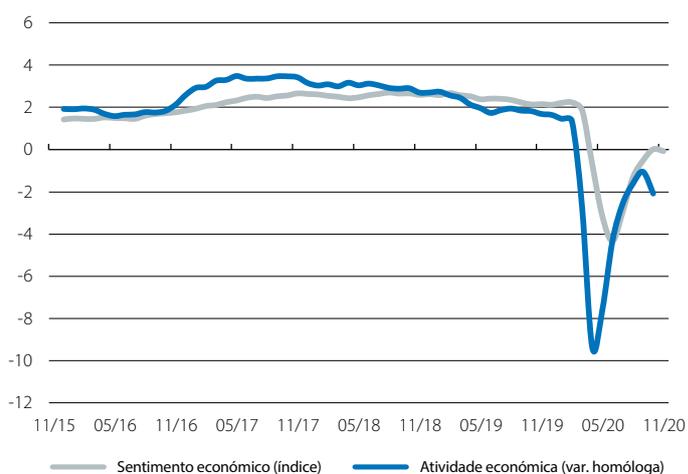


## Portugal enfrenta um ano de 2021 de recuperação

**A recuperação nacional foi interrompida temporariamente no 4T.** A maioria dos indicadores sugere que a atividade portuguesa contraiu no último trimestre do ano, embora de maneira muito mais moderada que na primavera. Por um lado, a mobilidade reduziu-se novamente devido às restrições impostas para combater a segunda vaga de infeções tendo-se, no conjunto do 4T, situado em níveis idênticos aos níveis do início do verão. Por outro lado, os indicadores disponíveis do sentimento económico e da atividade também caíram ligeiramente ao longo de outubro e novembro. Especificamente, a despesa com cartões registou uma queda de 9,3% homólogo em novembro, enquanto a produção industrial e o volume de negócios dos serviços passaram de +0,4% e -0,4% homólogo em outubro para contrações em novembro de -3,6% e -5,1% homólogo, respetivamente. Contudo, estas descidas são muito mais contidas que as quedas da primavera e, embora sugerindo uma nova contração do PIB, indicam também que a mesma será muito mais contida que a sofrida no 2T (prevemos uma descida em cadeia de cerca de -2,5%). Embora o ambiente vá continuar a ser muito exigente nas primeiras fases de 2021 (tudo indica que após a época natalícia as restrições vão continuar a condicionar a atividade), nos próximos trimestres o progresso no processo de vacinação, a melhoria da confiança e o apoio das políticas internas, europeias e do BCE favorecerão uma recuperação mais sustentada, pelo que no conjunto de 2021 projetamos um crescimento do PIB de cerca de 5%.

**O mercado de trabalho resiste melhor à pandemia.** Em 2020 a taxa de desemprego alcançou níveis muito mais contidos que os sofridos na crise da dívida soberana (quando atingiu um máximo de 17% no início de 2013). Desta vez, após aumentar para 8,1% em agosto, a taxa de desemprego caiu paulatinamente no decorrer do outono (7,5% em outubro, último dado disponível). Além disso, embora em novembro o número de desempregados registados nos centros de emprego tenha superado as 398.000 pessoas, mais 26,2% que em fevereiro, o número fica longe das mais de 700.000 pessoas registadas na crise anterior. Esta melhor capacidade de resistência reflete a forte implementação de programas de ajustamento temporário do emprego. Neste sentido, os dados de novembro revelam uma redução de 17,4% em termos de variação mensal nos trabalhadores ao abrigo do esquema «tradicional» destes programas, embora continuem acima do nível registado em fevereiro (+5.334 pessoas). Apesar da resistência dos dados do mercado de trabalho, a elevada incerteza que rodeia o ambiente económico fez com que o Governo prolongasse algumas das medidas atualmente em vigor para o primeiro semestre de 2021, como os programas para facilitar uma reativação progressiva da ocupação das empresas.

### Portugal: indicadores de sentimento e de atividade (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

### Portugal: mobilidade no comércio e no lazer

Variação relativamente ao nível base (%) \*

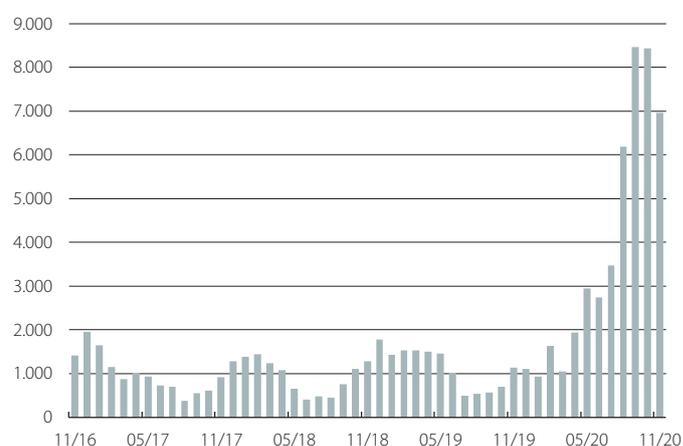


Notas: Dados em média móvel de 7 dias. \* O nível base corresponde à mobilidade média registada no mesmo dia da semana entre 3 de janeiro e 6 de fevereiro de 2020.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

### Portugal: trabalhadores ao abrigo do esquema tradicional de «Lay-off» de ajustamento temporário de emprego

(Número de pessoas)



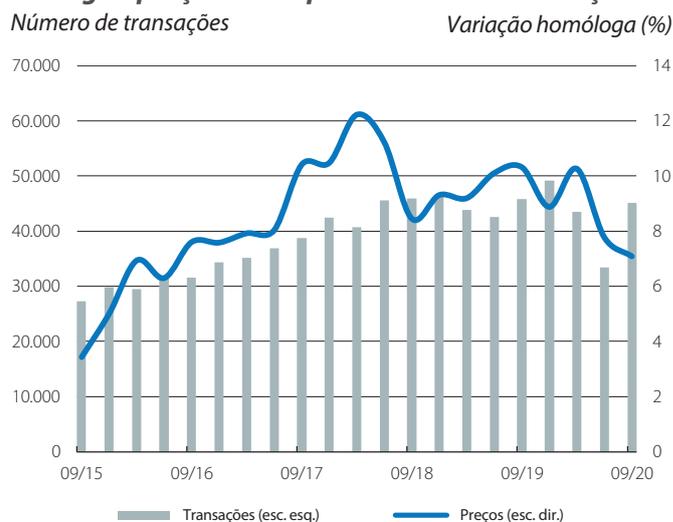
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Segurança Social.

**A inércia do mercado imobiliário atrasa o impacto da pandemia.** No 3T 2020, o índice de preços da habitação aumentou 7,1% homólogo (7,8% no 2T e 10,3% no 1T) e 0,5% em cadeia. Além disso, as compras e vendas aumentaram para 45.136 habitações (+35,1% em comparação com o 2T mas -1,5% homólogo), um valor semelhante aos registos anteriores à pandemia. Em parte esta resistência é explicada pela própria inércia do mercado imobiliário, embora o setor tenha também contado com o apoio de taxas de juro baixas (com impacto direto na procura de crédito à habitação) e com o efeito estabilizador das políticas económicas de apoio do Governo para minimizar os efeitos adversos da pandemia (por exemplo, através dos programas de ajustamento temporário do emprego e das moratórias de crédito). No entanto, é de esperar que o impacto da pandemia termine por facilitar uma descida dos preços ao longo de 2021. Além disso, a restrição dos «vistos gold» a partir de junho de 2021 pesará também na procura de habitação por parte dos estrangeiros nas grandes áreas metropolitanas de Portugal.

**A COVID-19 mantém a pressão sobre as contas públicas.** O saldo orçamental alcançou -4,9% do PIB no conjunto dos primeiros três trimestres de 2020. Esta deterioração relativamente ao ligeiro superavit com o qual encerrou 2019 reflete uma queda considerável das receitas (-6,7% homólogo) e um aumento da despesa (+6,1%), que evidenciam o impacto das medidas de apoio às famílias e empresas (como o aumento das prestações sociais e os subsídios, que no seu conjunto aumentaram quase 8% homólogo, ou o apoio do Estado à TAP, com 1.200 milhões de euros). Além disso, a luta contra a pandemia refletiu-se no aumento do rácio da dívida pública para 134% do PIB em outubro. Em 2021, a recuperação da atividade favorecerá uma redução do rácio da dívida pública, mas num ambiente no qual a pandemia continuará a afetar o desempenho da economia, as contas públicas permanecerão condicionadas nos trimestres seguintes.

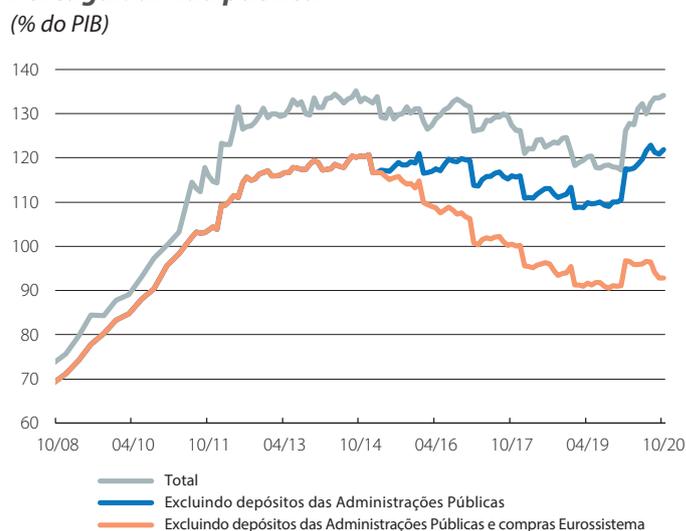
**A capacidade de financiamento externo da economia diminuiu para 0% do PIB no 3T** (acumulado de quatro trimestres, -0,9 p.p. relativamente ao 2T). Esta diminuição reflete o aumento das necessidades de financiamento do setor público como consequência da pandemia, dado que os restantes setores aumentaram a sua poupança. Por exemplo, a capacidade de financiamento das famílias aumentou para 4,3% do PIB e a sua taxa de poupança para 10,8% do rendimento disponível, mais 3 décimas que no 2T. Também as empresas viram como a taxa de poupança aumentava 4 décimas, para 9,1% do PIB, enquanto o seu endividamento alcançou 128,6% do PIB em setembro (+1,3 p.p. que em junho e +3,7 p.p. que há um ano).

### Portugal: preço de compra e venda da habitação



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

### Portugal: dívida pública



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Portugal e do BCE.

### Portugal: poupança das famílias e das empresas



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

## As moratórias, as garantias e os bancos

- O sistema bancário português tem uma posição financeira razoavelmente resiliente para enfrentar a crise e contribuir para a recuperação.
- A qualidade do crédito constitui um grande desafio no futuro, especialmente se as moratórias expirarem e os empréstimos garantidos começarem a vencer antes de uma forte recuperação se estabelecer.

O sistema financeiro português enfrenta a crise COVID-19 numa posição mais resiliente e com mais espaço de manobra para lidar com períodos de stress, como é visível na primeira tabela. Vários elementos positivos se destacam: (i) Os indicadores de solvabilidade e de liquidez superam os da União Europeia. (ii) Os rácios de rentabilidade evoluíram favoravelmente, a margem financeira está estável, apesar das taxas de juro estarem em mínimos, e de em Portugal não se aplicarem taxas de juro negativas aos depósitos. (iii) Os rácios de incumprimento continuam longe dos da média europeia, mas nos anos anteriores à pandemia evoluíram muito favoravelmente. (iv) Os níveis

de cobertura de *non-performing loans* por imparidades superam os níveis europeus.

Todavia, no contexto da severa contração económica desencadeada pelo COVID-19, a qualidade do crédito constitui um grande desafio para o setor no futuro, especialmente se as moratórias e as garantias de crédito expirarem antes de uma forte recuperação ocorrer.

### O papel das moratórias...

A principal finalidade das moratórias de crédito<sup>1</sup> é mitigar temporariamente tensões de liquidez provocadas pela

### Indicadores do sistema bancário (%)

	2011	2014	2016	2T 2020	União Europeia
<b>Eficiencia</b>					
<i>Cost-to-income</i>	61,7	65,2	59,4	61,0	66,7
<b>Rentabilidade</b>					
ROE	-0,2	-1,2	-0,3	0,1	0,0
Margem financeira	1,5	1,3	1,5	1,5	1,3
<b>Qualidade dos ativos</b>					
<i>Non-performing loans</i> <sup>1</sup>					
Setor privado	7,5	11,9	17,5	6,6	2,9
Habituação	5,0	5,9	7,0	2,2	2,7
Consumo	13,3	17,0	16,2	8,6	
ENF	9,7	19,0	29,5	11,1	5,1
Rácio cobertura NPL <sup>1</sup>	56,8	64,0	45,3	53,1	45,3
Custo do risco de crédito	1,2	2,4	1,8	0,9	0,9
<b>Solvabilidade</b>					
CET 1	8,7	10,5	11,4	14,6	14,7
Rácio de alavancagem total	-	-	6,6	7,6	5,1
<b>Liquidez</b>					
Rácio de transformação (LtD)	135,0	102,0	95,5	84,6	116,1
Rácio de cobertura de liquidez (LCR)	-	-	150,8	256,6	165,7

**Notas:** 1. Quebra de série em 2015.

Comparação entre rácios em Portugal e UE meramente indicativa, pois existem algumas diferenças técnicas nos cálculos.

**Fontes:** Banco de Portugal e EBA.

1. As moratórias públicas vigoram até 30 de setembro de 2021; o prazo de adesão termina a 31 de março de 2021 e aplicam-se a famílias e empresas com situação tributária regularizada. A situação financeira das empresas deve obedecer a determinadas regras, podendo solicitar a prorrogação ou suspensão do pagamento de capital, juros e garantias assumidos até 27 de março de 2020. No caso das famílias afetadas pela pandemia as moratórias abrangem créditos garantidos por hipoteca e destinados a financiar serviços de educação. As moratórias privadas adotadas pelos bancos abrangem contratos de crédito que não beneficiam da moratória pública, como crédito pessoal, automóvel e cartões de crédito. Resumidamente, as condições de acesso às moratórias são, no caso das famílias: não ter crédito malparado, situação fiscal regularizada, não estar em processo de insolvência, ter a situação familiar alterada por causa da pandemia. Empresas: não ter crédito em incumprimentos a 18/03/2020; irregularidades perante o fisco não excedam os 5 mil euros, estejam em situação de regularização ou com pedido de regularização em 09/2020.

suspensão ou redução de rendimentos recebidos por empresas e famílias e fornecem proteção aos credores na materialização de eventuais situações de incumprimento. Em Portugal as moratórias estabelecem que – até setembro de 2021– famílias e empresas não pagam as prestações dos seus empréstimos sem que isso implique que o crédito seja classificado como malparado, adiando a maturidade do empréstimo no número de meses em que o devedor beneficiou da moratória, contribuindo para a estabilização dos rácios de incumprimento ou até para a sua diminuição.

Como se vê na segunda tabela, em setembro as moratórias abrangiam 17,3% do crédito das famílias e 32,0% do das empresas. O montante total de crédito sob moratória era de 45 mil milhões de euros (mme), aproximadamente 23% do *stock* de crédito concedido ao setor privado e do PIB. Adicionalmente, o Banco de Portugal estima que as prestações acumuladas até setembro 2021 ascendem a 13 mme: 2 mme no caso das famílias e 11 mme no caso das empresas.

De facto, Portugal surge como o terceiro país da zona euro que até junho mais recorreu às moratórias (22,2% do crédito total, segundo a EBA,<sup>2</sup> consideravelmente acima da média europeia de 7,5%), o que se explica pela combinação dos vários fatores: i) ainda elevado endividamento (nas famílias é 66% do PIB em Portugal vs 60% na zona euro e nas empresas 101,4% vs 115% na UEM, segundo o Eurostat); ii) baixa taxa de poupança; e, sobretudo iii) o facto do setor do turismo, com grande peso no PIB, ter sido um dos mais afetados.

As moratórias de crédito à habitação são particularmente significativas (cerca de 40% do crédito ao setor privado sujeito a moratória e 84% do crédito a particulares com moratória é crédito à habitação). Contudo, há fatores que mitigam esta preocupação, nomeadamente o facto do nível do incumprimento no crédito à habitação ser historicamente muito baixo, evidenciando o forte compromisso das famílias em honrar as dívidas relacionadas com a casa. Acresce que em 2021 esperamos que o desemprego agrave um pouco mais de 1 p. p., cenário que seria compatível com um agravamento contido dos níveis de incumprimento em torno de 0,08 p. p. (segundo relação histórica), um valor relativamente pequeno comparando com a grande melhoria observada nos últimos anos.

Por outro lado, Portugal está entre os países em que é mais baixa a percentagem de empréstimos a que foram aplicadas moratórias e cujo risco piorou (figura 3), sugerindo que o eventual aumento futuro do incumprimento será contido.

2. EBA, thematic note, First evidence on the use of moratoria and public guarantees in the EU banking sector, novembro 2020.

## Moratórias e linhas de crédito com garantia do Estado

	Milhões de euros	% do <i>stock</i> de crédito respetivo
<b>Moratórias</b>		
<b>Particulares - Total</b>	21.272	17,3
Habituação	17.952	18,5
Consumo	3.320	17,2
<b>ENF - Total</b>	23.237	32,0
Alojamento e restauração	2.972	50,0
Consultoria e Indústria	6.133	30,0
Construção	1.581	25,0
Comércio	2.866	24,0
Transportes	1.075	22,0
<b>Empréstimos com garantia concedidos a ENF entre março e setembro</b>		
Total dos novos créditos	7.029	40,0
dos quais:		
aos setores mais afetados <sup>1</sup>	4.147	59,0
a PMEs	3.093	44,0
a Grandes empresas	1.195	17,0

*Nota:* 1. Alojamento, restauração, comércio, transportes, armazenagem, ativ. artísticas, espetáculos, recreativas e indústria.

*Fonte:* BPI Research com base no Banco de Portugal.

## Empréstimos classificados como stage 2\*

(% dos empréstimos com moratória não vencida)



*Nota:* \* Empréstimos que observam degradação significativa do nível de risco de crédito desde que iniciaram.

*Fonte:* EBA.

## ...e o das garantias

Outro importante instrumento para amortecer o impacto da COVID-19 são as linhas de crédito com garantia do estado.<sup>3</sup> O objetivo é manter o fluxo de empréstimos para a economia real num momento em que a qualidade da procura de crédito se deteriorou devido ao impacto económico da pandemia. Em geral, visam pequenas e médias empresas, microempresas e trabalhadores independentes sem acesso a outra fonte de financiamento

3. A garantia do estado vai até 90% no caso das micro e pequenas empresas e até 80% no caso das médias empresas, Small Mid Cap e Mid Cap2. São concedidas a empresas financeiramente viáveis no período pré-covid, devem ter capitais próprios positivos, situação tributária e financeira regularizada e mais de 2 anos de existência. O prazo destes empréstimos pode ir até 6 anos e beneficiam de um período de carência de 18 meses.

para além do crédito bancário. Em Portugal, estas linhas de crédito com garantia do estado representaram, entre março e setembro de 2020, cerca de 40% dos empréstimos concedidos a empresas, ou seja 7 mme, concentrados nas pequenas e médias empresas dos setores mais afetados.<sup>4</sup>

Apesar dos riscos relacionados com a concessão de crédito a empresas em situação de maior debilidade, é importante ter presente que o Banco de Portugal refere que os requisitos subjacentes à sua concessão refletem-se no facto destes terem uma avaliação do risco um pouco melhor do que a dos restantes empréstimos. Por outro lado, o facto destas empresas beneficiarem de um período de carência de 18 meses sugere que o início de pagamento dos empréstimos obtidos não acontecerá antes do final de setembro de 2021, altura em que se antecipa que as empresas já estejam a retomar a sua atividade de uma forma regular. Adicionalmente, o facto destes empréstimos terem, maioritariamente, prazo superior a 5 anos também limita potenciais situações de stress financeiro para as empresas.<sup>5</sup>

4. Alojamento e restauração, comércio, transportes e armazenagem, atividades artísticas, de espetáculos e recreativas e, em menor medida, da indústria transformadora.

5. Segundo a EBA 47,2% dos empréstimos tem maturidade superior a 5 anos e 50,9% tem maturidade entre 2 e 5 anos.

**Indicadores de atividade e emprego**

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Índice coincidente para a atividade	3,0	1,0	-0,8	-3,5	-7,0	-7,7	-7,4	-6,9	-6,3
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,1	-2,2	0,4	-1,4	-23,5	-0,7	2,6	0,4	-3,6
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,8	-3,2	-4,3	-4,6	-24,8	-19,1	-14,3	-14,3	-15,0
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	20,3	5,9	5,9	2,1	-1,1	-1,2	-1,2	...	...
Compra e venda de habitações	16,8	1,7	6,1	-0,7	-21,6	-1,5	-1,5	...	...
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> – avaliação bancária)	8,6	10,4	11,1	11,2	8,9	6,9	5,8	5,8	6,3
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,8	7,8	7,8	3,2	-29,7	-57,6	-57,6	-65,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	14,1	12,9	10,6	5,8	-36,9	-37,2	-27,7	-20,0	-17,0
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	4,2	4,4	3,7	3,0	-12,9	-2,2	0,7	-0,8	-4,7
Indicador coincidente do consumo privado	2,4	1,9	0,7	-3,5	-7,4	-7,0	-6,0	-4,6	-3,1
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,6	-8,0	-7,1	-8,6	-27,7	-26,9	-26,3	-25,5	-26,9
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	2,3	1,0	0,5	-0,3	-3,8	-3,0	-2,5	-2,1	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,5	6,7	6,7	5,6	7,8	7,9	7,5	...
<b>PIB</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-16,4</b>	<b>-5,7</b>	...	...	...

**Preços**

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Inflação global	1,0	0,3	0,3	0,4	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Inflação subjacente	0,7	0,5	0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2

**Setor externo**

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,2	3,6	3,6	1,5	-6,8	-7,8	-7,8	-8,7	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,3	6,0	6,0	2,8	-7,6	-12,1	-12,1	-13,7	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>	...
Bens e serviços	1,5	0,8	0,8	0,4	-1,1	-3,0	-3,0	-3,1	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	0,2	0,6	0,6	0,9	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	...

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	4,7	5,2	5,2	6,4	9,0	9,2	9,2	9,8	...
À vista e poupança	16,2	14,8	14,8	17,6	20,1	18,4	18,4	19,3	...
A prazo e com pré-aviso	-3,3	-2,9	-2,9	-3,2	-1,0	0,4	0,4	0,7	...
Depósitos das Adm. Públicas	-32,3	5,6	5,6	-10,4	-15,7	-13,8	-13,8	-13,9	...
<b>TOTAL</b>	<b>2,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,8</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	-2,1	-0,1	-0,1	0,5	0,5	2,1	2,1	2,2	...
Empresas não financeiras	-4,5	-3,7	-3,7	-2,6	1,0	4,4	4,4	4,5	...
Famílias - habitações	-1,7	-1,3	-1,3	-0,8	-0,3	0,5	0,5	0,7	...
Famílias - outros fins	4,2	16,5	16,5	15,7	2,2	2,0	2,0	1,7	...
Administrações Públicas	-12,9	-4,7	-4,7	-4,9	-9,7	-5,6	-5,6	-6,0	...
<b>TOTAL</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	<b>9,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	...	...

Notas: 1. Residentes em Portugal. As variáveis de crédito incluem titularizações. 2. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Banco de Portugal e Datastream.