores, verifica-se que quase todos os setores desalavancaram (Fig. 1) em 2013, 2014, 2015 e 2016 e na sua maioria verifica-se uma diminuição da dívida em percentagem do PIB, quando comparado com valores máximos atingidos em 2012.



Fonte: BP

¹ As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente a perspetiva do Gabinete de Estratégia e Estudos ou do Ministério da Economia.

² GEE – Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia

³ Faculdade de Economia - Universidade Nova de Lisboa

⁴ No âmbito do presente trabalho, considera-se como critério para aferir o risco a capacidade/ incapacidade de as empresas gerarem recursos suficientes para fazer face às despesas com juros de financiamento, ou seja, quando as despesas em juros são superiores ao EBITDA gerado no período a empresa será considerada “de risco”.

Neste sentido, o rácio de endividamento (*debt-to-equity*) começou a inverter a tendência, na generalidade dos setores, em 2012 e evoluiu favoravelmente em 2015 (Tabela 1).

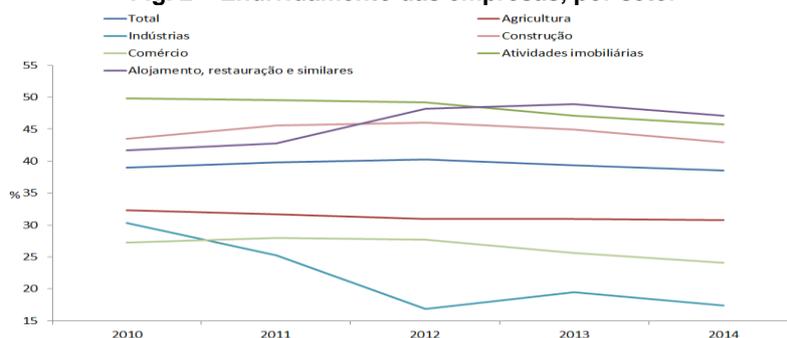
Tabela 1 – Decomposição do rácio de endividamento

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Δ 2010 - 15 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Eletr, gás e água | 2,9 | 3,0 | 3,2 | 3,2 | 3,0 | 3,1 | 0,2 |
| Construção | 3,4 | 3,6 | 3,7 | 3,5 | 3,2 | 3,0 | -0,4 |
| Comércio por grosso e a retalho | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 2,0 | 1,9 | -0,4 |
| Transportes e armazenagem | 3,3 | 4,4 | 5,6 | 5,0 | 5,3 | 4,7 | 1,5 |
| Alojamento e restauração | 2,2 | 2,5 | 3,0 | 3,5 | 3,2 | 3,0 | 0,8 |
| Atividades imobiliárias | 2,5 | 2,6 | 2,6 | 2,5 | 2,4 | 2,1 | -0,4 |
| Ativ. de consultoria, técnicas e administrativas | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,0 | 1,2 | 1,0 | 0,2 |
| TOTAL | 1,9 | 2,0 | 2,1 | 2,0 | 2,1 | 2,0 | 0,1 |

Fonte: GEE, baseado em INE

Segundo as estatísticas da Central de Balanços do Banco de Portugal o rácio de endividamento (financiamentos obtidos/ativo) das empresas está a diminuir, melhoria que foi transversal a todos os setores em 2014 (Fig. 2).

Fig. 2 – Endividamento das empresas, por setor

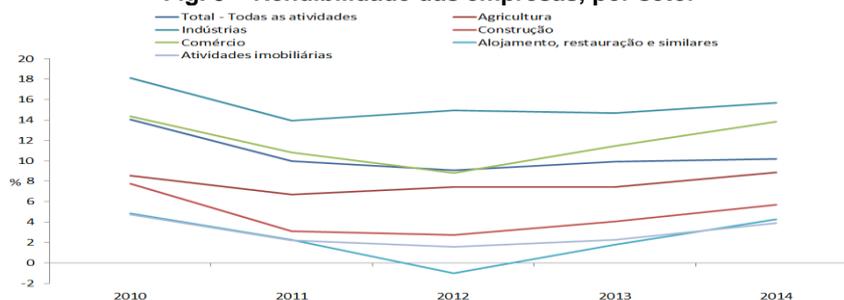


Nota: Endividamento=Financiamentos obtidos/Ativo

Fonte: BP

Esta evolução favorável do rácio de endividamento foi acompanhada do aumento do rácio de rentabilidade em todos os setores (Fig. 3) o que poderá indicar que as empresas poderão, pelo menos parcialmente, estar a substituir a dívida por financiamento interno. Esta conclusão é corroborada pelos resultados do SAFE (*Survey on the Access to Finance of SME*) do BCE (Banco Central Europeu) segundo os quais o défice de financiamento externo (diferença entre a necessidade de fundos externos e do autofinanciamento) das PME portuguesas está a diminuir desde 2014.

Fig. 3 – Rentabilidade das empresas, por setor



Nota: Rentabilidade=EBITDA/(Capital Próprio+Financiamentos obtidos)

Fonte: BP

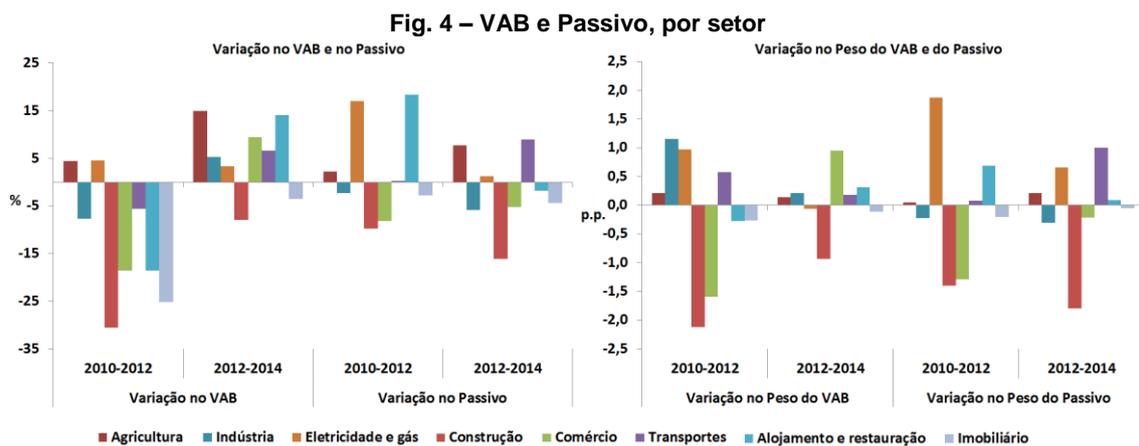
3. Endividamento e Crédito às empresas: Sectores Transacionáveis e Não Transacionáveis

Segundo as estatísticas da Central de Balanços, a Construção é dos setores que apresenta pior desempenho em termos de rentabilidade, enquanto a indústria apresenta valores muito mais favoráveis do que os restantes setores. A evolução da rentabilidade e dos indicadores de endividamento (onde a Indústria se apresenta como o setor menos alavancado) demonstram que a Indústria se tornou mais atractiva do que os sectores não transacionáveis⁵.

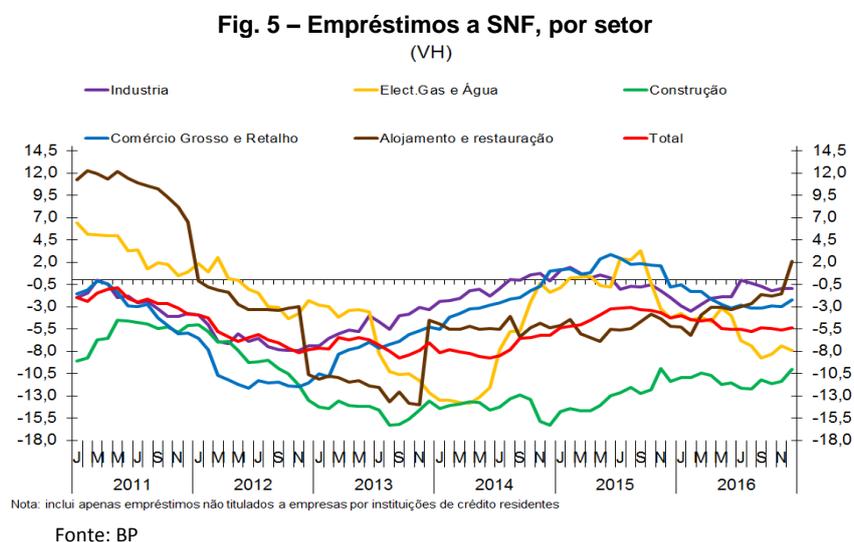
⁵ Segundo a CE (CR de 2016 de Portugal) são sectores não transacionáveis: Construção, Atividades financeiras e seguros, Atividades imobiliárias, Atividades profissionais, científicas e técnicas, Atividades administrativas e apoio, Administração pública, defesa, educação, saúde e trabalho social, Artes, entretenimento e Recreação e outras atividades de serviços. Sectores transacionáveis: Agricultura, silvicultura e pesca; Indústria; Comércio por grosso e a retalho, Transporte, Alojamento e restauração e Informação e comunicação.

Analisando a relação setorial entre endividamento e VAB, segundo as estatísticas da Central de Balanços, entre 2010 e 2012 os setores que mais diminuíram o seu endividamento (*Construção e Comércio*) foram também os que mais diminuíram o seu VAB. Adicionalmente, o setor que mais aumentou o endividamento aumentou o VAB (*Eletricidade e Gás*). De 2012 para 2014, o setor que mais diminuiu o seu endividamento (*Construção*) foi o que mais diminuiu o seu VAB e o que mais aumentou o endividamento aumentou o VAB (*Transportes*). Em geral, no período 2010-2014, os sectores em que as empresas aumentaram o seu passivo também aumentaram o seu VAB.

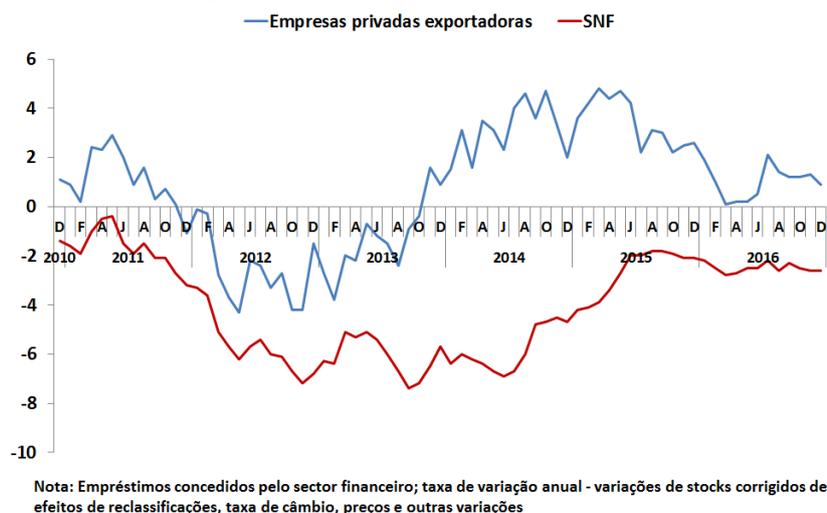
Esta tendência poderá estar associada ao fluxo de entrada e de saída de empresas na Economia, nomeadamente à considerável desalavancagem que neste período decorre na consequência do desaparecimento de Sociedades Não Financeiras. Esta situação poderá ser particularmente relevante nos casos em que permita a canalização de recursos, nomeadamente crédito, para novas empresas que, em geral, são inovadoras e mais produtivas.



Complementarmente à evolução do endividamento, o *stock* de crédito diminuiu no período analisado na maioria dos setores (Fig. 5). A diminuição do *stock* de crédito concedido por bancos residentes, em 2016, deve-se sobretudo ao setor da *Construção* que continua a registar variações negativas que não diminuíram de intensidade (tal como aconteceu nos restantes setores).



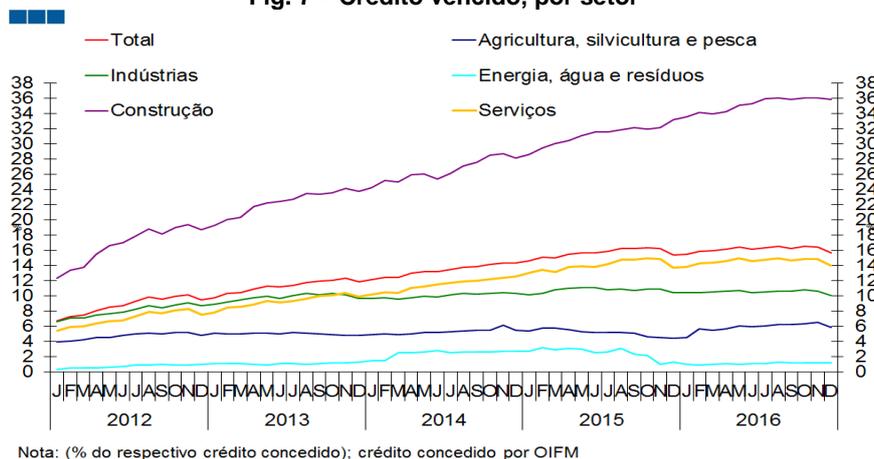
Apesar da diminuição no crédito às empresas, o crescimento do crédito a empresas exportadoras é positivo desde o último trimestre de 2013 (Fig.6).

Fig. 6 – Crédito a firmas exportadoras (tva)

Fonte: BP

No final de 2016 o crédito aos setores transacionáveis correspondia a 51,9% do crédito concedido à totalidade dos setores de atividade, o que corresponde a um aumento de 11,9 p.p. relativamente a dezembro de 2008. O crescente peso do crédito dos setores transacionáveis no crédito total demonstra uma afetação mais eficiente dos recursos da economia.

Contudo, o forte crescimento do crédito para os setores não transacionáveis, como a construção e o imobiliário, tornou-se numa herança pesada para os bancos portugueses, o que é demonstrado pelo peso de crédito vencido nestes sectores. O rácio de crédito vencido nos setores não transacionáveis situava-se, no final de 2016, nos 21,1%, 10,4 p.p. acima do correspondente valor nos setores transacionáveis (10,7%). Verifica-se, ainda assim, uma grande heterogeneidade setorial relativamente ao rácio de crédito vencido. Embora se esteja a verificar uma estabilização do crédito vencido na maioria dos sectores, tanto transacionáveis como não transacionáveis, este é uma preocupação constante, em particular quanto ao setor da *Construção* (Fig. 7).

Fig. 7 – Crédito vencido, por setor

Fonte: BP

4. Desalavancagem por perfil de risco

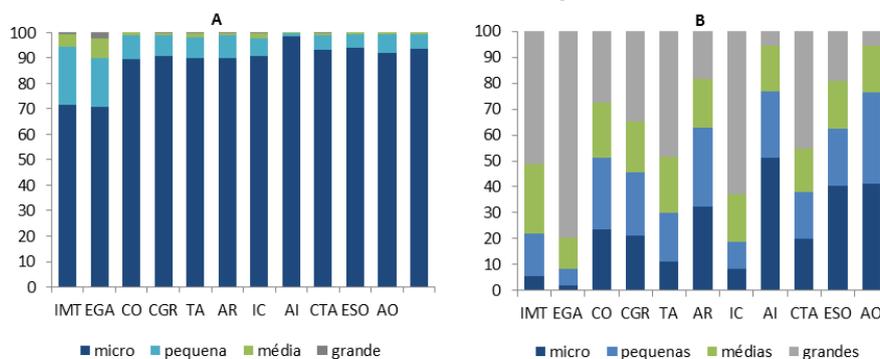
A análise da desalavancagem por perfil de risco é feita com microdados da Informação Empresarial Simplificada (IES) e segue uma abordagem semelhante à utilizada no estudo de Chivakul e Lam (2015), sobre as vulnerabilidades do setor corporativo na China. Numa primeira secção descreveu-se a base de dados utilizada e numa segunda secção realizou-se uma análise da variação da dívida no período considerado.

4.1 Dados

Este estudo utilizou a Base de Dados de microdados da Informação Empresarial Simplificada (IES), disponibilizada pelo Banco de Portugal, uma Base de Dados que engloba maioritariamente informação contabilística. A análise considerou a informação relativa às SNF, privadas e públicas, em atividade entre 2010 e 2014. Foram efetuadas algumas alterações de modo a ser possível efetuar a análise, as empresas que apresentavam valores inconsistentes foram eliminadas e assumiu-se que o valor das variáveis para os quais as empresas não reportaram informação correspondia a zero.

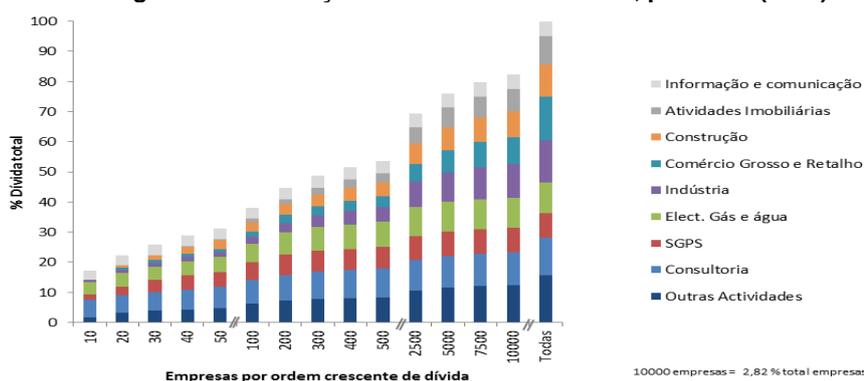
Em consequência da recessão económica que afetou Portugal nos últimos anos, observou-se uma redução do número de empresas em atividade (3%) e do volume de negócios agregado (16%) entre 2010 a 2014, sendo a *Construção* o setor que registou a redução mais significativa de empresas e de volume de negócios (17% e 55% respetivamente). Em 2014, as SNF concentravam-se maioritariamente nos setores do *Comércio* (26% do total das empresas), *Consultoria* (13%), *Indústria* (11%) e *Construção* (11%) e eram na sua maioria micro (90%) ou pequenas (9%) empresas. Apesar de representarem um número de empresas inferior a 1%, as grandes empresas foram responsáveis por 43% do volume de negócios em 2014, um valor consideravelmente superior a 20% registado para as pequenas e também para as médias empresas (Fig. 8).

Fig. 8 – Distribuição das empresas (A) e do volume de negócios (B), por dimensão e setor (2014) ⁶



A dívida ⁷ é um instrumento de financiamento preferencial das SNF, e foi utilizada por 85% das empresas em 2014, uma proporção ligeiramente inferior à registada em 2010. No entanto, a maioria da dívida era detida por um número muito reduzido de empresas (Fig.9). Em 2014, 82% da totalidade da dívida das SNF pertencia a 3% das empresas e 17% pertencia às 10 empresas mais endividadas. Estas 10 empresas foram responsáveis por 7% do total de volume negócios e eram dos setores da *Indústria*, *Eletricidade, gás e água*, *Informação e comunicação*, *Consultoria*, *Transportes e armazenagem* e *SGPS*.

Fig. 9 – Concentração da dívida total das SNF, por setor (2014)

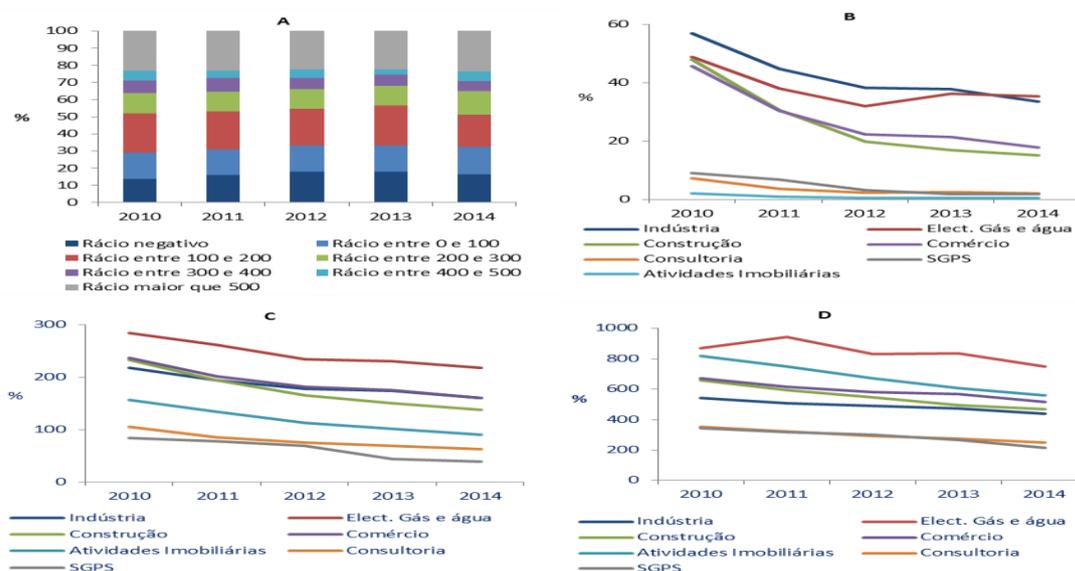


A Base de Dados permite analisar o elevado nível de endividamento das empresas portuguesas (Fig. 10). No período 2010-2014, em média 38% das SNF foram financiadas na sua totalidade por capitais alheios (ou seja, apresentavam capitais próprios negativos ou nulos) e 10% apresentavam um rácio de endividamento elevado, isto é, um rácio dívida-capital próprio superior a 5.

⁶ IMT: Indústria; EGA: EGA - Eletricidade, Gás e Água; CO: Construção; CGR: Comércio, TA: Transporte e Armazenagem; AR: Alojamento e Restauração; IC: Informação e Comunicação; AI: Atividades Imobiliárias; CTA: Consultoria; ESO: Educação e Saúde; K: SGPS; AO: Outras Atividades

⁷ Considerou-se como dívida os financiamentos obtidos (empréstimos, títulos e crédito entre empresas do mesmo grupo) e o crédito comercial

Fig. 10 – Dívida total por níveis de rácio dívida-capital próprio – 2014 (A), Mediana do rácio dívida-capital próprio, por setor (B), Percentil 75 do rácio dívida – capital próprio (C), Percentil 90 do rácio dívida-capital próprio (D)



Estimou-se uma regressão (Tabela 2) que procura medir a relação entre a dívida e o setor da atividade, controlando para a dimensão da empresa (expressa pelo ativo) e idade. Deste modo os coeficientes dos setores indicam uma hierarquia dos setores com empresas mais endividadas. Todos os coeficientes dos setores são expressos em comparação com o setor omitido – o comércio. Os coeficientes positivos representam setores que têm em média empresas mais endividadas que as empresas do setor do comércio e os coeficientes negativos indicam o oposto. Conclui-se que existem diferenças significativas do nível de endividamento das empresas de diferentes setores⁸ no período em análise. As empresas dos setores da *Energia, gás e água*, *Indústria*, *Atividades imobiliárias*, *Construção*, *Outras atividades* e *SGPS* apresentaram valores de dívida superiores.

Tabela 2 – Diferencial da dívida, por setor⁹

| | Dívida | |
|---------------------------|---------|-----|
| Ativo | 0.003 | * |
| Idade | 1.953 | *** |
| L. Dívida | | |
| CAE | | |
| Indústria | 28.33 | *** |
| Eletricidade, gás e água | 121.57 | *** |
| Construção | 15.43 | *** |
| Transportes e armazenagem | -53.64 | *** |
| Alojamento e restauração | -72.83 | *** |
| Informação e Comunicação | -56.95 | *** |
| Atividades Imobiliárias | 65.88 | *** |
| Consultoria | -66.42 | *** |
| Educação e Saúde | -82.14 | *** |
| Outras atividades | 15.35 | *** |
| SGPS | 79.19 | *** |
| Constante | 133.17 | *** |
| Número observações | 1311973 | |
| R2 (overall) | 0.059 | |

* P<0.1 **P<0.05 *** P<0.01 CAE omitida: comércio

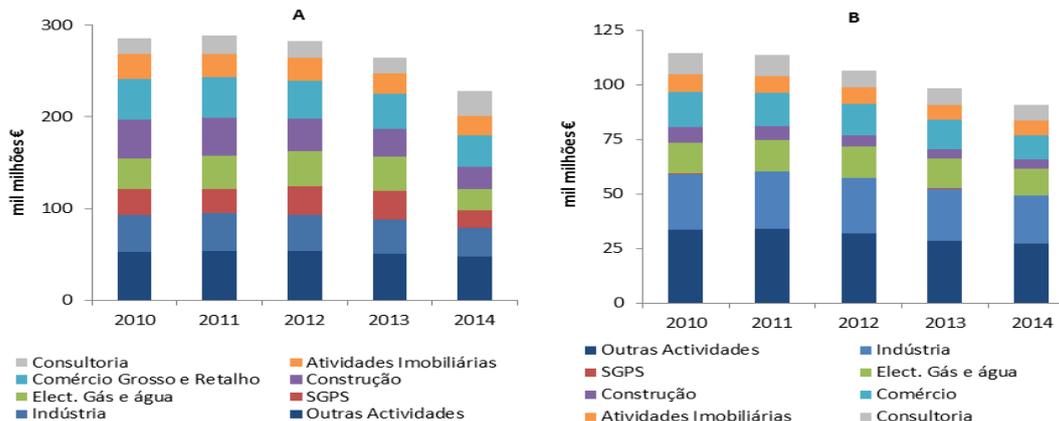
⁸ A regressão permite determinar se em média as empresas de um determinado setor têm uma dívida superior relativamente aos restantes

⁹ A regressão em painel com efeitos aleatórios foi usada para ser possível analisar as variáveis que se assumem estáveis durante o período em análise. Na base de dados existem algumas empresas que alteraram a sua CAE principal (Letra) durante os cinco anos em análise, no entanto o seu número é muito reduzido e por essa razão foram excluídas. No decorrer da implementação do SEC 2010 foram realizadas em 2014 alterações na classificação de diversas empresas. Em particular, 1064 empresas que detinham 7% da dívida total das SNF em 2014, foram classificadas em setores diferentes, comparativamente aos quatro anos anteriores. Neste caso decidiu-se alterar a classificação destas empresas para a CAE dos quatro anos anteriores para que pudessem ser incluídas. Foram apenas incluídas observações entre os percentis 5 e 95 (unidade: milhares de euros).

4.2 Desalavancagem e risco

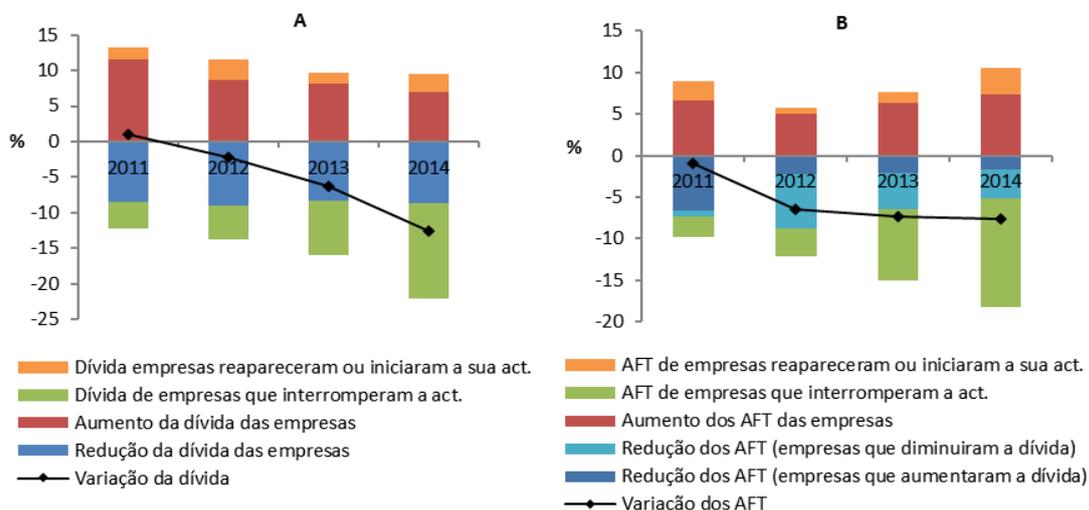
Entre 2010 e 2014 observou-se uma diminuição em 20% da dívida agregada, estendendo-se a todas as dimensões e à maioria dos setores (Fig. 11). Adicionalmente observou-se uma redução dos rácios de endividamento (rácio dívida-capital próprio) para todos os níveis de endividamento - médio, alto e muito alto (correspondentes aos percentis 50, 75 e 90 do rácio), e para todos os setores (Fig. 10)¹⁰. À semelhança da dívida, observou-se uma tendência negativa no crescimento dos ativos, registando-se uma redução no valor agregado dos Ativos Totais e Ativos Fixos Tangíveis (AFT) em 18% e 21%, respetivamente, entre 2010 e 2014. A redução foi mais intensa nos setores da *Construção* e *Comércio* conduzindo a uma diminuição do peso relativo destes setores (Fig. 11).

Fig. 11 – Dívida Total por Setor (A) e Ativo Total por setor (B)



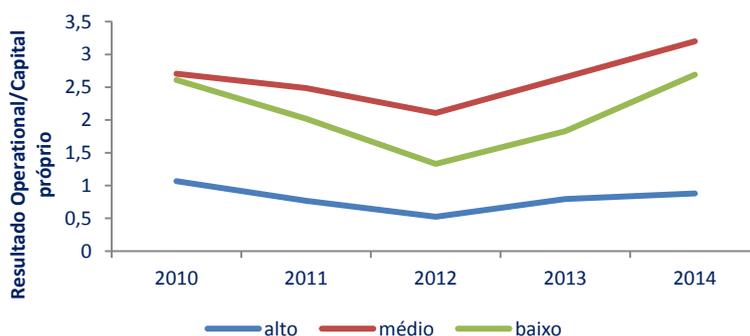
Entre 2010 e 2014, o número de empresas que interromperam a atividade aumentou em cerca de 60%, sendo a redução da dívida observada em 2014 mais de 3,5 vezes superior à registada em 2011. Neste período a variação da dívida das SNF ocorreu de quatro formas – suspensão/cessação de atividade de empresas, (re)aparecimento de empresas, redução/aumento da dívida. A redução da dívida entre 2010 e 2014 foi explicada, maioritariamente, pela diminuição da dívida associada à interrupção/cessação da atividade (Fig. 12).

Fig. 12 – Evolução da Dívida (A) e Ativo Fixo Tangível (B)

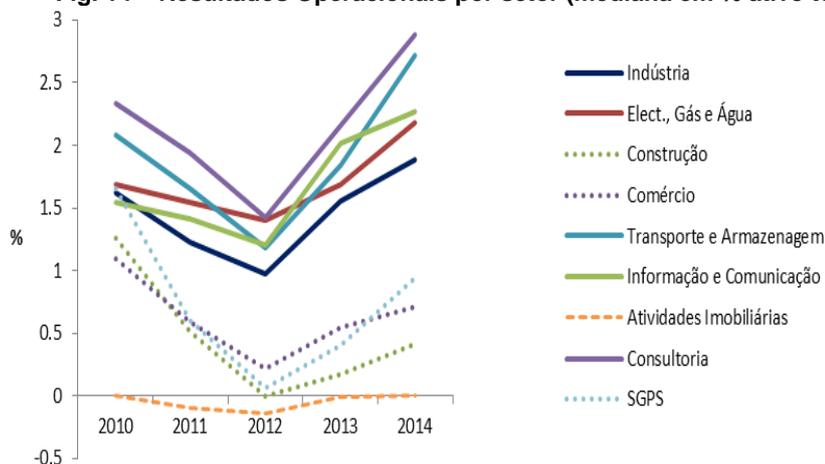


A dívida é um instrumento de financiamento importante, permitindo às empresas ter os recursos necessários para produzir e investir. No entanto, um elevado nível de endividamento pode levar a uma redução dos resultados operacionais (Fig. 13), assim como a um aumento do risco financeiro associado à incapacidade das empresas fazerem face aos juros e amortizações da dívida. Deste modo, a rentabilidade e as suas variações assumem uma elevada importância na análise do risco financeiro associado às SNF.

¹⁰ No decorrer da implementação do SEC 2010 foram efetuadas alterações na classificação dos setores em 2014, levando a uma alteração da CAE de empresas com um elevado nível de dívida. Em particular 1064 empresas, que detinham 7% da dívida total das SNF em 2014, foram classificadas em setores diferentes comparativamente aos quatro anos anteriores. Consequentemente o peso relativo dos setores em 2014 difere dos anteriores, em que o impacto mais significativo foi observado nos setores da Energia, Gás e Água, Consultoria e SGPS.

Fig. 13 – Resultados Operacionais por nível de endividamento ¹¹

A rentabilidade das SNF, medida como a mediana do rácio entre os resultados operacionais e o total do ativo, sofreu uma quebra considerável entre 2010 e 2012 em consequência da recessão que afetou o país, recuperando nos dois anos seguintes (2013 e 2014), em muitos casos para valores superiores aos registados em 2010. A mediana do rácio entre os resultados operacionais e o total do ativo apresentou diferenças entre setores (Fig. 14).

Fig. 14 – Resultados Operacionais por setor (mediana em % ativo total)

Estimou-se uma regressão (Tabela 3) que procura medir a relação entre os Resultados Operacionais e o setor da atividade, controlando para a dimensão da empresa (expressa pelo ativo) e idade. Deste modo os coeficientes dos setores indicam uma hierarquia dos setores com maior/ menor rentabilidade. Todos os coeficientes dos setores são expressos em comparação com o setor omitido – o comércio. Os coeficientes positivos representam setores que têm em média empresas mais rentáveis que as empresas do setor do comércio e os coeficientes negativos indicam o oposto. Conclui-se que as diferenças de rentabilidade entre os setores foram significativas neste período. As empresas dos setores da *Energia, gás e água, Indústria, Educação e Saúde, Informação e Comunicação, Consultoria, Outras atividades e SGPS* apresentaram-se como os mais rentáveis.

¹¹ Mediana do rácio Dívida sobre Capital Próprio por nível de endividamento (considera-se um nível endividamento elevado quando o rácio é superior a 5, médio quando o rácio se encontra entre 1 e 5 e baixo quando o rácio é positivo, mas inferior a 1)

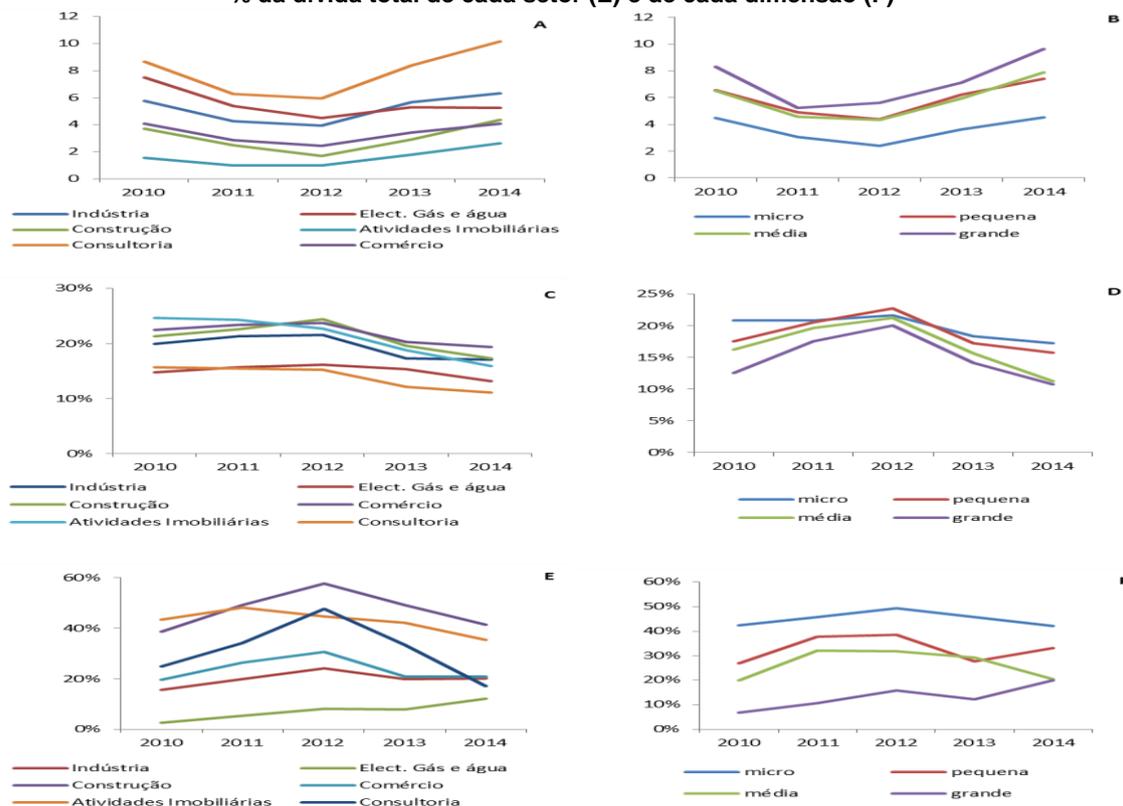
Tabela 3 – Resultados operacionais¹²

| | EBIT | |
|---------------------------|---------|-----|
| Ativo | 0.001 | *** |
| Idade | 0.096 | *** |
| L. Dívida | | |
| CAE | | |
| Indústria | 2.690 | *** |
| Eletricidade, gás e água | 4.270 | *** |
| Construção | 0.277 | *** |
| Transportes e armazenagem | -0.240 | *** |
| Alojamento e restauração | -8.230 | *** |
| Informação e Comunicação | 1.770 | *** |
| Atividades Imobiliárias | -0.690 | *** |
| Consultoria | 1.510 | *** |
| Educação e Saúde | 2.700 | *** |
| Outras atividades | 3.640 | *** |
| SGPS | 4.160 | *** |
| Constante | 2.200 | *** |
| Número observações | 1533327 | |
| R2 (overall) | 0.028 | |

* P<0.1 **P<0.05 *** P<0.01 CAE omitida: comércio

A quebra na rentabilidade das SNF levou a uma redução do rácio de cobertura de juros (ICR - rácio entre EBITDA e despesas em juros de financiamento) em todos os setores com um conseqüente aumento da proporção de empresas e de dívida em risco, aumentando assim o risco para o setor financeiro. Em média, no período considerado, 28% da dívida das SNF foi classificada como dívida em risco, abrangendo 20% das empresas, sendo que a dívida em risco encontrava-se mais concentrada nos setores da *Construção* (20% do total da dívida em risco), *Atividades imobiliárias* (14%), *SGPS* (14%), *Comércio* (12%) e *Indústria* (10%), sendo na sua maioria micro (89% do total das empresas em risco) ou pequenas (10%) empresas (Fig. 15).

Fig. 15 – Mediana do Rácio de cobertura de juros, por setor (A) e dimensão (B), Empresas em risco em % do número total de empresas de cada setor (C) e de cada dimensão (D), Dívida em risco em % da dívida total de cada setor (E) e de cada dimensão (F)



¹² A regressão em painel com efeitos aleatórios foi usada para ser possível analisar as variáveis que se assumem estáveis durante o período em análise. Na base de dados existem algumas empresas que alteraram a sua CAE principal (Letra) durante os cinco anos em análise, no entanto o seu número é muito reduzido e por essa razão foram excluídas. Foi necessário proceder a uma alteração adicional, no decorrer da implementação do SEC 2010 foram realizadas em 2014 alterações na classificação de diversas empresas. Em particular, 1064 empresas que detinham 7% da dívida total das SNF em 2014, foram classificadas em setores diferentes, comparativamente aos quatro anos anteriores. Neste caso decidiu-se alterar a classificação destas empresas para a CAE dos quatro anos anteriores para que pudessem ser incluídas. Foram apenas incluídas observações entre os percentis 5 e 95 (unidade: milhares de euros).

Importa, assim, avaliar o processo de desalavancagem segundo o perfil de risco das empresas. Neste sentido, estabeleceu-se o critério da capacidade de as empresas cumprirem os seus compromissos, nomeadamente a existência de recursos suficientes para fazer face às despesas com juros de financiamento. Uma das medidas mais importantes é o rácio de cobertura de juros (ICR - rácio entre EBITDA e despesas em juros de financiamento), sendo que se considerará uma empresa em risco quando este rácio é inferior a um, ou seja, quando as despesas em juros são superiores ao EBITDA gerado nesse período.

Assim, entre 2010 e 2014, em média, as empresas portuguesas em risco sofreram uma maior redução da sua dívida relativamente às empresas com o rácio de cobertura de juros superior a um. Esta diminuição ocorreu em consequência do desaparecimento de um elevado número de empresas e diminuição da dívida das que continuaram em atividade (tabela 4).

Tabela 4 – Variação da dívida por tipo de risco (média dos valores anuais entre 2010-2014) ¹³

| | Variação dívida (média) | Variação dívida (mediana) | Variação dívida (agregado) | Empresas desap. (dívida em % dívida total) | Empresas desap. (nº em % nº total) |
|--------------------|----------------------------|------------------------------|-------------------------------|--|--|
| Empresas com ICR<1 | -2% | -2% | -2% | 13% | 13% |
| Empresas com ICR≥1 | 9% | -1% | 1% | 5% | 9% |

No período 2010 a 2014, a proporção das empresas em risco por setor não foi homogénea. Os setores da *Construção, Alojamento e restauração, Atividades imobiliárias* e *SGPS* apresentaram um elevado número de empresas em risco traduzindo-se num valor elevado da dívida em risco nesses setores (47%, 46%, 43% e 39% da dívida total respetivamente).

A redução da dívida foi mais severa nos setores da *Construção* (-73%), explicada essencialmente pela elevada redução de dívida por desaparecimento de empresas e foi muito ligeira nos setores dos *Transportes e armazenagem, Consultoria e Outras atividades* – os setores com menor proporção de empresas em risco. No entanto, a redução da dívida foi modesta para os restantes setores com elevado risco (*Alojamento e restauração* e *Atividades imobiliárias*) pelo que não é clara a relação entre o nível de risco associado a um setor e o nível de desalavancagem que sofre (tabela 5)

Tabela 5 – Dívida em risco (% da dívida do setor) e variação da dívida agregada e por empresa (média dos valores anuais entre 2010-2014) ¹⁴

| | dívida em risco | nº empresas em risco | variação dívida agregada (2010-2014) | Média da taxa de cresc. da dívida por empresa | Mediana da taxa de cresc. da dívida por empresa |
|---------------------------|-----------------|-------------------------|--|---|---|
| Indústria | 20% | 19% | -31% | 1% | -1% |
| Eletricidade, gás e água | 7% | 15% | -47% | 2% | -3% |
| Construção | 47% | 21% | -73% | -4% | -1% |
| Comércio | 24% | 22% | -36% | 0% | -1% |
| Transportes e armazenagem | 23% | 13% | -4% | -5% | -5% |
| Alojamento e restauração | 46% | 30% | -18% | 5% | 0% |
| Informação e comunicação | 20% | 14% | -22% | 7% | -1% |
| Atividades imobiliárias | 43% | 21% | -34% | -4% | 0% |
| Consultoria | 31% | 14% | 35% | 0% | -4% |
| Educação e saúde | 30% | 16% | -46% | -4% | -6% |
| Outras atividades | 29% | 14% | -6% | 9% | 0% |
| SGPS | 39% | 24% | -48% | 3% | 0% |

Para cada setor de atividade os valores dos componentes que explicam a variação da dívida (em percentagem do total da dívida do período anterior) são desaparecimento/ aparecimentos das empresas e variação da dívida das empresas que permanecem em atividade. A última componente pode ser decomposta em variação da dívida das empresas que reduziram a sua dívida e variação da dívida das empresas que aumentaram a sua dívida, ambas expressas em percentagem do valor da dívida do ano anterior. No período 2010-2014 (tabela 6) verificou-se que a redução da dívida resultou principalmente do desaparecimento de empresas.

¹³ No cálculo da média apenas se consideraram os valores entre o percentil 10 a 90

¹⁴ Na base de dados existem algumas empresas que alteraram a sua CAE principal (Letra) durante os cinco anos em análise, no entanto o seu número é muito reduzido e por essa razão foram excluídas. Em particular, 1064 empresas que detinham 7% da dívida total das SNF em 2014, foram classificadas em setores diferentes, comparativamente aos quatro anos anteriores provavelmente em consequência da implementação do SEC 2010. Neste caso decidiu-se alterar a classificação destas empresas em 2014 tendo sido atribuída a CAE dos quatro anos anteriores.

Tabela 6 – Variação da dívida, por componente (média dos valores anuais entre 2010-2014) ¹⁴

| | Indústria | Eletr.Gás Água | Constr. | Comércio | Transp. e Arm. | Aloj. Rest. | Inf. Com. | Imob. | Consult. | Educ. Saúde | Outras | SGPS | Total |
|---|-----------|-------------------|---------|----------|-------------------|-------------|-----------|-------|----------|----------------|--------|--------|-------|
| Empresas que interromperam activ. | -6,6% | -1,8% | -12,0% | -8,3% | -3,7% | -11,5% | -2,8% | -9,3% | -9,4% | -11,5% | -7,2% | -13,7% | -7,3% |
| Empresas que retomaram/iniciaram activ. | 1,6% | 0,3% | 2,3% | 2,5% | 1,3% | 4,7% | 0,4% | 2,6% | 2,1% | 3,5% | 2,6% | 6,3% | 2,2% |
| Empresas em activ. (1+2) | -1,2% | 3,5% | -2,0% | -1,5% | 0,1% | 2,9% | -2,3% | -0,2% | 2,5% | 0,2% | 2,9% | 0,3% | 0,1% |
| <i>Empresas em activ. que aumentaram a sua dívida (1)</i> | 9,2% | 6,6% | 8,5% | 9,1% | 6,4% | 11,1% | 6,2% | 8,5% | 14,4% | 9,7% | 12,8% | 10,1% | 8,8% |
| <i>Empresas em activ. que diminuíram a sua dívida (2)</i> | -10,4% | -3,0% | -10,5% | -10,6% | -6,3% | -8,2% | -8,5% | -8,7% | -11,9% | -9,5% | -9,8% | -9,8% | -8,6% |

5. Conclusões

Desde 2010 as empresas portuguesas apresentaram um considerável esforço de desalavancagem, nomeadamente no período posterior a 2012. A par, os rácios de endividamento melhoraram e a rentabilidade aumentou. No período 2010-2014, os sectores em que as empresas aumentaram o seu passivo também aumentaram o seu VAB.

O *stock* de crédito diminuiu no período analisado para a maioria dos sectores. A diminuição do *stock* de crédito concedido por bancos residentes deve-se sobretudo ao setor da *Construção* que continua a registar variações negativas que ainda não diminuíram de intensidade.

A análise dos microdados permitiu concluir que a desalavancagem se deveu principalmente à cessação de atividade de empresas. A redução da dívida foi, em todos os sectores, maioritariamente explicada pelo desaparecimento de empresas.

Estes dados permitem ainda concluir que, neste contexto e neste período, o nível de endividamento excessivo das empresas em atividade (rácio dívida/ ativo superior a 80%) é relevante pois está associado a uma redução nos resultados operacionais dessas empresas.

Em média, as empresas portuguesas em risco sofreram uma maior redução da dívida relativamente às restantes empresas. No entanto não é possível identificar uma relação clara entre o risco de cada setor e o nível de desalavancagem (há sectores com níveis de dívida em risco elevados e com desalavancagem pouco significativa).

O peso crescente do *stock* de crédito concedido aos sectores transacionáveis, o crescimento sustentadamente positivo do crédito a empresas exportadoras e o facto de, em média, as empresas portuguesas em risco terem sofrido uma maior redução da sua dívida relativamente às restantes, permite concluir que o processo de desalavancagem decorrido no período considerado traduz um aumento da eficiência na afetação de recursos da economia portuguesa. Uma análise mais detalhada permitirá confirmar estas conclusões.

6. Referências

Bank for the Accounts of Companies Harmonized - BACH (2014). Financial structure and profitability of European companies. BACH Outlook #2 – outubro de 2014.

Banco Central Europeu (2012). Corporate Indebtedness in the euro area. ECB monthly bulletin, article 2, fevereiro de 2012.

Banco Central Europeu (2014). Deleveraging Patterns in the Euro Area corporate sector. ECB monthly bulletin, article 2, fevereiro de 2014.

Banco de Portugal (2014). Análise Sectorial das Sociedades não Financeiras em Portugal 2009-2014. Estudos da Central de Balanços, novembro de 2014.

Banco de Portugal (2016). Boletim Estatístico - agosto de 2016. Departamento de Estatística do Banco de Portugal – publicação mensal.

Banco de Portugal (2016). Relatório de Estabilidade Financeira - maio de 2016. Departamento de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal.

Banco de Portugal (2016). Informação Empresarial Simplificada de 2014 - IES. Informação confidencial.

Checchetti, S., Mohanty, M e Zampolli, F (2011). The real effects of debt. Bank for International Settlements Working Papers No. 352.

Chivakul, M. e Lam, R. (2015). Assessing China's Corporate Sector Vulnerabilities. IMF Working Paper.

Comissão Europeia (2012). Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances. Ocasional Papers 92, fevereiro de 2012.

Comissão Europeia (2015). User guide to the SME definition. Publications Office of the European Union.

Comissão Europeia (2016). Country Report Portugal 2016.

Eurostat (2015). Macroeconomic Imbalances Procedure – Frequently Asked Questions. MIP Task Force.

Fundo Monetário Internacional (2015). Portugal - IMF Country Report No. 15/127.

Fundo Monetário Internacional (2016). Portugal - IMF Country Report No. 16/301.

Fundo Monetário Internacional (2016). Portugal - IMF Country Report No. 16/301 – Selected Issues.

Gabinete de Estratégia e Estudos (2016). Painel sobre crédito e endividamento das empresas n.º 10/2016 (outubro de 2016). Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia – publicação mensal.

Gershenson, D., Jaeger, A., Lall, S. (2016). From crisis to convergence: Charting a course for Portugal. Department paper series (International Monetary Fund - European Department).

Goretti, M. & Souto, M. (2013). Macro-Financial Implications of Corporate (De)Leveraging in the Euro Area Periphery. IMF Working Paper.

Leão, J., Martins, A e Gonçalves, J. (2014). Financiamento da Economia Portuguesa: um Obstáculo ao Crescimento". Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia.