

Ricardo Jorge Cabo Martins

**O crédito vencido e a insolvência financeira:
Evidência empírica nas PME Portuguesas**

Tese de Mestrado

Mestrado em Finanças Empresariais

Professor Doutor Luís Fernandes Rodrigues

Maio de 2017



Agradecimentos

Muito especialmente, desejo agradecer ao meu orientador Professor Doutor Luís Fernandes Rodrigues pela disponibilidade, orientação, dedicação e conhecimentos partilhados

À minha esposa e aos meus filhos, pelo apoio, incentivo, compreensão e encorajamento incansável, durante todo este período.

Não posso deixar de referir os colegas Joaquim Santos e Marta Nogueira, que pelo seu companheirismo e colaboração foram preponderantes no sucesso na componente letiva deste trajeto.

Resumo

Este estudo tem como objetivo analisar o problema incumprimento bancário pelas instituições não financeiras, em Portugal, no período entre 2003 e 2014. Para obter evidência empírica adicional, estimamos a probabilidade de insolvência financeira para as PME portuguesas a partir de dados microeconómicos obtidos junto da base de dados SABI. Agregamos por setor os valores estimados segundo a desagregação setorial dos dados sobre o crédito vencido, fornecidos pelo Banco de Portugal. Este processo permitiu a criação de dois indicadores, um de probabilidade de insolvência (PI) obtido através da aplicação de um modelo de regressão logística, e um de incumprimento bancário (RCV) calculado através de dados setoriais recolhidos junto do Banco de Portugal.

O estudo da evolução e a comparação destes dois indicadores, permitiu identificar os principais factos relevantes para identificar a natureza e incidência da crise em Portugal, assim como os principais desvios setoriais à tendência evidenciada pela economia.

A evidência empírica revela que numerosas empresas já se defrontavam com problemas de insolvência financeira antes da grande crise financeira internacional de 2008. Tal sugere que o fator fundamental para potenciar da grande recessão em que Portugal mergulha desde 2010, tenha sido uma crise “brutal” na Banca portuguesa, que implodiu quando mercado europeu interbancário paralisou. A Banca portuguesa estava vulnerável provavelmente devido a uma má estratégia de alocação de recursos, particularmente a realizada junto de num pequeno número de grandes projetos, que podemos classificar no mínimo como de alto risco. Como esta aposta falhou e surpreendentemente não existia colateral relevante, a Banca portuguesa acaba por ser vítima dessa mesma estratégia e propagou a sua descapitalização ao resto da economia. Esta crise atinge o seu auge com o contágio e crise soberana portuguesa, que contribuiu para a entrada da economia numa grave recessão, em que as expectativas mais otimistas de que 2014 seria o ano de saída da crise foram traídas (o que esteve certamente ligado à implosão do Grupo e Banco Espírito Santo). Todo este processo induziu um corte no financiamento à economia, que teve um efeito de *feed-back* de intensificar o crescimento do incumprimento bancário e, provavelmente, vir a causar um processo generalizada de desalavancagem pelo menos no que respeita às PME.

Abstract

This study aims at analyzing nonperforming loans, by non-financial institutions in Portugal, between 2003 and 2014. To obtain additional empirical evidence, we estimate the probability of financial insolvency for Portuguese SMEs from data obtained from the SABI database. We averaged the estimated values in line with the sectoral breakdown according to which the data on nonperforming loans was provided by the Banco de Portugal. This process allowed the creation of two indicators, one of probability of financial distress (PI) obtained through the application of a logistic regression model, and one of nonperforming loans (RCV) calculated through sector data collected from the Bank of Portugal.

The empirical evidence shows that many companies were already faced with financial insolvency problems before the international financial crisis of 2008/2009, which points us to that a fundamental factor to magnify the recession in which Portugal plunges since 2010 was a crisis in the Portuguese financial system that imploded when the European Interbank market crunched. Portuguese banking was particularly vulnerable due to a poor strategy of resource allocation, particularly in a small number of real estate projects, which we can classify, at least, as high risk. As this bet failed and surprisingly there was no relevant collateral, the Portuguese bank turns out to be a victim of they own strategy and propagated its decapitalization to the rest of the economy. This crisis reaches its peak with contagion and Portuguese sovereign crisis and the entry of the economy into a serious recession that betrayed the most optimistic expectations that 2014 would be the year out of the crisis, which was certainly linked to the mid-year implosion of the Grupo and Banco Espírito Santo. This whole process led to a cut in the financing of the economy, which had a feed-back effect of intensifying the growth of nonperforming loans and, probably, leading to a generalized process of deleveraging, at least, in the case of SME.

Palavras-chave

Crédito Vencido

Insolvência Financeira

Restrições de Crédito

Crise Financeira

Key Words

Nonperforming Loans

Financial Distress

Credit Crunch

Financial Crisis

Índice Geral

Índice de Quadros.....	viii
Índice de Gráficos.....	ix
Abreviaturas e Siglas.....	x
1. Introdução.....	1
2. Caracterização da economia portuguesa: Evidências da crise.....	5
2.1. Sistema bancário português.....	20
2.2. Caracterização do tecido empresarial português: A relevância das PME.....	26
2.3. O marco legal da insolvência em Portugal.....	31
3. O impacto do incumprimento da dívida bancária na insolvência empresarial.....	35
3.1. A insustentabilidade do crescimento do crédito vencido.....	35
3.1.1. Desagregação setorial do crédito vencido.....	45
3.2. Um conceito operacional de insolvência.....	46
3.3. Um modelo parcimonioso de previsão de insolvência financeira.....	48
4. Caracterização da Amostra.....	50
5. Análise dos resultados.....	53
5.1. Agregação setorial dos resultados da aplicação do modelo de Pindado, Rodrigues e de la Torre (2008) à amostra das PME Portuguesas.....	53
5.2. O caso do sector da construção: O impacto dos grandes devedores no crédito vencido....	58
6. Conclusões.....	61
Referências.....	64
Anexo 1: Desagregação setorial dos grupos.....	70
Anexo 2: Dados de suporte ao cálculo RCV (excluindo Ind.Transformadora).....	71
Anexo 3: Dados de suporte ao calculo RCV (excluindo Ind.Transformadora).....	72

Índice de Quadros

Quadro 1: Demografia empresarial por dimensão	27
Quadro 2: VAB por dimensão empresarial	28
Quadro 3: Emprego e dimensão empresarial	29
Quadro 4: Evolução das ações de insolvência em Portugal (2003-2014)	32
Quadro 5: Evolução da FBCF nas PME Portuguesas (2004-2014)	34
Quadro 6: Desagregação setorial do estudo	50
Quadro 7: Estatística descritiva das variáveis do modelo aplicado	51
Quadro 8: Síntese dos resultados dos indicadores	54
Quadro 9: Distribuição por grupo 50 maiores devedores BES	60

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolução comparativa do PIB português	5
Gráfico 2: Investimento em habitação na Zona Euro (2000-2010).....	8
Gráfico 3: Evolução dos preços reais da habitação (1996-2010).....	9
Gráfico 4: Capacidade (+)/Necessidade(-) de financiamento (%PIB)	11
Gráfico 5: Taxa de variação do PIB da economia portuguesa	12
Gráfico 6: Dívida pública em percentagem do PIB.....	14
Gráfico 7: Evolução do investimento líquido em Portugal (2000-2014).....	16
Gráfico 8: Relação entre financiamento e crédito concedido (%PIB).....	23
Gráfico 9: Evolução do rácio de crédito vencido- Zona Euro e Portugal (2003-2014)	38
Gráfico 10: RCV e concentração setorial do crédito vencido.....	40
Gráfico 11: Distribuição do CV por instituição bancária.....	41
Gráfico 12: Distribuição setorial do crédito no BES.....	42
Gráfico 13: Comparação setorial dos resultados verificados do indicador de RCV.....	45
Gráfico 14: Resultados agregados dos indicadores em estudo	55
Gráfico 15: Comparação dos resultados estimados por setor do indicador de PI	57
Gráfico 16: Casos setoriais de divergência nos indicadores em estudo	59

Abreviaturas e Siglas

BANIF	Banco Internacional do Funchal
BCE	Banco Central Europeu
BCP	Banco Comercial Português
BdP	Banco de Portugal
BES	Banco Espírito Santo
BES	Banco Espiro Santo
BIS	Banco de Pagamentos Internacionais
BPP	Banco Privado Português
CAE	Classificação das atividades económicas
CF	Cash-Flows
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
CV	Crédito vencido
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação bruta de capital fixo
FEEF	Fundo Europeu de Estabilidade Financeira
FMI	Fundo Monetário Internacional
GES	Grupo Espírito Santo
INE	Instituto Nacional de Estatística
INE	Instituto Nacional de Estatística
MEE	Mecanismo Europeu de Estabilidade
MM	Mil milhões
NB	Novo Banco
OCDE	Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico
PAEF	Programa de ajustamento económico-financeiros
PER	Processo Especial de Revitalização
PI	Probabilidade de Insolvência
PIB	Produto Interno Bruto
PIIGS	Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha
PME	Pequenas e médias empresas
RCV	Rácio de crédito vencido
SABI	Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
SNF	Sociedades não financeiras
UE	União Europeia
UEM	União Económica e Monetária
ZMO	Zona monetária ótima

1. Introdução

É incontornável o facto de que a economia portuguesa padece de uma crise económico-financeira. Embora seja impossível dissociar este facto da ocorrência de uma crise financeira internacional, que teve eclosão nos Estados Unidos da América (EUA), mas que se propagou a nível mundial, os principais indicadores macroeconómicos da economia portuguesa fornecem evidência empírica de uma crise económica, progressiva, desde a criação do euro, que acelerou com a degradação da posição financeira do país e do sistema bancário.

Em Portugal, a eminência da adesão à moeda única originou, desde segunda metade da década de 1990, uma redução muito significativa das taxas de juro, sendo que países considerados periféricos como Portugal, Grécia, ou Espanha, tiveram, até 2008, *spreads* em relação aos títulos da dívida pública alemã inferiores a 50 pontos base, o que permitiu banca portuguesa aumentar o nível de financiamento à economia, por via do financiamento abundante e barato, obtido maioritariamente no mercado interbancário europeu, que foi canalizado preferencialmente para o setor da construção e do imobiliário. De acordo com dados do Banco Mundial (The World Bank, s.d.-b), o ponto máximo destes dois fluxos foi no ano de 2009, em que o crédito concedido à economia representava 160% do PIB, sendo que o financiamento externo à banca representava, à data, 105% do PIB.

Não obstante a este facto, segundo dados do Instituto Nacional de Estatística (INE, 2016), a economia portuguesa ao contrário da Grécia, da Irlanda ou da Espanha, países com crescimento económico superior à média da UE no período anterior à crise de 2007-2008, registou um crescimento anémico desde 2001, tendo crescido em termos reais 1%, média anual, entre 2001 e 2007. Estes dados, aliados a uma redução progressiva do investimento, quer público quer privado, fornecem evidências de que a economia portuguesa se encontrava estagnada e em crise antes da crise

A crise no sistema financeiro dos EUA teve repercursões gigantescas no desenvolvimento do mercado financeiro mundial, não só nos países em que as instituições financeiras estavam mais expostas aos produtos financeiros, em que se incluíam créditos *subprime* securizados, mas também nos restantes, pois a crescente desconfiança e o aumento do risco de incumprimento, provocou uma maior aversão ao risco.

Na UE, e em especial na Zona Euro, em consequência da crise financeira internacional verificou-se uma contração no mercado de crédito interbancário, que afetou a Banca portuguesa, particularmente a partir de 2009. A Banca portuguesa era em muito dependente desta fonte de financiamento, o que induziu que, perante uma redução na liquidez disponível para os bancos, essa redução fosse refletida no volume de crédito disponível para a economia.

Os resgates financeiros da Grécia e Irlanda em 2010 e as debilidades do sistema bancário português, traduzida por uma crise bancária, com episódios antes (BCP, BPP e BPN) e depois (BES e BANIF) de 2011, geraram pressão em torno do país, tornando inevitável que Portugal pedisse ajuda financeira internacional, sendo necessário que para que fosse socorrido, que o país se submetesse a um programa de ajustamento.

Os custos com a ajuda financeira à banca, no valor de mais de 17 MM EUROS (entre 2008 e 2014), e os custos de contexto que a crise bancária originou, foram parte muito relevante da causa raiz da crescente evolução da dívida pública portuguesa, que segundo dados do FMI (2013), representava, em 2003, cerca de 56% do PIB, tendo crescendo continuamente até aos 108% no ano de 2011, e já durante o período de vigor do plano de ajustamento, aproximou-se dos 130% (2014).

O crescimento do incumprimento no crédito bancário retrata a face da crise, comum às empresas e às instituições bancárias. As empresas portuguesas sobreviviam à já longa crise de crescimento à custa dos recursos financeiros captados através do crédito bancário, quando foram confrontadas com a contração no instrumento e sem outra fonte de financiamento ou rentabilidade que lhes permitisse cumprir com as suas obrigações, entraram numa situação de incumprimento inevitável, induzindo a banca a incorrer imparidades, que por sua vez obrigavam a banca a contrair ainda mais o crédito disponível, num ciclo vicioso e insustentável.

Os dados de crédito vencido, cedidos pelo Banco de Portugal (BdP) (Banco de Portugal, s. d.) revelam que entre 2003 e 2008, este indicador não era muito problemático, visto que se situou entre os 2 e os 4%, com pouca volatilidade. Em 2009, este indicador aumentou para 5%, tendo estabilizado neste valor até 2010. O ano de 2011, com 8%, foi novamente um ano de viragem, sendo o início de uma tendência de subida progressiva do incumprimento bancário, que se verifica pelo menos até o último ano em estudo, 2014, em valores de cerca de 14%. Os valores setoriais são ainda mais relevantes. O setor da construção, destaca-se na importância relativa

no total de *stock* de crédito (cerca de 20%), mas também, e principalmente, na incidência do incumprimento bancário, com evolução de 2% em 2003, para 28% em 2014.

Este estudo insere-se neste contexto com o objetivo de mitigar as evidências macroeconómicas da origem, natureza e evolução da crise económica, com recurso a indicadores micro, de saúde financeira das empresas, de forma a avaliar a evolução do tecido empresarial face aos períodos heterogéneos do espaço temporal analisado (2003-2014).

A insolvência financeira, como condição natural da empresa, passível de entrar em situação de incumprimento, retrata uma economia em *financial distress*, captada neste estudo através da utilização de um modelo de estimação da probabilidade de insolvência, da autoria de (Pindado, Rodrigues, & de la Torre, 2008), estimado com recurso a dados de PME industriais, recolhidos na SABI, cujos resultados foram comparados com um indicador setorial de incumprimento bancário, através de dados recolhidos do BdP. Para completar o portefólio de dados, e de forma a possibilitar a identificar a heterogeneidade do período em causa, foram recolhidos dados adicionais de indicadores macroeconómicos e financeiros.

O teste realizado consistiu na comparação, por observação empírica, entre os indicadores de *financial distress* a Probabilidade de Insolvência (PI) e de incumprimento, o rácio de crédito vencido (RCV), tanto com resultados agregados, como com resultados setoriais. Os resultados dos indicadores de dados agregados, permitem verificar um bom ajustamento entre o modelo estimado e o indicador de crédito vencido, sendo que o modelo utilizado demonstra bom poder preditor sobre a evolução do crédito vencido em Portugal. Em termos setoriais é no setor da construção que se verifica o maior e mais relevante desvio entre a PI e o RCV, sendo que os resultados do modelo não acompanham a escalada verificada no incumprimento bancário do setor.

Os resultados indiciam que a economia portuguesa se encontrava em sofrimento antes da crise financeira internacional (primeiros sinais dados pelo modelo datam de 2005), por via das dificuldades na adaptação ao contexto da moeda única e à atuação da banca, que canalizou preferencialmente para o setor da construção e do imobiliário o financiamento disponível. Após o corte de financiamento evidenciado no período posterior à crise internacional, o aumento do crédito vencido era inevitável, sendo consequência direta da política de crédito anteriormente verificada. O crédito vencido permitiu a exposição da real situação institucional de alguns dos

principais bancos portugueses (principalmente o caso BES), caracterizada por más práticas de gestão e indícios de que as operações de financiamento eram mais sustentadas por relações privilegiadas, do que na capacidade real de rendibilidade dos investimentos que eram suportados pelas operações.

A crise económica anterior à crise internacional, era potenciada pela política estratégica da banca, que por sua vez entrou em crise, induzindo a (mais) degradação da posição da economia e do Estado Português. Estamos perante uma crise bancária, de origem bancária, que potenciou uma crise económica profunda com consequências devastadoras na posição de devedor do Estado Português perante os credores internacionais.

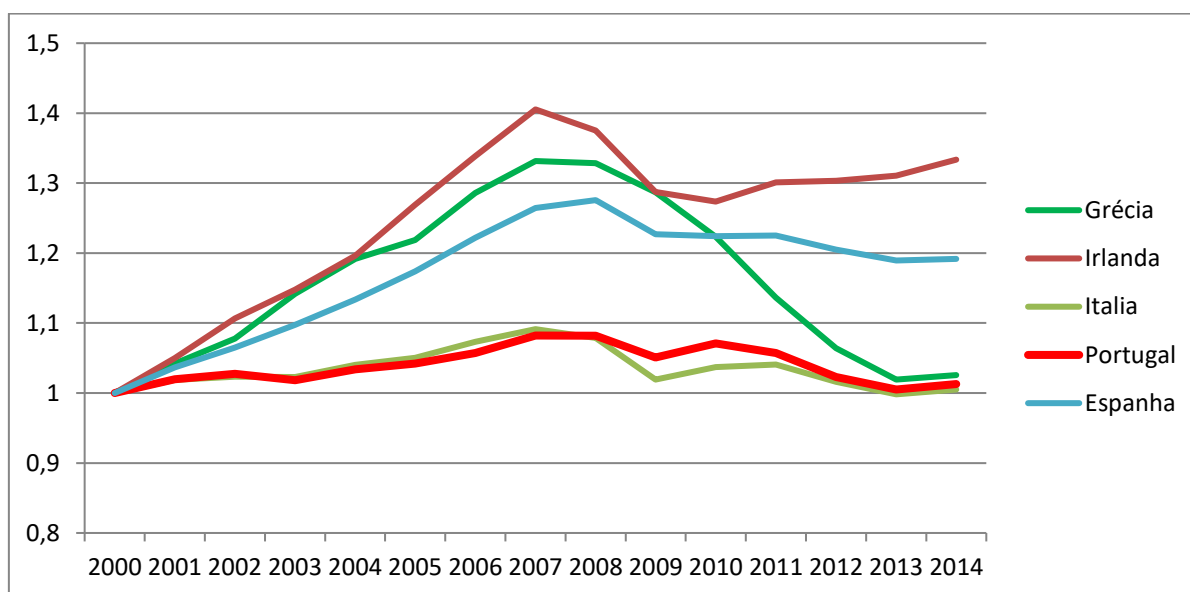
Nos capítulos deste trabalho, e pela seguinte ordem, foi realizada uma caracterização da economia nacional (capítulo 2), com particular incidência no sistema bancário e nas PME. Como temática principal deste trabalho, no capítulo 3, é analisada a problemática evolução do crédito vencido, assim como relação da insolvência financeira como causa raiz do incumprimento bancário, a abordagem à sua previsão, face ao incumprimento bancário. A amostra utilizada no teste comparativo é caracterizada no capítulo 4. No capítulo 5 são expostos os resultados obtidos, que ultimam a base crítica utilizada para as conclusões do presente estudo, que compõem o sexto e último capítulo deste estudo.

2. Caracterização da economia portuguesa: Evidências da crise

O desempenho da economia portuguesa no século XXI é caracterizado por um período total de estagnação económica. Como ilustrado no **Gráfico 1**, segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), o PIB nacional em 2014 situava-se em valores próximos aos de 2000. Na análise a estes dados é visível o facto de que a economia portuguesa teve um comportamento de crescimento diferente da maioria dos países do grupo de economias de coesão, composto por Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha (PIIGS), e que são de forma usual considerados de economias de comportamento homogéneo. O comportamento da economia portuguesa no período pré-crise financeira (2000 a 2007), contrariamente á tendência de forte crescimento evidenciada pela Grécia, Espanha e Irlanda com aceleração no crescimento no mínimo três vezes superiores, segue uma linha de estagnação, de fraca volatilidade, tendo mesmo ocorrido em período de recessão em 2003 (-0,9%).

Gráfico 1: Evolução comparativa do PIB português

Evolução do PIB de Portugal a preços constantes, comparativamente ao mesmo indicador de Grécia, Irlanda, Itália e Espanha. Dados FMI World Economic Outlook Database, October 2013, reais até 2012 e previsionais nos períodos seguintes. Elaboração própria com transformação dos dados em volume a índice de base ano 2000.



Fonte: Elaboração própria, dados do FMI World Economic Outlook Database, October 2013(FMI, 2013)

De acordo com Teixeira (2017) a coincidência temporal entre a entrada em vigor do EURO e o início do período de estagnação é quase perfeita, considerando a que Zona Euro está longe de se tratar de uma zona monetária ótima. O Euro permitiu à economia portuguesa desequilíbrios externos que não podiam ser compensados pelo instrumento da desvalorização cambial. No seguimento deste raciocínio indica como causa do período de estagnação após a adesão ao EURO uma má preparação para essa nova realidade. O autor refere que a adesão ao euro é uma causa direta da destruição do potencial de crescimento em Portugal em Itália, no entanto distingue a situação a situação dos dois países pelo patamar de rendimentos, visto que Itália estava em patamares próximos dos níveis de rendimento das economias mais ricas, enquanto que Portugal transformou a tendência inicial, após a adesão à UE, de forte convergência com os parceiros europeus em clara divergência após a adesão ao EURO.

O conceito de Zona Monetária Ótima (ZMO) introduzido por Robert Mundell em 1961, sintetiza a problemática do binómio inflação/desemprego, em zonas geográficas, compostas por países ou regiões, em regime de integração monetária, quer por acordos de política cambial, quer por moeda única.

De acordo com Mundell (1961), uma área monetária ótima é uma zona geográfica dentro da qual é possível atingir o equilíbrio externo, com taxas de câmbio fixas, com pleno emprego, sendo menos oneroso utilizar uma única moeda. O autor refere que numa zona monetária multi-regional, de moeda única ou de divisas diferentes com paridade fixa, a taxa de inflação dos países com *superavit* dependerá da vontade das autoridades centrais de permitirem o desemprego nas regiões deficitárias. Assim sendo, em qualquer tipo de área monetária é impossível evitar simultaneamente, a inflação e o desemprego na totalidade dos seus membros, no plano individual de cada país/região, no entanto a correções implementadas em toda a ZMO, traduzem-se num equilíbrio em termos globais da zona. Dessa forma, com compensação entre zonas, é possível minimizar os efeitos de choques assimétricos.

De acordo com Ferraz (2000) o processo de integração económica e monetária através da livre circulação de bens, pessoas e capitais tem efeitos diferentes, dependendo do dinamismo das economias em integração. O estudo realizado por este autor, contemporâneo à criação do EURO, refere evidências de dois efeitos diferentes, o de difusão, na convergência real entre zonas, e o de polarização, como o acentuar das diferenças entre os países mais ricos e mais pobres, que deveriam ser esbatidas com a existência política regional comunitária que combata

as desigualdades inter-regionais. Na mesma publicação o autor refere que Portugal necessitava de realizar reformas estruturais, melhorar o tecido produtivo, investir em capital humano para ser possível a convergência real em relação aos parceiros europeus. Neste sentido, o Pacto de Estabilidade pode constituir um entrave ao processo de crescimento e desenvolvimento de Portugal, salientando a existência de varias situações de risco para o país no processo de integração:

- Portugal é dos países mais vulneráveis a eventuais choques assimétricos, dando como exemplo uma crise petrolífera (dependência portuguesa do petróleo de 70% face ao valor médio de 40% na UE);

- A perda do mecanismo de desvalorização cambial prejudica alguns setores industriais, que competem com países do mesmo espaço de livre circulação de bens, mas que mantêm este instrumento;

- Uma recessão económica nos países mais ricos, como a Alemanha (facto que ocorreu em contraciclo com o espaço europeu em Portugal e Alemanha em 2003)

No que diz respeito à condição de eficiência da União Económica e Monetária (UEM), Ferraz (2000), à luz da Teoria das Uniões Monetárias de Mundell classifica a UEM como “zona monetária subóptima”, principalmente porque as diferenças culturais e linguísticas presentes, ao contrário dos EUA, não permitem níveis elevados de mobilidade de trabalhadores na UEM, o que faz com que os problemas de desemprego sejam difíceis de combater.

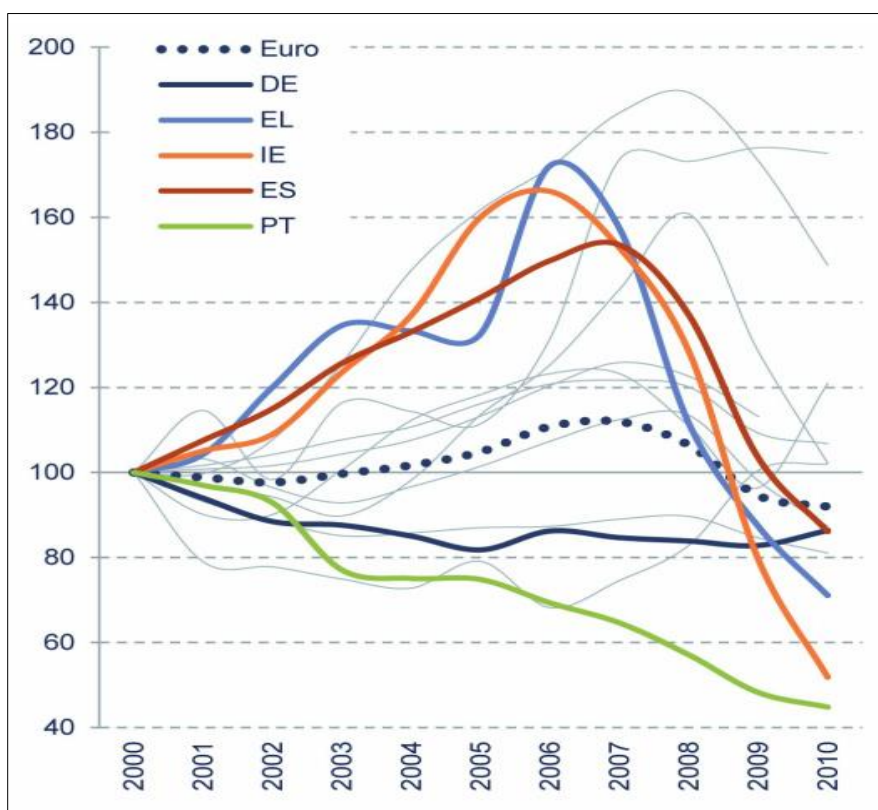
Embora, como já foi referido anteriormente a economia portuguesa e italiana não possam ser comparadas em termos globais, a homogeneidade verificada no comportamento destas duas economias é total, mesmo após a eclosão da crise financeira internacional. No entanto, é possível verificar que após 2008, a economia portuguesa e grega tenham tendências similares, com diferença na magnitude do ajustamento. A diferença na magnitude é inerente à diferença no crescimento anterior a 2008, mas em parte é explicada pela sustentação, no caso grego, do crescimento anterior e na eclosão de uma bolha especulativa no setor imobiliário.

De acordo com a Nota Temática CGD nº2 (CGD, 2011), em Portugal não se verificou nenhum fenómeno de eclosão de uma bolha especulativa no setor imobiliário, contemporâneo ou não do fenómeno ocorrido nos EUA. Segundo os dados apresentados nesse estudo, ilustrados no Gráfico 2: Investimento em habitação na Zona Euro (2000-2010), a contração no investimento

residencial em Portugal foi constante e progressiva entre 2000 e 2010, não se tendo registado alteração da tendência nos anos de 2007 e 2008, como se evidenciou em outros países como Irlanda, Espanha ou Grécia, onde a tendência até 2007 era de franco crescimento na procura de habitação e, após 2007/2008 a tendência foi invertida. No conjunto de países apresentados, apenas a Alemanha revela um comportamento de procura semelhante ao português, uma quebra e progressiva, embora com aceleração inferior à registada no mercado português.

Gráfico 2: Investimento em habitação na Zona Euro (2000-2010)

Evolução da FBCF em habitação entre 2000 e 2010, com ilustração do comportamento evidenciado em diferentes países da Zona Euro. Valores em índice (2000=100).



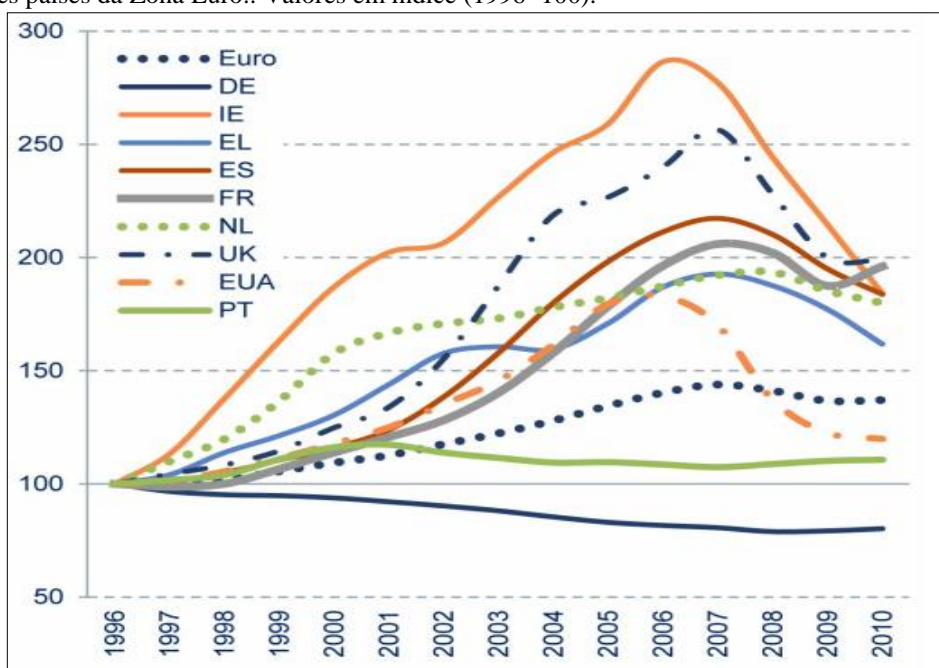
Fonte: Extraído de Nota Temática CGD nº2 (CGD, 2011)

Segundo dados do mesmo relatório (CGD, 2011), a valorização acumulada dos preços reais no mercado de habitação evidenciam a inexistência de uma bolha imobiliária em Portugal. A tendência de evolução dos preços em Portugal, entre 1996 e 2010 foi globalmente de estagnação, embora seja perceptível a existência de um crescimento ténue entre 1996 e 2001, essa valorização foi anulada pelo crescimento negativo entre 2001 e 2004. O período entre 2004

e 2010 foi de completa estagnação. De igual forma ao comportamento evidenciado no investimento em habitação, a Alemanha e Portugal foram divergentes da tendência da Zona Euro, sendo os únicos países da zona euro em que o preço real da habitação não cresceu exponencialmente. Citando dados da Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico (OCDE) os autores referem que tanto Portugal como Alemanha não sofreram de pressões deflacionistas devido a uma bolha especulativa do setor imobiliário, visto que na década anterior à crise não existiu nesses países um crescimento exponencial no preço das habitações.

Gráfico 3: Evolução dos preços reais da habitação (1996-2010)

Evolução do preço real no mercado de habitação entre 1996 e 2010, com ilustração do comportamento evidenciado em diferentes países da Zona Euro.. Valores em índice (1996=100).



Fonte: Extraído de Nota Temática CGD n°2 (CGD, 2011) como dados de AM&A, BCE, OCDE e bancos centrais de países da Zona Euro.

Contrariamente à evolução evidenciada em Portugal e na Alemanha, é visível (**Gráfico 3**) que os restantes países em comparação foram alvo de uma bolha especulativa no setor imobiliário. O relatório da CGD (2011) refere que a variação acumulada dos preços da habitação entre 1996 e 2010 foi superior a 100% no Reino Unido, Irlanda, Espanha e França, e de cerca de 90% na Grécia e Holanda. Em Portugal a variação no mesmo período não ascendeu a 10%, enquanto que na Alemanha ocorreu mesmo um crescimento negativo. Citando um estudo realizado pelo

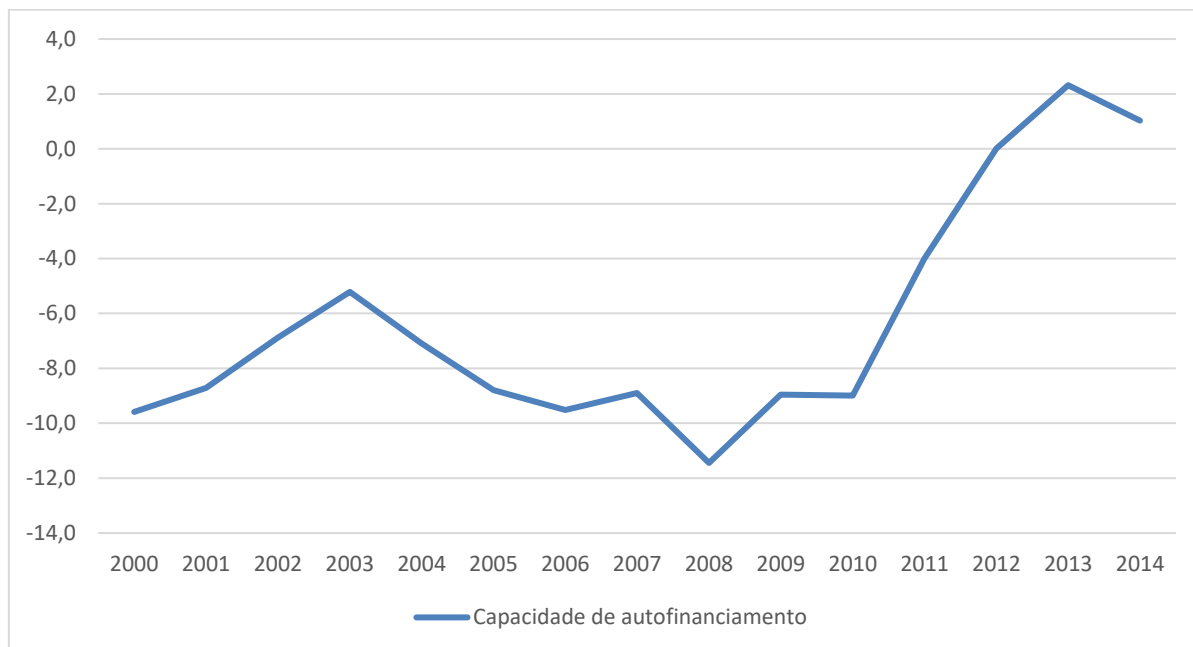
FMI, em que foi estimado um modelo econométrico de previsão dos ajustamentos necessários no preço real da habitação da Zona Euro, para o ano de 2007, foi concluído que ao contrário da esmagadora maioria dos países da Zona Euro, o preço ajustado ao crescimento do rendimento disponível per-capita, à evolução das taxas de juro, e, por exemplo, das condições de crédito, correspondia ao preço real de mercado em Portugal.

De acordo com Iyer, Peydró, da-Rocha-Lopes, e Schoar (2014), que também referem os valores de valorização dos preços no mercado de habitação em Portugal (10% entre 1996 e 2006) para concluir a inexistência de uma bolha no setor imobiliário, acrescentando também, citando dados do BIS de 2012, que os bancos portugueses estavam, em 2007, pouco expostos quer a produtos correlacionados com crédito *subprime* quer a transações em dólares dos EUA. Segundo este autor, os bancos portugueses financiavam-se preferencialmente juntos de mercados e bancos europeus, o que poderia indiciar que o risco de contágio da crise financeira em Portugal era relativamente inferior ao dos níveis do setor financeiro de outros países europeus.

De igual forma, Koo (2015) reforça a ideia de em Portugal não eclodiu uma bolha especulativa no setor imobiliário, ou pelo menos, de dimensão inferior ao ocorrido em Irlanda ou Espanha. O autor, recorrendo ao rácio entre ativos e passivos financeiros, demonstra que a desalavancagem no setor não financeiro da economia ocorreu principalmente após 2011, contemporaneamente à crise da dívida soberana portuguesa. O autor refere que a “colagem” de Portugal á situação dos restantes PIIGS, foi errada, podendo ser classificada de maliciosa, provocando uma restrição no crédito disponível à economia paralela a uma forte tendência de pagamento de passivos financeiros (*balance sheet recession*), visível no **Gráfico 4**. No seguimento lógico da conclusão deste autor, existiu uma eclosão de uma bolha especulativa, não em 2007/2008 e não no setor imobiliário, mas sim uma bolha financeira, que derivado do agravamento das condições de financiamento do país e da banca, e ao maior escrutínio dos valores reais dos ativos que compunham os balanços das instituições financeiras, eclodiu em 2011, e que produz efeitos até á atualidade.

Gráfico 4: Capacidade (+)/Necessidade(-) de financiamento (% PIB)

Posição relativa de capacidade de autofinanciamento das SNF portuguesas em percentagem do PIB, verificando-se a existência de posição financeira líquida positiva, no total da economia, a partir do ano de 2012.

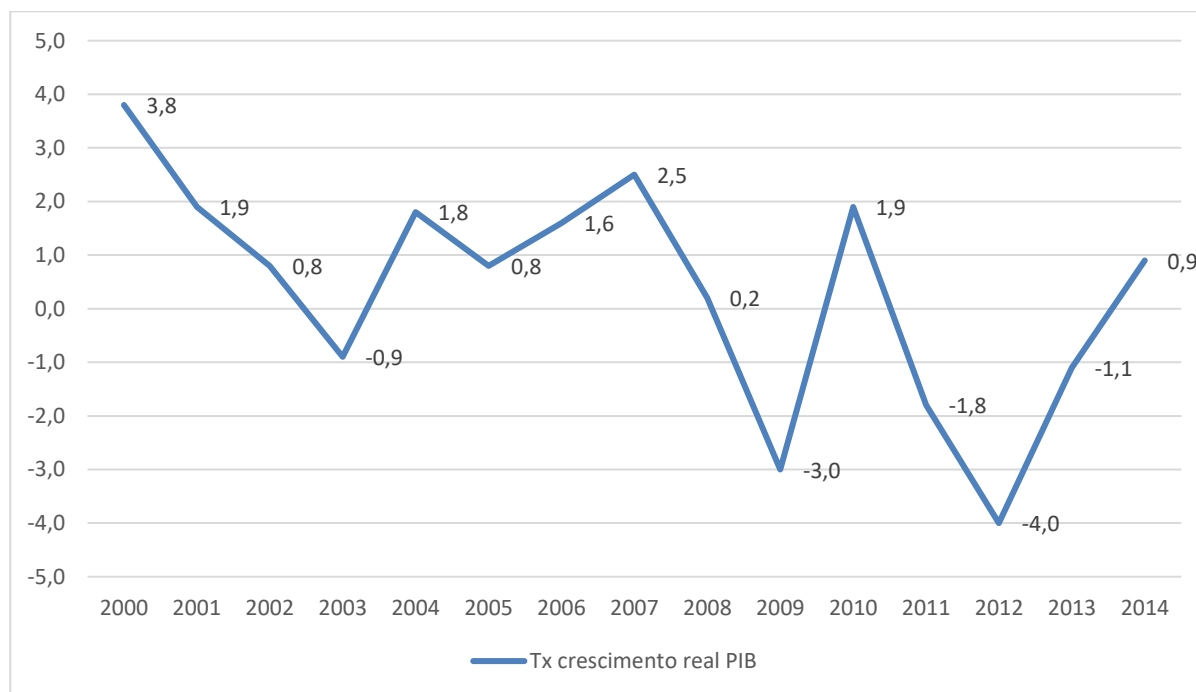


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do INE (INE, 2016)

Embora a literatura conclua que Portugal não sofreu de um fenómeno especulativo no setor imobiliário a queda evidenciada no crescimento do PIB entre 2007 e 2009, visível no **Gráfico 5** (taxa de crescimento real de 2,5% em 2007, 0,2% em 2008 e -3% em 2009), indiciam que o contágio pela crise financeira internacional existiu, mas de forma indireta, visto que economias como a Irlandesa, em que a exposição aos ativos tóxicos dos EUA e do próprio sistema financeiro era maior, a quebra foi mais acentuada, ocorrendo logo após 2007. No seguimento do mesmo indicador é possível verificar que no ano de 2010, e após a forte recessão económica de 2009 a economia portuguesa cresceu 1,9%, contrariando a tendência do grupo de coesão (PIIGS), que excluindo uma vez mais a Itália, tiveram períodos de recuperação mais longos, no caso da Irlanda, ou nem sequer retomaram o crescimento, no caso da Grécia e da Espanha. Este facto indicia que Portugal, tal como Itália, padecia de problemas económicos diferentes do diagnóstico no qual foram incluídos.

Gráfico 5: Taxa de variação do PIB da economia portuguesa

Taxa de variação real do PIB (%), período 2000 a 2014, evidenciando três episódios recessivos em Portugal, de um ano em 2003 e 2009 e 3 anos, entre 2011 e 2013. Dados das contas nacionais do INE.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do INE(INE, 2016)

Após o crescimento de 2010, a economia portuguesa, devido à crise das dívidas soberanas da Zona Euro, à pressão das entidades europeias e à pressão exercida nos rendimentos exigidos aos títulos da dívida pública portuguesa, iniciou um período recessivo de três anos consecutivos (-1,8% em 2011, -4,0% em 2012 e -1,1% em 2013), com quebras no PIB superiores à registada em 2009. Este efeito recessivo foi superior ao inicialmente previsto (Alexandre, Aguiar-Conraria, & Bação, 2016) no Memorando de Entendimento (PAEF) assinado entre o Estado Português e os concessionários do resgate ao país, acordado em 2011. Os autores referem que o crescimento da economia portuguesa foi inferior ao inicialmente previsto, o que provocou que as metas definidas no memorando, não só na evolução do PIB, mas também no rácio da dívida pública e do *deficit* orçamental das contas do estado, em valores absolutos e em função da mesma grandeza fossem, sucessivamente revistas e consecutivamente inatingidas. Este cenário foi potenciado pela evolução da atividade económica, pois as receitas provenientes de impostos foram inferiores ao previsto, mesmo com um aumento da carga fiscal superior ao definido no PAEF.

No artigo de opinião publicado no jornal *Publico* em 10 de maio de 2015 (Publico, 2015), investigadores do Observatório sobre Crises e Alternativas do Centro de Estudos Sociais da Universidade de Coimbra retratam o desajustamento das previsões constantes do PAEF. Segundo os autores deste artigo o PAEF previa apenas dois anos de recessão, com crescimento a partir de 2012, e que o PIB, em termos reais, de 2014 fosse inferior em apenas 0,4% ao valor registado em 2010. Os valores reais efetivos constataam uma recessão de três anos e um PIB de 2014 equivalente a 94,5% do valor de 2010. O ajustamento efetuado teve efeitos satisfatórios na saldo da balança corrente com o exterior, no entanto essa meta só foi atingida devido a uma quebra acentuada na atividade económica e no emprego, enquanto que a contenção do endividamento externo foi conseguida graças a um efeito de substituição de dívida bancária, por dívida pública.

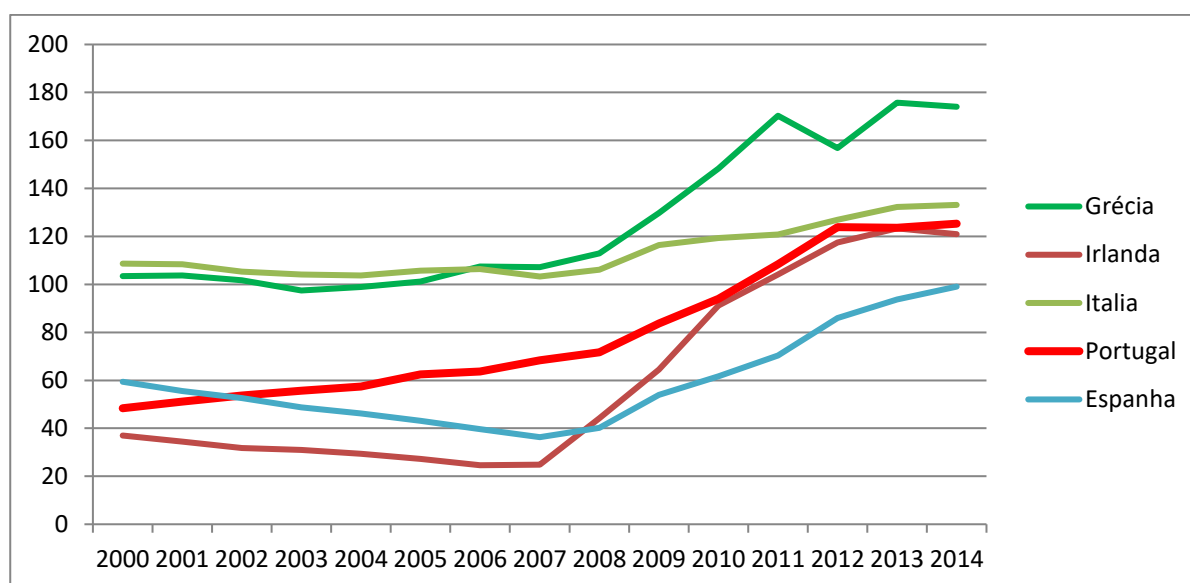
Teixeira (2017) refere que embora a austeridade inserida no âmbito do PAEF tivesse induzido um efeito negativo superior ao previsto inicialmente, era imprescindível aplicar medidas nesse sentido, no entanto o que se deve questionar é o tipo de austeridade aplicada, pois na opinião do autor, que distingue as medidas possíveis em dois tipos, de corte uniforme e de reformas estruturais na despesa pública, o ajustamento foi efetuado maioritariamente por medidas de corte uniforme, o que provoca cortes prejudiciais nos serviços prestados pelo estado aos cidadãos. O autor refere que o rácio da dívida pública em função do PIB no início do programa de ajustamento em 2011 era de 93%, estando previsto que atingisse o pico máximo em 2013 e após esse ano invertesse a tendência, no entanto no final o pico ocorreu em 2014 de cerca de 130% do PIB.

Na evolução do rácio de dívida pública em função do PIB no período entre 2000 e 2014, a velocidade de crescimento deste indicador aumentou a partir de 2008, com a implementação da estratégia concertada a nível europeu de política expansionista para fazer face ao abrandamento da atividade económica no espaço europeu, devido à crise financeira internacional. No entanto os valores do indicador cresciam de forma constante e progressiva desde o ano 2000. Em 2000 a dívida pública portuguesa equivalia a 48% do PIB, e cresceu de cerca de 24% até 2008. Este crescimento foi potenciado não só pelo valor nominal da dívida, mas também pelo fraco crescimento económico. Após 2008, a aceleração no crescimento do indicador aumentou (ver **Gráfico 6**), para valores insustentáveis, que criaram dificuldades intransponíveis no financiamento externo de Portugal. Incapacitado de aceder aos mercados financeiros, Portugal

foi obrigado a recorrer a financiamento condicionado, assinando o PAEF com as instituições europeias e com o FMI, PAEF que se estendeu até 2014.

Gráfico 6: Dívida pública em percentagem do PIB

Evolução do rácio da dívida pública de Portugal em função do PIB (%), comparativamente ao mesmo indicador de Grécia, Irlanda, Itália e Espanha. Dados FMI World Economic Outlook Database, October 2013, reais até 2012 e previsionais nos períodos seguintes. A análise do gráfico permite verificar um crescimento contínuo e progressivo em todo o período analisado. Elaboração própria com transformação dos dados em volume a índice de base ano 2000.



Fonte: Elaboração própria, dados do FMI World Economic Outlook Database, October 2013(FMI, 2013)

Apesar de em 2008 o peso da dívida pública portuguesa em relação ao PIB, não ser comparável ao cenário da Grécia ou de Itália, Krugman (Dinheiro Vivo, 2012) defendeu que a crise portuguesa começou antes da crise de 2008. Segundo Paul Krugman existem evidências de que alguns países apresentavam uma posição fiscal difícil mesmo antes da crise financeira de 2008, nomeadamente Portugal, Grécia e Reino Unido, que evidenciavam níveis de dívida pública elevados com tendência de entrar em cenários de crise devido a uma espiral de endividamento.

A literatura é rica em estudos que relacionam o crescimento económico com os índices de dívida pública. Estudos recentes concluem que o crescimento da dívida pública tem um efeito negativo no crescimento da economia.

Kumar e Woo (2010) realizaram um estudo, com uma amostra de 38 países no período de 1970 a 2007, concluíram que a dívida pública tem um efeito linear negativo no crescimento do PIB, evidenciando que por cada aumento do *stock* da dívida em 10%, corresponde uma quebra de 0,2 % da taxa de crescimento do PIB per capita. Além disso, os autores concluíram que após ultrapassada a barreira de 90% do PIB, os aumentos de *stock* de dívida tinham um efeito superior sobre o crescimento do PIB.

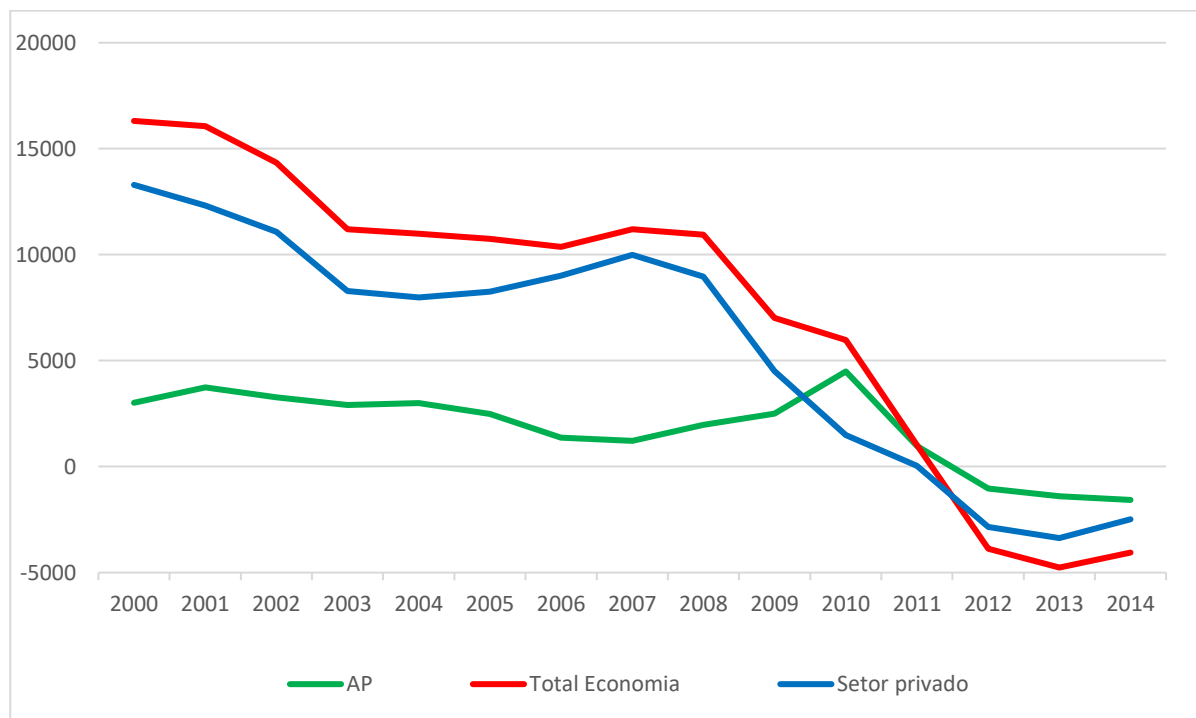
O estudo realizado por Cecchetti, Mohanty, e Zampolli (2011), com dados de 18 países pertencentes à OCDE entre 1980 e 2010, conclui que com níveis de dívida pública superiores a 85% do PIB, esta tem um efeito negativo no crescimento. De igual forma estabeleceram para a dívida do sector empresarial não-financeiro a mesma relação com o PIB a partir de 90%, sendo que para o sector do imobiliário foram encontradas evidências de correlação com resiliência no crescimento do PIB, em níveis de endividamento superiores a 85%. Para o caso do setor imobiliário, os autores indicam que o impacto foi estimado de uma forma pouco precisa.

Rogoff e Reinhart (2010), tal como Kumar e Woo (2010), concluíram que níveis de dívida pública superiores a 90% revelam associação a cenários de fraco crescimento económico, sendo essa associação relevante, tanto em economias avançadas como em desenvolvimento. O estudo realizado demonstrou também que em economias endividadadas, após crises de dívida pública, o setor privado tende a desalavancar de uma forma repentina e duradoura, canalizando os rendimentos obtidos no pagamento da dívida financeira e negligenciando o investimento, o que pode causar mais danos no médio/longo prazo em termos de crescimento

No seguimento dos efeitos que a desalavancagem do setor empresarial pode provocar, o investimento (FBCF), em Portugal tem diminuído progressivamente desde o ano 2000. Excluindo o período de 2006 a 2008 no investimento privado, em que não houve uma tendência definida, e o ano de 2010 no investimento publico, a tendência demonstrada pelo valor do investimento líquido (FBCF-Amortizações) foi de forte decréscimo, figurando em valores negativos a partir de 2011 (ver **Gráfico 7**). As implicações desta realidade ultrapassam a importância que a FBCF tem no valor nominal do PIB de cada ano, pois se o consumo de capital fixo (amortizações) é superior ao do investimento (FBCF) o potencial de crescimento do país não é elevado, o que provoca menos crescimento no médio/longo prazo e maior dificuldade na geração de emprego.

Gráfico 7: Evolução do investimento líquido em Portugal (2000-2014)

Dados relativos ao investimento líquido, calculado pela diferença entre os valores absolutos da FBCF e do consumo de capital fixo (amortizações). Diferenciação entre total da economia, administração pública (AP) e setor privado. Valores em milhões de EUROS.



Fonte: Adaptado de Dados do INE

Reinhart e Rogoff (2011) concluíram que as crises bancárias são acontecimentos preditores das crises de dívida pública, mas também que estes fenómenos podem ocorrer em paralelo. Segundo os autores desse artigo as crises bancárias induzem crises de dívida pública quer pelo efeito de incremental na probabilidade de incumprimento do país quer pelo aumento nominal do *stock* de dívida.

As crises bancárias marcaram os últimos anos da vida pública portuguesa. As várias situações de falência, nacionalização e prestação de garantias por parte do estado aos bancos nacionais repercutiram nas contas públicas custos, entre 2008 e 2015, de cerca de 26% do PIB (Jornal de Negócios 2016). Esta confrontação de factos reforça a teoria de Reinhart e Rogoff (2011), de que existe uma relação entre crises bancárias e crises de dívida soberana, embora sem haver uma relação de causalidade obrigatória definida entre os dois fenómenos. No caso Português existem evidências cronológicas de que as crises bancárias ocorreram antes da fase mais severa do endividamento público. Em 2009 o nível de endividamento público ascendia a 84 % do PIB, valor limite, mas ainda assim inferior aos níveis citados nos estudos sobre o efeito destruidor

de potencial de crescimento do endividamento público excessivo, 90% de Kumar e Woo (2010) e Rogoff e Reinhart (2010) e os 85% de Cecchetti et al.(2011).

O artigo “Euro e atuação dos bancos na origem da crise bancária” publicado no jornal Dinheiro Vivo (2016) cita o estudo realizado por Cardao-Pito e Baptista (2016) para justificar a origem da crise da dívida soberana de Portugal com um fenómeno de crise bancária gerada pelo processo de integração de Portugal no euro, associado ao comportamento dos bancos portugueses nos primeiros anos da moeda única. Segundo Cardao-Pito & Baptista (2016), que analisaram os episódios de crises bancárias ocorridas em Portugal entre 2008 e 2015, com a adesão ao EURO e correspondente eliminação do risco de taxa de câmbio, cediam e libertavam liquidez na mesma moeda, os bancos menosprezaram os riscos de crédito e de mercado. Segundo os investigadores, evidenciando por exemplo o rácio de criação de moeda para identificar períodos de elevado crescimento de crédito, o acesso a financiamento abundante e de baixo custo, fez com que o endividamento público e privado em Portugal aumentasse muito. A crise financeira internacional, com as limitações ao financiamento interbancário a que a banca nacional estava sujeita, fez com que os bancos necessitassem de ajuda estatal, o que elevou ainda mais a dívida pública e limitou a ação do estado sobre a economia (não financeira)(Cardao-Pito & Baptista, 2016) .Em 2009 o balanço dos bancos estava muito alavancado, em que o crédito concedido representava 160% dos depósitos. Segundo os mesmos autores o custo incorrido pelo Estado Português com o auxílio à banca nacional ultrapassa em muito (em % do PIB) a base de aferição para classificar a situação do sistema financeiro português em crise bancária.

A leitura da evolução dos principais indicadores de atividade económica é simples, Portugal vive uma crise de crescimento desde o ano 2000. Entre 2000 e 2008 o crescimento económico foi residual, a dívida pública cresceu consideravelmente, e o investimento na economia teve uma tendência de claro e progressivo decréscimo. A situação Portuguesa era por si só de extrema complexidade, pois qualquer tentativa de política expansionista em Portugal teria de ser validada pela UEM, o que não seria fácil visto que a economia portuguesa se encontrava em contraciclo com os restantes parceiros europeus. A crise financeira internacional, que teve origem na eclosão de bolhas especulativas no mercado imobiliário de alguns países, propagou-se para o sistema financeiro português através da dificuldade dos bancos acederem ao mercado interbancário europeu. As pressões internacionais, a situação de alguns países do grupo de coesão e as primeiras situações de insuficiência financeira na banca arrastaram Portugal para o

PAEF. Em 2011, a situação da banca agravou-se, pois impossibilitada de se financiar em condições sustentáveis, fez com que tivesse de recorrer aos mecanismos do PAEF. Esse facto, levou para o sistema bancário um nível maior de escrutínio do valor dos ativos registados em balanço, o que revelou uma bolha financeira, latente, e obrigou o Estado Português a socorrer uma vez mais os bancos, para além dos 12 MM EURO já previstos para a capitalização da banca no PAEF.

A crise em Portugal teve várias faces visíveis, em diferentes períodos, desde a crise financeira mundial, passamos a uma fase de crise do EURO até à crise da dívida soberana de Portugal. No entanto a crise transversal a todo o período, entre 2000 e 2014, foi a crise económica, que de forma progressiva e constante debilitou o tecido empresarial português. Varias referências na literatura apontam a origem da crise económica portuguesa na adesão à moeda única, no entanto os estudos mais recentes revelam que o EURO foi apenas um mecanismo de propagação, o verdadeiro indutor da crise foi a atuação da banca nacional.

O Estado socorre a banca por considerar a função do sistema financeiro crucial para a estabilidade de uma economia. No modelo atual de regulamentação financeira, os estados permitem a criação de moeda na banca, através do mecanismo de crédito, por contrapartida do financiamento à economia. É nessa função essencial da banca comercial, que estudos recentes apontam para um comportamento ineficaz e ineficiente, para além de irracional ou até maliciosamente incorreto, da Banca portuguesa.

Deve-se salientar o efeito do PAEF, embora fosse necessária uma intervenção para revitalizar o país e para recolocar a economia portuguesa no caminho do crescimento, o programa de ajustamento teve como principal objetivo sanear as desconfianças sobre a UEM, e evitar o contágio a outros países da Zona Euro. O estudo de Blanchard (2007) sobre o caso de Portugal no processo de integração na moeda única serviu de base ao diagnóstico da economia portuguesa. Blanchard (2007) concluiu no seu estudo que Portugal devia aumentar a produtividade, procedendo a uma desvalorização interna (desvalorização dos salários), o que iria contribuir melhorar o saldo da balança corrente por via de um aumento nas exportações. Se o diagnóstico foi errado, as medidas que foram implementadas, com base nesse diagnóstico, não poderiam ter o efeito desejado.

A economia portuguesa fragilizada por mais de uma década de inexistência de crescimento, em que as empresas com mais potencial de crescimento estavam privadas de financiamento bancário, registou uma quebra muito superior ao inicialmente previsto. O fraco crescimento registado em 2014 (0,9%) é um sinal ténue da retoma anunciada para o final do PAEF, que originou custos colossais para a economia.

A economia portuguesa tem “cicatrices profundas” deste longo período de dificuldades. A crescente incidência de insolvência financeira das empresas portuguesas alterou o tecido empresarial português, que induziu um aumento no volume de crédito vencido registado na banca. A Banca portuguesa, extremamente alavancada, registou elevada diminuição no valor dos ativos, por via do registo de imparidades, no entanto tem as obrigações para os seus credores intactas no seu passivo. O Estado Português de forma a salvaguardar a estabilidade do setor vê-se obrigado a salvar o mais provável causador da situação, o próprio banco, chamando para o esforço do salvamento uma economia já desgastada pela atuação, do próprio banco.

O crédito vencido é nos dias de hoje o principal problema, não só do sistema financeiro, mas também da economia. O Primeiro-ministro de Portugal, de acordo com o noticiado pelo Jornal de Negócios (2016), defendeu mesmo a criação de um banco veículo de forma “limpar” o sistema financeiro, para possibilitar o financiamento da economia.

A análise do comportamento e da atuação do sistema financeiro português é decisivo para a compreensão da crise em Portugal. No ponto seguinte será abordado o desenvolvimento do sistema financeiro, o seu impacto na crise e a problemática do crédito vencido.

2.1. Sistema bancário português

As sucessivas crises em bancos portugueses nos últimos anos (2008-2014) evidenciam uma crise bancária no setor financeiro em Portugal que, numa análise isolada, seria associada à crise da dívida pública portuguesa, pois o rendimento exigido aos títulos portugueses provocou uma queda no preço das obrigações soberanas, o que induziria os bancos a registar imparidade nesses títulos. No entanto existem evidências empíricas de que foi a estratégia de mercado seguida pelo setor financeiro a causar esta crise. A concentração de crédito em setores da economia em que o retorno era dúbio, provocou uma desvalorização dos ativos financeiros e colocou vários bancos portugueses em situação de incumprimento iminente, o que obrigou o Estado português a socorrer financeiramente esses bancos.

Após a revolução de 25 de abril de 1974 a Banca portuguesa sofreu um processo de nacionalização e de regulamentação administrada impostas pelo novo modelo governativo de Portugal. O estado controlava executivamente os bancos e o ambiente em que estes operavam, em que até a taxa de juro era fixada administrativamente. No decorrer do processo de integração europeia a reprivatização e liberalização do sector financeiro fez parte da convergência de económica e institucional.

A integração da regulamentação do setor financeiro no referencial europeu potenciou um aumento dos intervenientes no setor e um crescimento elevado no volume de crédito concedido à economia por parte dos bancos no início dos anos 90 do século passado. O segundo marco potenciador desse crescimento foi o processo de integração de Portugal na UEM. A credibilidade induzida pelo sucesso durante o processo de integração, antes da entrada em circulação do EURO, proporcionou aos bancos portugueses acesso a financiamento abundante a custo relativamente baixo.

O Estado Português teve um papel preponderante na definição da estratégia de mercado da banca. A atribuição de bonificação de taxa no crédito à habitação, orientou o crédito concedido pela banca para operações do setor imobiliário, o que se traduziu no aumento do nível de endividamento das famílias, por via do crédito à habitação. O crédito à habitação representava 50% do crédito a SNF nos anos 90, mais do que duplicou até 2007, passando a representar 125% (Reis, 2014). Os bancos tinham uma dupla intervenção nas operações, financiavam ou

participavam nos consórcios do setor imobiliário e da construção, e por outro lado financiavam a aquisição de habitação por parte dos particulares. O bem imóvel servia de garantia nos dois processos, o que nunca seria problemático numa situação de ajustamento entre a procura e a oferta, situação que se manteve até o início dos anos 2000, data a partir da qual o investimento em habitação em Portugal caiu, de forma constante e progressiva (ver **Gráfico 2**).

A iminente adesão à moeda única permitiu, a Portugal e ao sistema financeiro privado português, ancorar o nível de risco de crédito muito próximo ao risco atribuído ao sistema financeiro alemão. Este facto permitiu manter o fluxo crescente de capitais externos para a banca e para o estado português, a níveis de custo historicamente baixos. Este facto contribuiu para um aumento no endividamento externo do país.

O conjugar destes processos de integração e liberalização do sistema financeiro em Portugal, induziram uma transformação na economia portuguesa, a crescente importância do setor financeiro traduziu-se por uma crescente “financeirização” da economia que se encontra expressa no aumento do peso relativo dos ativos bancários em função do PIB em mais de 50% entre 1996 e 2002 (Alexandre 2017).

Reis (2014) refere que a banca privada não foi um mero agente passivo no crescente endividamento externo. Segundo o autor, o crescente endividamento externo não é reflexo da natureza deficitária ou de fraca posição competitiva da nossa economia, isto é, não resulta da mera intermediação, por parte da banca, no financiamento do défice externo da economia. Pelo contrário, a alteração de perfil setorial de endividamento evidencia a estratégia de mercado seguida pela banca de promover um aumento do crédito concedido ao setor da construção e imobiliário (de 11% do total do crédito ao SNF nos anos 90 a 38% em 2008), face à menor propensão de endividamento bancário por parte das sociedades industriais (de 40% do total do crédito ao SNF nos anos 90 a menos de 20% em 2008).

A menor propensão de endividamento denotada por setores empresariais durante os anos 2000 não se deve a um racionamento da oferta de crédito (Reis, 2014), mas sim da crescente desconfiança em relação ao futuro próximo da economia, em que, mais uma vez, a adesão ao EURO e a integração europeia foram cruciais neste processo, por via da sobrevalorização da taxa de câmbio real da moeda e pela alteração do cenário competitivo internacional. Esta situação teve reflexo direto na evolução da FBCF na economia nacional, que seguiu uma

tendência de queda constante e progressiva desde o ano 2000 (ver **Gráfico 7**). Paralelamente a esta quebra no investimento, é relevante o facto de que, até 2002, 30% do total investimento realizado estava relacionado com a construção para habitação, pelo que seria expectável de que essa fatia importante da FBCF não tivesse impacto significativo no aumento da produtividade da economia (Alexandre et al., 2016) e não tivesse reflexo nos *cash-flows* futuros das empresas.

A fraca integração das empresas portuguesas, de menor dimensão, no mercado de capitais, faz com que a principal fonte de financiamento seja o crédito bancário. As micro, pequenas e médias empresas concentravam cerca de 70% do crédito bancário concedido, no entanto, não foi só a distribuição setorial do crédito concedido a ser alterada nos anos 2000, a natureza da operação a curto prazo passou a ter um peso superior, o que evidência uma alteração do passivo financiado, as empresas financiavam-se para colmatar dificuldades de liquidez e não para renovar o investimento (Reis, 2014)

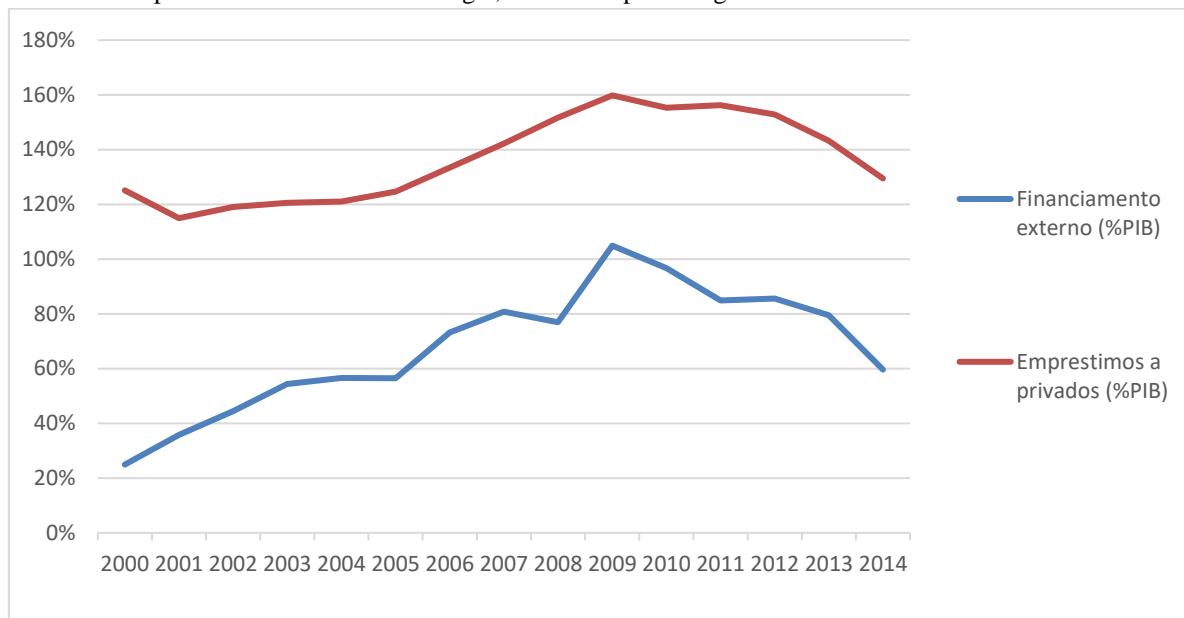
Este cenário de bonança, em termos de custo e disponibilidade de liquidez, que tinha como principal financiador o sistema interbancário europeu, foi interrompido pela crise financeira internacional. A erupção da crise financeira internacional em 2007 e crescente desconfiança gerada em torno do sistema financeiro de alguns países europeus, principalmente o efeito da crise grega em 2009 (ver **Gráfico 8**), alterou as condições de financiamento interbancário para a Banca portuguesa, que teve de se socorrer do financiamento de emergência procedente do BCE para financiar o seu *deficit* externo (Reis, 2014).

Teixeira (2017) revela uma opinião contrária a Reis (2014) no que diz respeito à causa da concentração de crédito no setor da construção e imobiliário, sendo que para este autor essa facto deveu-se a uma questão de escolha estratégica da banca, que segundo Teixeira (2017) é uma das principais causas da estagnação económica nos anos posteriores à adesão ao EURO.

Segundo Mateus, Mateus, Ferreira, e outros (2015) o “quase fecho” do mercado de crédito interbancário, no seguimento da crise financeira internacional, potenciado pelo elevado grau de alavancagem financeira da economia, taxas de poupança reduzidas, fragilidades do sistema bancário português em termos de liquidez e solvabilidade, e pelo crescente risco soberano, fizeram da desalavancagem no endividamento bancário uma inevitabilidade obrigatória.

Gráfico 8: Relação entre financiamento e crédito concedido (% PIB)

Evolução comparativa entre o fluxo de capital externo no financiamento da banca portuguesa e os empréstimos concedidos a privados residentes em Portugal, ambos em percentagem do PIB.



Fonte: Elaboração própria; dados do Banco Mundial “*Global Financial Development / Data*” (The World Bank, s.d.-b)

A análise paralela ao nível de financiamento externo da Banca portuguesa e ao crédito concedido à economia, excluindo o Estado, em % do PIB, ilustrada no **Gráfico 8**, permite identificar uma tendência semelhante em ambos os indicadores. No que diz respeito ao financiamento externo, baseado no mercado interbancário europeu, é visível um primeiro corte em 2008, seguido de uma inversão em 2009. Esta situação é passível de ser explicada pela crise do *subprime*, visto que o primeiro impacto em 2008 revela a contração global, sendo que o reforço entre 2008 e 2009 pode significar que os mercados reconheceram a inexistência de uma bolha imobiliária em Portugal, e canalizaram para o mercado de crédito português os capitais que retiraram dos países em crise. A alteração da tendência induzida pela crise cingiu-se apenas a 2009, sendo que em 2010 é visível a queda contínua e progressiva, tanto crédito interbancário como no financiamento concedido à economia.

Iyer et al. (2014) realizaram um estudo para identificar os efeitos, da contração do mercado de crédito interbancário na europa, na oferta de crédito a empresas em Portugal. Os autores identificaram a presença das duas componentes que esperavam estar associadas, a quebra de liquidez disponível para a Banca portuguesa e a contração no crédito concedido às empresas. A relação encontrada na questão em estudo é consideravelmente significativa, mas apenas no

crédito concedido a empresas de pequena dimensão (supõe-se PME). Relativamente aos bancos, o estudo concluiu que bancos mais expostos ao mercado interbancário antes da crise, reduziram de forma mais significativa a oferta de crédito. De igual forma o estudo realizado por Iyer et al. (2014) permitiu concluir que bancos com maior risco de insolvência têm tendência a contrair mais o crédito concedido, no entanto não foram encontradas evidências de que a contração do mercado de crédito interbancário induzisse uma redução nos ativos dos bancos, o que sugere que os bancos, em situação de racionamento no volume disponível de liquidez no mercado, canalizam a liquidez disponível para aumentar o seu próprio rácio de liquidez (Iyer et al., 2014).

Alexandre et al. (2016) referem que necessidade constante de financiamento dos seus ativos, com maior peso nos de longo prazo (crédito à habitação), tornou o corte do fluxo externo de financiamento como fonte de uma situação de incumprimento eminente da Banca portuguesa. No entanto, o corte no acesso a financiamento externo foi crucial para a revelação de comportamentos condenáveis por parte da gestão do sistema bancário. As primeiras evidências desses comportamentos surgiu em praça pública em 2007, com a situação do BCP, pelos quais o banco e a sua gestão foram condenados, e em 2008 com o caso do BPN, que acabou por ser nacionalizado, sem direitos de indemnização aos seus acionistas.

Para além das duas situações referidas no parágrafo anterior, no período compreendido entre 2007/2008 e 2014, existiram mais três crises em bancos nacionais, o BPP, o BES e o BANIF

O caso ocorrido com o BES patenteia a relevância da gestão dos bancos na probabilidade de poder eclodir uma crise num banco. O jornal Dinheiro Vivo (2015) cita os resultados da auditoria forense, realizada pela consultora Deloitte, ao BES, e refere que apenas nas operações realizadas pelo banco nos sete meses subsequentes à data das proibições impostas pelo BdP, foram detetadas 21 infrações e 4 atos dolosos e de gestão ruinosa. A maioria dos casos enumerados no relatório referem-se a operações com entidades relacionadas com o BES (parte empresarial do banco) e operações de transação, liquidação ou reembolso de obrigações das mesmas entidades, que eram transacionadas nos balcões do banco. O artigo publicado pelo Expresso (2015) revela o elevado grau de concentração das operações de crédito do BES no setor da construção e do imobiliário, e a exposição do banco ao setor empresarial do grupo que o controlava. Dos montantes em *stock* de crédito concedido à data de 31-12-2012, os 50 maiores devedores do banco tinham em operações ativas (crédito e operações assimiladas) mais de

10MM euros. Os setores da construção representavam cerca de 48% desse valor, enquanto que se a análise for centrada na relação das entidades devedoras com o BES, o peso do portefólio empresarial do GES é de cerca de 16%, que segundo o relatório da Deloitte, não se encontrava totalmente justificado por garantias.

Teixeira (2017) refere que os casos de dificuldades graves de liquidez e solvabilidade ocorridas nos bancos nacionais não são situações isoladas, estão interligadas e revelam um padrão de atuação. Segundo o autor os dois factos mais relevantes, e que mais contribuíram para a crise individual de cada banco e do sistema financeiro, foram os modelos empresariais e de crescimento orgânico em que a parte não financeira dos grupos que sustentavam os bancos se ramificavam (principalmente BPN e BES), que se encontrava fora do âmbito de supervisão do BdP, ao mesmo tempo que a política de concessão de crédito se baseava em demasia em garantias reais, desprezando a capacidade de pagamento do devedor. A queda de valor dos ativos induziu a banca a incorrer em perdas avultadas

Neves (2016) analisou a evolução do total do ativo bancário e as imparidades registadas entre 2007 e 2015. O total de ativo bancário em 2007 representava 248% do PIB português e cresceu até 2009 perfazendo 291% do PIB, valor que se manteve praticamente inalterado até 2013. A partir de 2013 a queda no valor dos ativos foi constante e progressiva (270% em 2013, 248% em 2014 e 231% em 2015). O total de imparidades registadas neste período ascendeu a 58 MM de euros, o que representa cerca de 14% do total do ativo de 2014.

Segundo relatórios do tribunal de contas, no período entre 2008 e 2014, o Estado Português injetou nas operações de auxílio à Banca portuguesa um montante de cerca de 17,4 MM euros, e tem relativamente a esse período mais 7 MM euros em garantias suplementares. Este valor distribui-se por várias operações, inclusivamente a recapitalização da banca prevista no PAEF, sendo mais relevantes para o presente estudo os valores da ajuda aos bancos em crise, que foram de 653 milhões de euros com o BPP, 2.784 MM euros de injeção e 3.5 MM em garantias no BPN, 4.7 MM euros de injeção e 3.5 MM em garantias no BES e 3.355 MM com o BANIF (Teixeira, 2017). Parte destes montantes poderão vir a ser devolvidos ao Estado Português, no entanto oneraram ainda mais a dívida soberana portuguesa e a economia do país.

A contração no crédito à economia redundou em problemas graves no tecido empresarial em Portugal. As empresas de micro, pequena e média dimensão foram as que mais viram reduzido o acesso ao crédito (Iyer et al., 2014), sendo que o financiamento que lhes era negado tinha como destino o suprimento de necessidades de tesouraria de curto prazo (Reis, 2014). Impossibilitados de aceder a outras formas de financiamento, as empresas incorreram em grandes dificuldades em cumprir as suas obrigações para com os seus credores, maioritariamente a própria banca.

A evolução do indicador de incumprimento bancário, representado pela proporção de crédito vencido no total do *stock* de crédito à economia, traduz os crescentes problemas de solvência do tecido empresarial português. Será apenas uma correlação entre estes dois fenómenos financeiros ou é possível identificar umnexo causal e sendo assim seria possível quebrar a sucessão de eventos que culminam na maior crise de crédito da economia portuguesa desde os últimos anos da “primeira república”. A relação e a evolução destes dois indicadores, crédito vencido e insolvência empresarial e a sua causalidade e previsibilidade, são o tema central do presente estudo.

2.2. Caracterização do tecido empresarial português: A relevância das PME

A escolha do segmento de dimensão “pequenas e médias empresas” (PME) para a composição da amostra a testar no modelo de estimação de probabilidade de insolvência financeira de Pindado et al. (2008) é motivada por várias razões. A necessidade de uma amostra de tamanho grande, requerida pela metodologia aplicada, para estimar o modelo obrigava, à partida, pela inclusão das PME. De igual forma, a relação entre o financiamento, crescimento e investimento nas PME indicava a exposição negativa deste grupo às condições de financiamento latentes no período em estudo, evidenciada pela crescente taxa de insolvência (no sentido jurídico), que incidia particularmente neste segmento de empresas.

A classificação da dimensão da empresa, de acordo com as recomendações da Comissão Europeia (CE, 2003), define pequenas e médias empresas (PME) como empresas que empregam menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios anual não excede 50 milhões de

euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros, sendo que estas se dividem nas categorias de micro, pequena e média empresa, de acordo com os seguintes critérios:

-Microempresa: Empresa que emprega menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios anual e / ou balanço total anual não excede 2 milhões de euros.

-Pequena empresa: Empresa que emprega entre 10 a 49 pessoas e cujo volume de negócios anual e/ou balanço total anual varia entre 2 e 10 milhões de euros.

-Média empresa: Empresa que emprega entre 50 a 249 pessoas e cujo volume de negócios anual varia entre 10 e 50 milhões de euros ou o balanço total anual varia entre 10 e 43 milhões de euros.

Quadro 1: Demografia empresarial por dimensão

Estão contidas no universo empresarial descrito as empresas públicas com atividades mercantis. Os valores apresentados incluem as secções A a S da CAE Rev.3, com exceção da secção O. Foram incluídos os empresários em nome individual e os trabalhadores independentes.

Anos	Nº de Empresas				
	Total	PME		Grandes	
	Número	Número	% Total	Número	% Total
2004	1115456	1114354	99,90%	1102	0,10%
2005	1151610	1150515	99,90%	1095	0,10%
2006	1172219	1171093	99,90%	1126	0,10%
2007	1234633	1233432	99,90%	1201	0,10%
2008	1261452	1260302	99,91%	1150	0,09%
2009	1223578	1222488	99,91%	1090	0,09%
2010	1168265	1167168	99,91%	1097	0,09%
2011	1136256	1135153	99,90%	1103	0,10%
2012	1086915	1085894	99,91%	1021	0,09%
2013	1119447	1118427	99,91%	1020	0,09%
2014	1147154	1146119	99,91%	1035	0,09%

Fonte: Elaboração própria; dados do Pordata (PORDATA, s.d.-a)

O tecido empresarial português é composto essencialmente, conforme ilustrado no **Quadro 1**, por empresas de dimensão igual ou inferior a “média empresa”, logo PME.

O peso relativo das PME no total do tecido empresarial português manteve-se praticamente inalterado na última década, representando cerca de 99,9% dos operadores económicos não financeiros. Verifica-se por estes números (absolutos), não só a representatividade das PME no total da população, mas também a quebra demográfica, entre 2008 e 2012, em cerca de 174 mil operadores económicos, o que representa cerca de 14% do número de PME existentes em 2008.

O peso relativo do mesmo segmento relativamente ao valor acrescentado bruto (**Quadro 2**) e ao número de funcionários (**Quadro 3**), também foi extremamente estável nos últimos anos. As PME representaram, entre 2004 e 2014, entre 55 e 59% do VAB da economia e eram responsáveis por cerca de 80% dos postos de trabalho.

Quadro 2: VAB por dimensão empresarial

Estão contidas no universo empresarial descrito as empresas públicas com atividades mercantis. Os valores apresentados incluem as secções A a S da CAE Rev.3, com exceção da secção O. Foram incluídos os empresários em nome individual e os trabalhadores independentes.

VAB=Valor bruto da produção deduzido do custo das matérias-primas e de outros consumos no processo produtivo (excluída a dedução do consumo de capital fixo). Valores em EURO 10⁶.

Anos	Valor Acrescentado Bruto (VAB)				
	Total	PME		Grandes	
	Valor	Valor	% Total	Número	% Total
2004	85621,9	50494,7	58,97%	35127,2	41,03%
2005	87928,2	52401	59,60%	35527,2	40,40%
2006	92144,4	54708,7	59,37%	37435,6	40,63%
2007	99829,2	58630,8	58,73%	41198,4	41,27%
2008	102621	60471,4	58,93%	42149,6	41,07%
2009	97972,5	57957,3	59,16%	40015,1	40,84%
2010	97439,3	56853,9	58,35%	40585,4	41,65%
2011	91659,6	52814,3	57,62%	38845,3	42,38%
2012	85021,5	47345,7	55,69%	37675,8	44,31%
2013	82536,7	48183,3	58,38%	34353,4	41,62%
2014	85777	49450,6	57,65%	36326,4	42,35%

Fonte: Elaboração própria; dados do Pordata (PORDATA, s.d.-d)

Quadro 3: Emprego e dimensão empresarial

Estão contidas no universo empresarial descrito as empresas públicas com atividades mercantis. Os valores apresentados incluem as secções A a S da CAE Rev.3, com exceção da secção O. Foram incluídos os empresários em nome individual e os trabalhadores independentes.

Anos	Emprego				
	Total	PME		Grandes	
	Quantidade	Quantidade	% Total	Quantidade	% Total
2004	3782612	3045194	80,51%	737418	19,49%
2005	3845990	3104494	80,72%	741496	19,28%
2006	3932480	3153281	80,19%	779199	19,81%
2007	4088863	3258223	79,69%	830640	20,31%
2008	4074417	3291889	80,79%	782528	19,21%
2009	3946237	3176056	80,48%	770181	19,52%
2010	3844036	3069196	79,84%	774840	20,16%
2011	3741633	2976970	79,56%	764663	20,44%
2012	3511719	2791760	79,50%	719959	20,50%
2013	3480731	2758702	79,26%	722029	20,74%
2014	3548584	2805998	79,07%	742586	20,93%

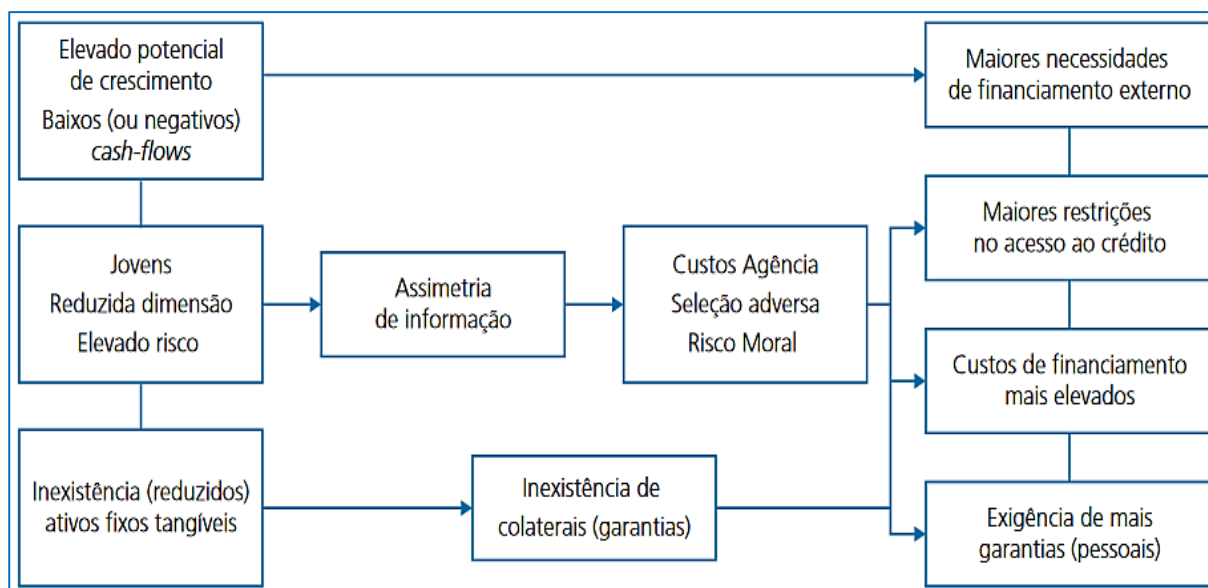
Fonte: Elaboração própria; dados do Pordata (PORDATA, s.d.-c)

Os valores da representatividade na produção nacional e numero de funcionários, embora abaixo da representatividade demográfica, reforçam a relevância das PME na economia nacional.

Os números verificados anteriormente revelam que as empresas de pequena dimensão, têm um papel relevante na criação de riqueza e de emprego na economia nacional, no entanto, tradicionalmente, enfrentam grandes constrangimentos no acesso e nas condições do crédito bancário obtido. A **Figura 1** ilustra as características intrínsecas das PME (*inputs*) e os constrangimentos / restrições (*outputs*) que regem o relacionamento destas empresas com as entidades bancárias, no processo de obtenção de crédito.

Os constrangimentos tradicionais que as PME enfrentam na obtenção de crédito, fruto das suas características intrínsecas traduzem-se na perda de oportunidades de crescimento, ou na limitação da rendibilidade do investimento, por via do aumento do custo do capital, sendo que em ambas situações a capacidade de acumular *cash-flows*, por parte das PME, é prejudicada, o que induz a continuidade da dependência do financiamento bancário.

Figura 1: Características das PME e as consequências em termos de financiamento



Fonte: Boletim economia e empresas, Nº16, 2015, Economia 2020 (Silva, 2015)

A Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico (OCDE, 2006) define o hiato de financiamento (*financing gap*) das PME como um entrave ao crescimento destas empresas, que tendo capacidade de utilizar recursos financeiro de forma produtiva, não os conseguem obter junto das instituições bancárias.

A existência destes constrangimentos ocorre tanto em economias avançadas como em economias emergentes, que segundo a OCDE (2006) ocorrem por varias motivações, entre as quais se destacam nos países membros da OCDE, a opacidade das PME, que devido à falta de informação económico-financeira são mal avaliadas no risco de crédito pela banca, e a falta ou desadequada proteção para o credor, que perante uma situação de maior risco e sem a proteção devida aborta a operação.

Relativamente à opacidade percebida pela banca, as PME procuram outras formas de financiamento, como o recurso ao crédito dos fornecedores, que têm informação privilegiada da real capacidade de cumprimento por parte do devedor (Keasey, Pindado, e Rodrigues, 2015).

2.3. O marco legal da insolvência em Portugal

A proteção do credor perante o incumprimento, em situação extrema, encontra-se descrita na legislação de insolvência (falência). No caso português, segundo Rodrigues (1998), as constantes alterações no quadro legal de insolvência deve-se à necessidade de combater a crescente incidência de dificuldades no tecido empresarial, que como composto maioritariamente por PME, são essas as empresas que formam a massa de incidência dos diversos diplomas legais. Até 2004, ano de entrada em vigor do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, a legislação de insolvência sofreu bastantes alterações, entre as quais se destacam as seguintes:

- O Dec.-Lei nº177/86 do Diário da República Portuguesa de 2 de Julho sobre o Processo Especial de Recuperação da Empresa e da Protecção dos Credores;
- O Dec.-Lei nº132/93 de 23 de Abril, que aprovou o Código dos Processos Especiais de Recuperação de Empresas e de Falência (CPEREF);
- A resolução nº100/96 do Conselho de Ministros de 10 de Agosto fixou o Quadro de Acção para a Recuperação de Empresas em Situação Económica Difícil (QARESD);
- Dec.-Lei nº 80/98 de 2 de Abril de 1998, o Sistemas de Incentivos de Revitalização e Modernização Empresarial (SIRME).

O Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), introduzido em 2004, pelo Decreto-Lei n.º 53/2004, de 18 de Março (e alterado no próprio ano pela Lei 200/2004, de 18 de agosto), tinha como principal função a consolidação de toda a moldura legal relacionada com a insolvência em Portugal (pessoal e coletiva), que na sua versão original prevalecia a liquidação do devedor, sobre a recuperação do mesmo, no entanto os artº224 e seguintes, já possibilitavam a administração da massa insolvente pelo devedor. Esta situação indiciava uma alteração à natureza da legislação, favorecendo a situação do devedor, que com as alterações de 2012 foram ainda mais reforçadas.

O Processo Especial de Revitalização (PER) introduzido na redação do CIRE pelo Artigo 3º da Lei nº 16/2012, de 20 de abril, permite ao devedor apresentar um processo judicial de recuperação da empresa, antes de ser apresentado ou requerida a ação de insolvência, ou seja

uma situação “pre-insolvencial”. De igual forma, também em 2012 foi criado, como alternativa ao PER, o Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial (SIREVE), instituído pelo Decreto-Lei n.º 178/2012, de 3 de Agosto, que constituída um programa alternativo de recuperação de empresas em dificuldades, gerido pelo IAPMEI, I.P.-Agência para a Competitividade e Inovação, I.P., que, ao contrário do PER, permite o acesso a empresas em insolvência, desde que a mesma não tenha sido apresentada pelo devedor.

Quadro 4: Evolução das ações de insolvência em Portugal (2003-2014)

Quadro síntese da evolução da ocorrência de situações de Insolvência, sendo visível o impacto da crise. Particularmente, destaca-se o impacto das alterações legais de 2012, visíveis no aumento das situações de plano de insolvência. Estão incluídos nestes dados todos os operadores económicos, incluindo os empresários em nome individual.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Insolvência declarada</i>	1404	1 117	1 172	814	560	841	1251	1805	2093	2312	2726	2325
<i>Insolvência requerida</i>	1404	182	671	1 047	596	979	1646	1739	2075	3004	2423	2251
<i>Apresentada à Insolvência</i>	107	21	191	518	918	1362	1467	1469	1785	2241	2787	2053
<i>Plano de Insolvência</i>	220	66	19	25	49	85	86	131	124	206	195	144
Total	2980	1 386	2 053	2 404	2123	3267	4450	5144	5953	7763	8131	6773

Fonte: Elaboração própria; dados provenientes Estudo sobre Falências em Portugal da COFACE-MOPE e dos relatórios anuais “Observatório de Insolvências, Novas Constituições e Créditos Vencidos” IGNIOS - Gestão Integrada de Risco, S.A

O maior crescimento assinalável foi na apresentada a insolvência pela própria empresa, para tentarem obter um plano de insolvência ou para os acionistas (sócios) /gestores limitarem as suas responsabilidades, com um acréscimo expressivo ao longo dos anos, passando das 21 entidades no ano de 2004 para as 1 469 em 2010.

A insolvência requerida por terceiros, ou seja, instituições financeiras ou fornecedores, por vezes, como forma de pressionar o pagamento de dívidas, apresenta valores semelhantes com a situação anterior, aumentando até 1646 em 2010.

Também os planos de insolvência e recuperação de empresas aumentaram, no ano de 2010 são o dobro das empresas que apresentavam em 2004.

Por fim, no que se refere às ações de declarada a insolvência pelo tribunal, houve um decréscimo para metade, de 2004 para 2007, mas nos seguintes alcançaram um aumento significativo, tendo finalizado 2010 com valores aproximadamente de três vezes superiores aos de 2007. Conforme se pode verificar, o total de ações/decisões de insolvência em Portugal tiveram um aumento significativo nos últimos três anos (2008, 2009 e 2010), aumentando aproximadamente em cerca de 1 000 ações de insolvência ao ano.

Esta preocupação do legislador em criar mecanismos de recuperação e revitalização deve-se à crescente liquidação de empresas, por via de processos de insolvência. Segundo dados da Ignios - Gestão Integrada de Risco, S.A a ocorrência de situações de insolvência no tecido empresarial português aumentou entre 2003 e 2013, gradualmente, cerca de 7,2% ao ano, sendo o ano 2013 o pico desta tendência, que teve a maior taxa de variação homóloga em 2012 com uma variação de 27,7%. Entre 2007 e 2014, 43 704 (ver **Quadro 4**) agentes económicos estiveram em situação de insolvência, sendo em grande maioria PME.

A evolução da incidência da insolvência em Portugal, observada no **Quadro 4**, retrata também o período da crise, sendo a insolvência (falência) uma das faces mais visíveis, com aumento progressivo em todo o período, com especial incidência a partir de 2011. O decréscimo verificado em 2014, em parte é justificado pela situação de anomalia informática do sistema informático do Ministério da Justiça (CITIUS), que esteve inoperável no mês de setembro de 2014, e com mau funcionamento até ao final do ano em questão. No entanto essa situação não justifica a totalidade da quebra, assumindo-se também um decréscimo real das ações de insolvência.

Segundo a OCDE (2014), a crise financeira internacional e o ajustamento na estrutura de capitais das instituições financeiras, ao encontro das exigências do acordo Basileia III, provocaram ainda mais restrições e piores condições de financiamento para as PME. A restrição de crédito, provocada pelas condições descritas anteriormente, é maior para PME e com taxas de juro mais elevadas do que para grandes empresas. Esta situação contribuiu para o alargamento dos prazos de pagamento, para o aumento da taxa de incidência de situações de insolvência, tal como referido anteriormente no caso português, e para o agravamento da quebra da FBCF nas PME, como ilustrado no **Quadro 5**.

Quadro 5: Evolução da FBCF nas PME Portuguesas (2004-2014)

Estão contidas no universo empresarial descrito as empresas públicas com atividades mercantis. Os valores apresentados incluem as secções A a S da CAE Rev.3, com exceção da secção O. Foram incluídos os empresários em nome individual e os trabalhadores independentes. Taxa de variação anual da FBCF; valores em percentagem.

Anos	Total PME	Micros	Pequenas	Médias
2004	0	0	0	0
2005	14	3,9	31,5	12,8
2006	11,7	21,6	21,1	-4,6
2007	11,3	12,4	2,6	18,4
2008	-1,3	4,2	-0,1	-8,4
2009	-10,5	-13	-17,3	-1,1
2010	-15,1	2,2	-17,1	-32,9
2011	-19,5	-33,3	-8,6	-6,4
2012	-34	-25,2	-38,8	-40,3
2013	9,6	12	-3,3	17,9
2014	16,3	22,7	28,5	-2,2

Fonte: Elaboração própria; dados do Pordata (PORDATA, s.d.-b)

De acordo com Mac an Bhaird (2013) a redução do financiamento bancário às PME, no período posterior à crise, deve-se tanto a uma questão de procura como a oferta. Os bancos estão menos propensos a financiar PME e cobram taxas mais altas, e as PME racionaram a procura de crédito, promovendo o seu investimento com maior recurso a capitais próprios. Quando esses capitais não se encontravam disponíveis, o investimento (FBCF) era impossível de realizar.

Matias, Baptista, e Salsa (2015) realizaram um estudo sobre PME portuguesas concluíram que a dimensão da empresa se relaciona positivamente com a dívida, o que tem contribuído para que a maior parte das empresas não consigam financiar o investimento necessário para garantir o crescimento proporcionado pelas oportunidades de crescimento em carteira.

Sendo o tecido empresarial português composto por PME, que não obtêm o financiamento necessário para investir no seu desenvolvimento, o crescimento dessas empresas é diminuto e impossibilita o crescimento do país.

3. O impacto do incumprimento da dívida bancária na insolvência empresarial

A crescente incidência do incumprimento das obrigações para com os credores por parte dos operadores económicos portugueses, especialmente no que diz respeito ao incumprimento no crédito bancário, tornou-se, desde 2011, um dos principais problemas da economia portuguesa. A evolução deste fenómeno caracteriza uma economia em *financial distress*, em que as empresas entram em situações de incumprimento, por se ter quebrado o modelo de financiamento do seu ciclo de exploração, frequentemente dependente de crédito de curto prazo renovável. Neste cenário, a distância entre as dificuldades financeiras (*financial distress*) e a insolvência, no seu conceito jurídico, estreita-se. Por outro lado, o crescimento do volume de crédito vencido tem um *feed-back* sobre a solvabilidade do sistema bancário, o que por sua vez o impede de financiar a economia ao ritmo desejável.

Neste capítulo foi analisada a matéria de facto das temáticas centrais do estudo realizado, insolvência, crédito vencido e a associação/relação entre as duas dimensões.

3.1. A insustentabilidade do crescimento do crédito vencido

O acumular de *stock* de crédito vencido nos balanços dos bancos impossibilita o financiamento da economia nos níveis necessários. A terminologia anglo-saxónica para o incumprimento bancário, tal como definida pelo FMI (2006) “*Nonperforming loans*”, ao contrário das designações de crédito vencido ou incumprimento bancário que associam a definição apenas à situação do devedor, ilustra a realidade completa da temática. As operações de crédito constituem ativos bancários e se os mesmos não têm a performance de realização inicialmente prevista (e contratualizada), a banca incorre em imparidades no seu ativo. Esta imparidade reflete o custo de oportunidade do capital investido na operação, não só para o banco que realizou a operação, como também para a economia, pois o capital alocado à operação mal sucedida não pode gerar valor acrescentado nem ser alocado a outra operação.

A evolução do nível de incumprimento bancário na economia portuguesa transmite uma situação insustentável, caracterizada por um ciclo vicioso. O crescimento do rácio de crédito vencido de cerca de 2% em 2003, para 14,3% em 2014 (dados do BdP, relativos a créditos concedidos a SNF), associado às restrições externas no volume de crédito disponível, impossibilitam a banca de financiar a economia, que já denotava antes deste fenómeno taxas de

investimento diminutas. O conjugar de todos estes factos potenciam o efeito individual de cada um deles, e provocam cada vez mais danos no cenário macroeconómico do país. É uma situação insustentável, que carece de resolução célere e eficaz.

Segundo as indicações do Banco de Portugal (2014), que definem os critérios de referência para o reconhecimento de imparidades e as respetivas divulgações obrigatórias, para o setor financeiro, considera-se uma operação de crédito em incumprimento quando esta se encontra na seguinte situação:

“• *Crédito com prestações de capital ou juros vencidos há mais de 90 dias; ou*

• *Crédito com prestações de capital ou juros vencidos há menos de 90 dias, mas sobre o qual existam evidências que justifiquem a sua classificação como crédito em risco, designadamente a falência, liquidação do devedor, entre outros.*” (Banco de Portugal, 2014)

Acrescentando também que a totalidade da carteira de operações tituladas pelo devedor em situação de incumprimento deve ser analisada pelo seguinte critério:

“*Toda a exposição do devedor deve ser considerada em incumprimento, sempre que as exposições vencidas há mais de 90 dias excedam 20% do total da exposição do devedor, salvaguardando outros critérios que a instituição considere serem representativos de incumprimento.*

A renovação, refinanciamento, renegociação ou reestruturação de uma operação de crédito não deverá interromper a contagem do número de dias em atraso, exceto no caso de o devedor liquidar os juros vencidos sem recorrer a novo financiamento para esse propósito, direta ou indiretamente.” (Banco de Portugal, 2014)

A tendência de crescimento registada no volume de crédito vencido induziu associação do rácio de crédito vencido a um indicador *proxy* da solidez do sistema bancário (Pereira, Ramalho, e Silva, 2015). Na análise patente no presente estudo, o rácio de crédito vencido é definido pela proporção de crédito em incumprimento no total do crédito concedido, tal como nos estudos de Louzis, Vouldis, e Metaxas (2012), Espinoza e Prasad (2010) e Park (2012).

Pereira et al. (2015) efetuaram um estudo que tinha como objetivo identificar os fatores determinantes do rácio de crédito vencido nos países da OCDE, tendo obtido conclusões de que

os fatores mais relevantes para explicar a evolução do nível de crédito vencido são essencialmente macroeconómicos. Maiores crescimentos reais do PIB e de taxa de inflação traduzem-se em níveis de incumprimento inferiores, enquanto que a subida da taxa de desemprego induz rácios de incumprimento superiores. As características internas dos bancos também são relevantes no nível de incumprimento, bancos com melhor gestão, maior dimensão, e rácios de liquidez mais altos denotam níveis de incumprimento menores nos créditos concedidos (Pereira et al., 2015).

Saba, Kouser, Azeem, e outros (2012) realizaram um estudo, com amostra de bancos dos EUA do período compreendido entre 1980 e 2010, e concluíram, tal como (Pereira et al., 2015), são, essencialmente, a taxa de crescimento real do PIB e o PIB per-capita os principais determinantes do rácio de crédito vencido.

Louzis et al. (2012) realizaram um estudo semelhante, relativamente ao sistema financeiro grego, tendo efetuado uma análise discriminando a natureza do crédito por habitação, consumo e empresarial, concluíram que os determinantes do crédito vencido são o crescimento do PIB e a qualidade de gestão, independentemente do tipo de crédito.

Espinoza e Prasad (2010), para além de níveis de crescimento económico reduzido, concluíram que cenários de maior aversão ao risco induzem níveis de crédito vencido mais elevados.

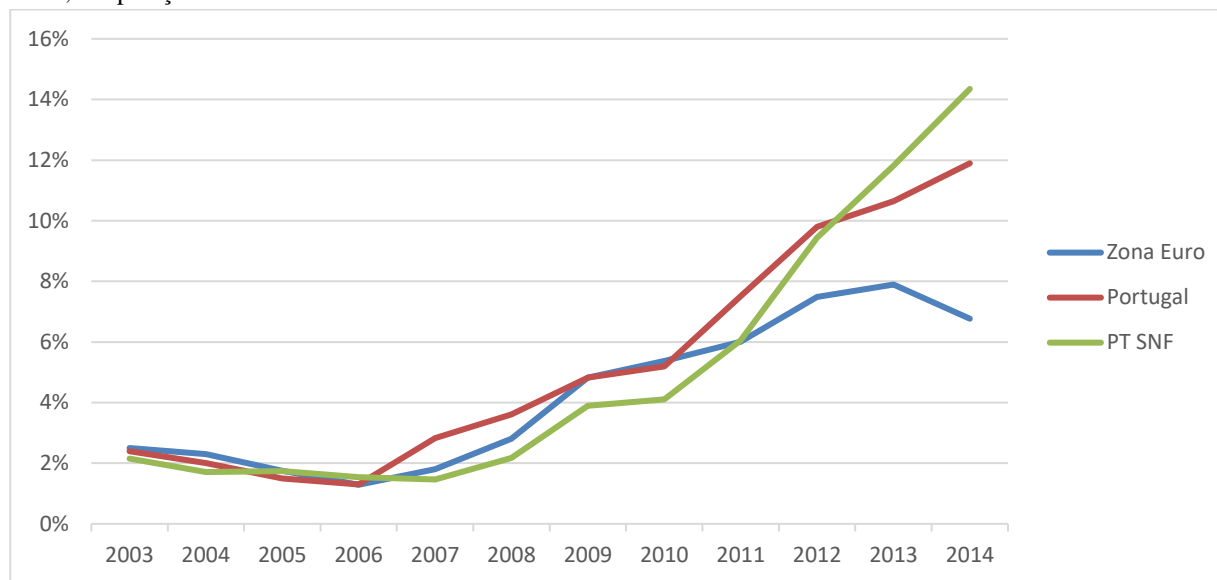
Park (2012) aprofundou mais a temática da influência que a gestão e a estratégia dos bancos podem ter no nível de incumprimento bancário, concluindo, que por intermediação da taxa de crescimento económico, a corrupção e a distorção do comportamento (racional) na afetação do crédito à economia potenciam o crescimento do nível de incumprimento bancário. Segundo Park (2012) a corrupção distorce o processo de seleção de investimentos a financiar, o que provoca que os recursos disponíveis sejam alocados a investimentos de retorno duvidoso.

O problema da tendência de crescimento do volume de crédito vencido não é endógeno da economia portuguesa, tal como ilustra o **Gráfico 9**, a tendência de crescimento no incumprimento bancário está patente em toda a Zona Euro, no entanto é visível que a aceleração da tendência aumentou, a partir de 2010/2011, em Portugal, em relação ao sucedido na Zona Euro.

Gráfico 9: Evolução do rácio de crédito vencido- Zona Euro e Portugal (2003-2014)

Análise comparativa entre a evolução do RCV na Zona Euro e Portugal, sendo evidenciado em Portugal o indicador para as SNF. Dados referentes às séries Zona Euro e Portugal com origem no Banco Mundial, enquanto que os dados da série SNF são provenientes da base de dados de estatística do BdP.

RCV para SNF calculado pelo peso percentual do crédito vencido (+90dias) sobre o total do crédito concedido em *stock*, em posições de final de ano.



Fonte: Elaboração própria; dados do Banco Mundial “*Bank nonperforming loans to total gross loans (%) / Data*”(The Word Bank, s.d.-a) e BdP Instrumento “Créditos e equiparados, do qual: Créditos vencidos”(Banco de Portugal, s.d.)

O nível de incumprimento registado, tanto em Portugal como na Zona Euro, no período entre 2003 e 2006, era relativamente baixo e com tendência decrescente. O rácio de crédito vencido flutuava abaixo dos 2%. A partir do ano 2007 a tendência inverteu-se, de uma forma mais pronunciada em Portugal do que na Zona Euro, no entanto a comparação com o mesmo indicador, de Portugal, mas apenas ao nível de incumprimento bancários das SNF, verificasse que a inversão da tendência se situa apenas em 2008, o que indicia que inicialmente a subida do rácio global de crédito vencido em Portugal (particulares e SNF) se deveu ao aumento do incumprimento dos particulares.

Entre 2008 e 2010 o rácio de crédito vencido, nos três grupos em comparação, cresceu continuamente, com as SNF a denotarem um trajeto paralelo, inferior, à tendência da Zona Euro, e o rácio da globalidade dos empréstimos concedidos em Portugal a evoluir com uma trajetória mais retilínea.

No ano de 2010 o incumprimento bancário em Portugal e na zona Euro era de 5%, enquanto que o valor do mesmo indicador nas SNF portuguesas era 1% inferior. A taxa de penetração do

incumprimento bancário, representada pelo rácio de crédito vencido até esta data situava-se a níveis altos, comparativamente a 2003, mas que, devido à existência de uma crise financeira internacional, seriam minimamente aceitáveis. A verdadeira face da problemática está patenteada na sequência da evolução, com particular incidência em Portugal, já que, embora não tenha divergido na tendência (na zona euro o incumprimento cresceu até 2013), divergiu na velocidade de crescimento do indicador.

A evolução dos rácios de empréstimos concedidos em função do PIB (ver **Gráfico 8**) e do incumprimento em Portugal a partir de 2011 indiciam uma associação entre os dois indicadores. A redução em maior escala do crédito disponível potenciou o aumento incumprimento bancário.

Em 2011 o rácio de crédito vencido global em Portugal era quatro vezes superior ao valor do mesmo indicador em 2003, sendo no caso das SNF apenas três vezes superior. A partir de 2011 a velocidade de crescimento do indicador global diminuiu, mas a situação das SNF continuou a crescer à mesma velocidade até 2014, situando-se nessa data em valores superiores a 14%, uma taxa de incumprimento sete vezes superior à registada em 2003.

O início da tendência de crescimento do crédito vencido (2007/2008) é coerente com a fase de eclosão da crise financeira internacional e comum a toda a Zona Euro. A segunda fase de crescimento com maior aceleração em Portugal, é contemporânea da crise das dívidas soberanas de alguns membros da Zona Euro, entre os quais Portugal. As pressões internacionais, a recessão económica e as restrições no acesso ao crédito favoreceram o crescimento do incumprimento bancário em Portugal, com particular incidência nas SNF.

As evidências encontradas por Pereira et al. (2015), Louzis et al. (2012), Espinoza e Prasad (2010) e Saba et al. (2012) de que fraco crescimento económico induz aumento do crédito vencido são relevantes na evolução, em Portugal, no indicador entre 2009 e 2014, no entanto no período de 2003 a 2006, que em Portugal foi considerado um período de estagnação económica (Teixeira, 2017), esse efeito não se revela de particular capacidade determinante.

De uma forma empírica, estes dados indiciam que, no caso português e no período em análise, as variáveis macroeconómicas não sejam, por si só, determinantes unívocos da evolução do rácio de crédito vencido. As teorias de que a liquidez no sistema bancário, que condiciona o nível de crédito disponível (Pereira et al., 2015; Saba et al., 2012), e a qualidade de gestão nas instituições financeiras (Park, 2012; Pereira et al., 2015) podem ter efeito determinante na

evolução do incumprimento bancário, conjugadas ou não com os fatores macroeconómicos, podem ser a chave para o entendimento da evolução do rácio de crédito vencido em Portugal.

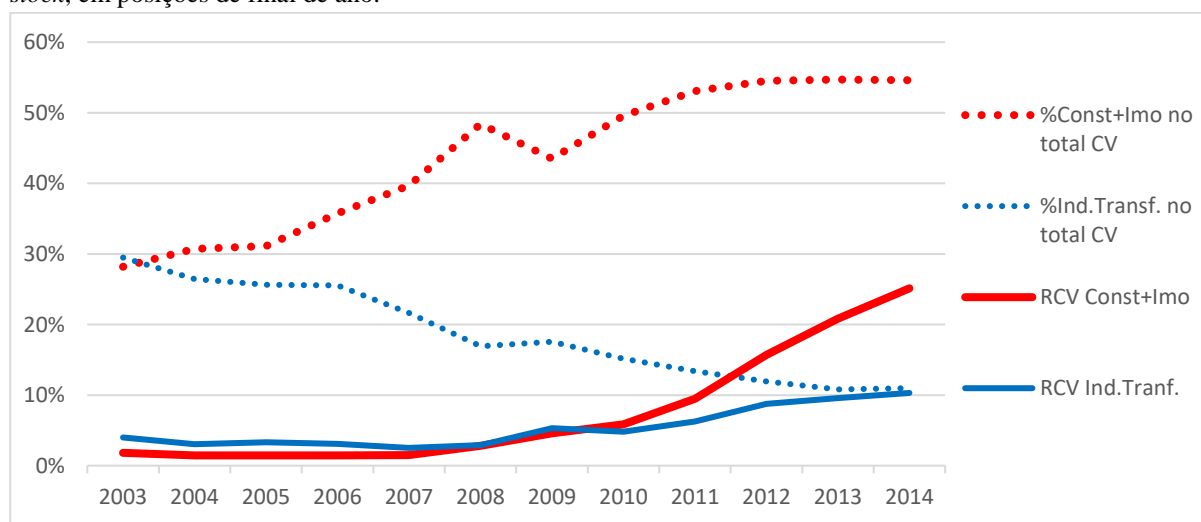
A literatura não é consensual relativamente à causa da alteração da distribuição do crédito a SNF em termos setoriais. Reis (2014) refere que a concentração de crédito no setor da construção e do imobiliário se deve ao desinvestimento das empresas industriais, enquanto que Teixeira (2017) explica esta alteração por via de uma escolha estratégica do sector financeiro.

A concentração do crédito concedido no setor da construção e do imobiliário é paralela a uma, também, concentração do crédito vencido nos mesmos setores. A análise comparativa da evolução do peso relativo no total do crédito em incumprimento e do rácio de crédito vencido, englobando dois grupos, a construção e imobiliário e a indústria transformadora, ilustrada no **Gráfico 10**, permite observar um comportamento completamente divergente entre os dois grupos no peso relativo no total de crédito em incumprimento, sendo que na evolução do rácio de crédito vencido os dois grupos demonstram tendência semelhante até 2010, crescendo em ambos os casos a partir desse período, mas com maior incidência nos setores da construção e do imobiliário.

Gráfico 10: RCV e concentração setorial do crédito vencido

Dados relativos ao peso do crédito vencido nos setores da construção/imobiliário e indústria transformadora no total do crédito vencido, comparando-os com o RCV nos dois grupos, de forma a mitigar a fonte da evolução: incidência ou efeito volume.

RCV para SNF calculado pelo peso percentual do crédito vencido (+90dias) sobre o total do crédito concedido em *stock*, em posições de final de ano.



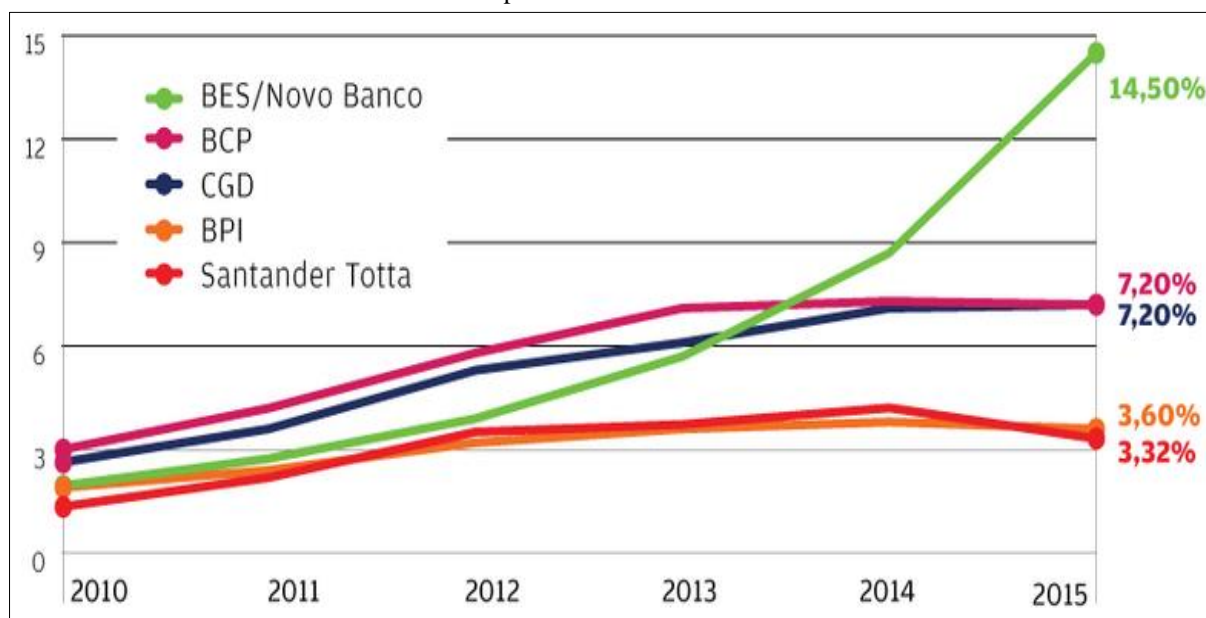
Fonte: Elaboração própria; dados do sítio de estatísticas *online* do BdP: Instrumento “Créditos e equiparados, do qual: Créditos vencidos”(Banco de Portugal, s.d.)

Em 2003, em conjunto, os setores da construção e do imobiliário concentravam 28% do total do crédito em incumprimento, com um rácio de crédito vencido de 3,9%, enquanto que a indústria transformadora representava 29% do incumprimento bancário com rácio de crédito vencido de 3,98%. A evolução divergente do peso relativo no total do incumprimento bancário nos dois grupos, entre 2003 e 2010, indústria transformadora em 2010 15% e construção e imobiliário 50%, é explicada pela mesma força de incidência, sobre volumes de crédito diferentes. No entanto, a maior tendência de crescimento do rácio de crédito vencido na construção e no imobiliário, que ultrapassa os 25%, e que representa cerca de 54% do total do incumprimento, podem induzir uma associação, de que a gravidade do incumprimento em Portugal, se deve à gravidade do incumprimento nestes dois setores. O crédito vencido deste grupo representa em 2014 cerca de 8% do total do crédito concedido às SNF, em *stock* no balanço dos bancos portugueses.

A distribuição do crédito vencido em função das diferentes instituições bancárias também não é homogénea, tal como demonstrado pelo **Gráfico 11**.

Gráfico 11: Distribuição do CV por instituição bancária

Evolução comparativa dos valores do rácio do crédito vencido dos maiores bancos a operar em Portugal. Considerado como CV o crédito com atraso superior a 90 dias.



Fonte: Adaptado de Jornal de Negócios (2016)

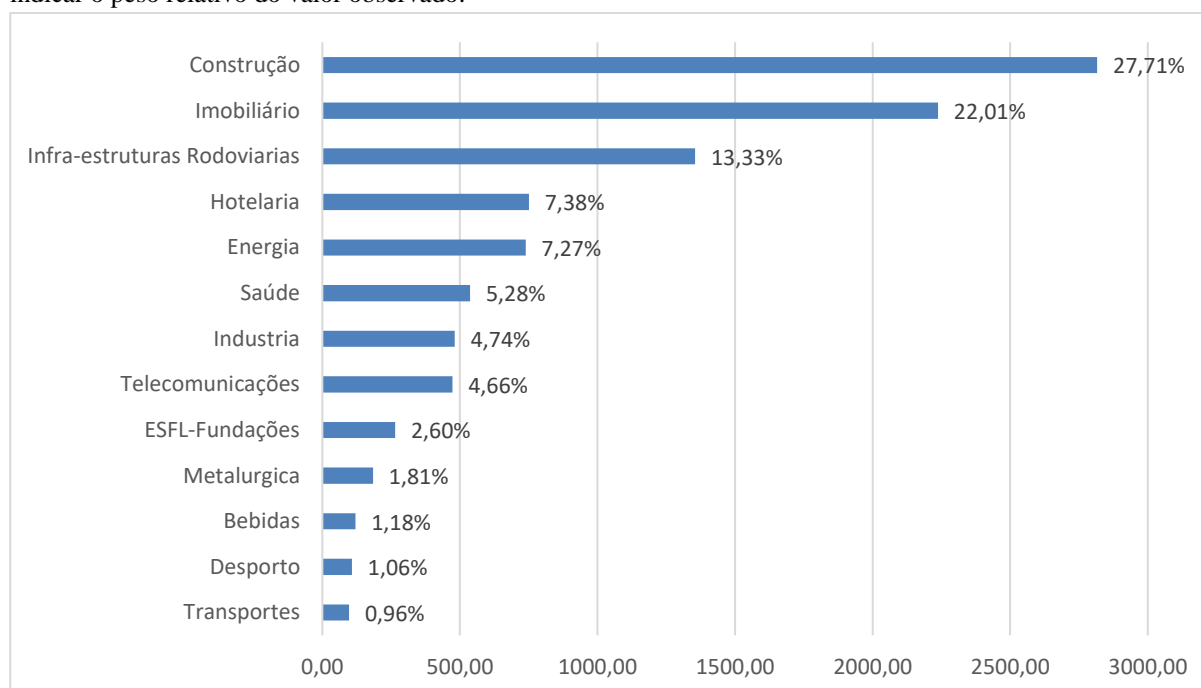
O BES/NB tinha uma taxa de incumprimento bancário nos créditos concedidos em 2010 de 1,95%, que evoluiu para 14,5% em 2015, enquanto que a CGD e o BCP, que se seguem na lista

dos bancos com maior incidência de incumprimento dos seus devedores, registam ambos valores de 7,2%. O BPI e o Santander Tota têm uma incidência de crédito vencido menor, 3,6% e 3,32% respetivamente (Jornal de Negócios, 2016).

Estes dados reforçam as evidências empíricas de que a definição da estratégia de crédito, como ato de gestão, influenciou a evolução do rácio de crédito vencido no caso português. O BES/NB favoreceu o setor da construção e do imobiliário na sua política de crédito, representando este setor 50% do valor nominal de crédito dos 50 maiores devedores desta instituição a 31-12-2012 (Expresso, 2015), tendo este setor registado uma maior incidência de CV, a instituição foi mais exposta ao incumprimento bancário.

Gráfico 12: Distribuição setorial do crédito no BES

A distribuição setorial do crédito concedido aos 50 maiores devedores do BES a 31-12-2012 evidencia forte concentração nos setores da construção e do imobiliário. Valores em milhões de euros, com rótulo de colunas a indicar o peso relativo do valor observado.



Fonte: Adaptado de (Jornal de Negócios, 2016)

A qualidade da gestão do BES foi colocada em causa, quer pelos factos que a crise na instituição tornou públicos, quer por avaliações externas realizadas (Dinheiro Vivo, 2015), o que vai de encontro às conclusões de Park (2012), relativamente ao que efeito determinante que a distorção da racionalidade económica provoca, no momento da afetação do capital, no nível de incumprimento bancário.

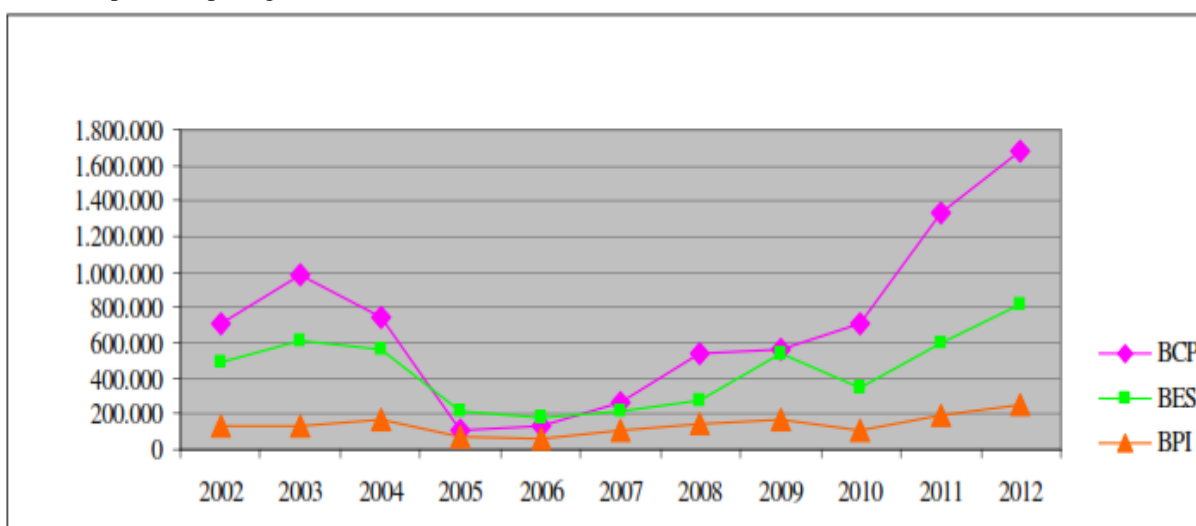
Para além da concentração setorial a instituição concentrava sua operação de crédito no setor empresarial do grupo (GES) e em grupos com relacionamento privilegiado com o banco, quer por existência de operações conjuntas do GES com esses grupos, quer pelo relacionamento pessoal entre os detentores do capital desses grupos e os proprietários do banco. Os empréstimos concedidos a empresas pertencentes ou em que o GES tinha uma posição relevante, representavam cerca de 16% do montante dos 50 maiores devedores a 31-12-2012 (ver **Quadro 9**, do **Capítulo 5**),

A evolução rácio de crédito vencido demonstra a degradação de qualidade do ativo bancário em Portugal. As imparidades registadas pela banca, entre 2008 e 2014, ascenderam a 48 MM Euros (Neves, 2016), que comparadas com o somatório do *stock* de crédito vencido em posição de final de ano, do mesmo período, de 52 MM euros (somente nas SNF), revelam um possível hiato entre a imparidade registada e a real.

O **Gráfico 13** ilustra a evolução dos montantes registados em imparidades nos três maiores bancos privados portugueses, no intervalo de tempo compreendido nos dados expostos (2002-2012).

Gráfico 13: Imparidade do crédito líquida de reversões e recuperações

Evolução do valor registado em imparidades, líquido de reversões e recuperações, nas três maiores entidades bancárias privadas portuguesas entre 2002 e 2012. Valores em euros.



Fonte: Adaptado de Maia (2014)

Os valores registados em imparidades, entre 2002 e 2012, no balanço dos três maiores bancos privados portugueses (BCP, BES e BPI), revelam ajustamento à tendência verificada no RCV, principalmente o BCP, decréscimo até 2006 e inversão dessa tendência a partir desse ano. No

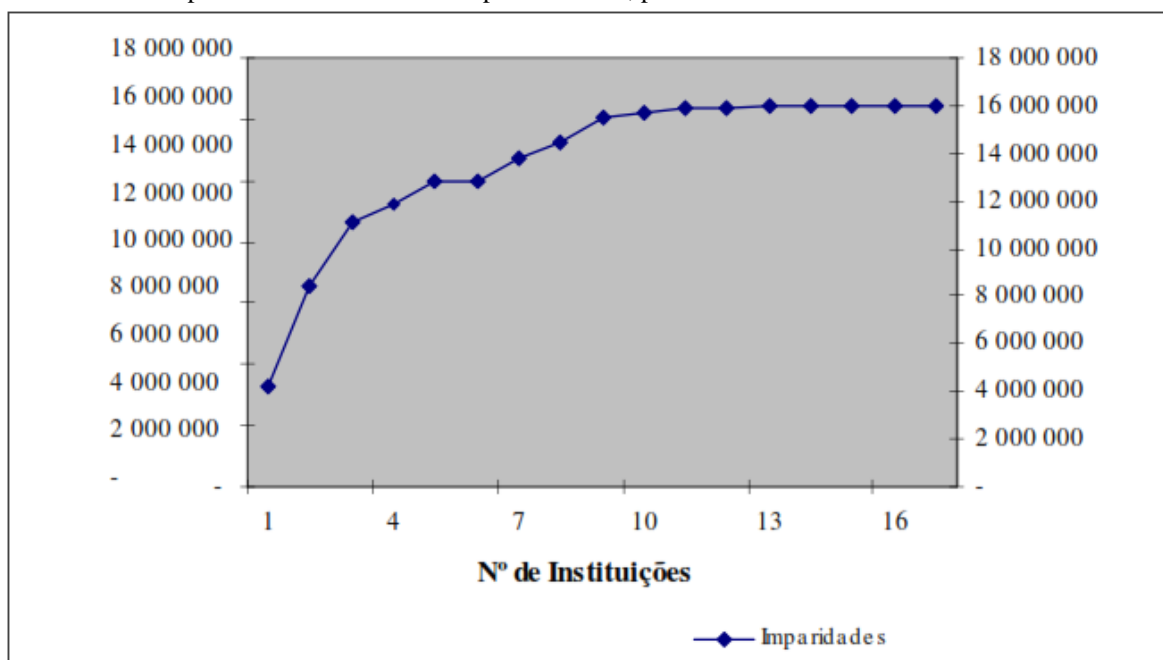
entanto a subida das imparidades registadas aparenta preceder os episódios de crise e acompanhar a ocorrência desses episódios (subida no BCP 2006/2007e no BES 2011/2012).

A crescente desconfiança em torno das instituições financeiras após a crise financeira internacional provocou um maior escrutínio dos seus ativos, o que obrigou as entidades a reconhecer as imparidades nas suas carteiras de operações.

O ano de 2012 foi o primeiro período completo do PAEF, que obrigou a uma avaliação completa ao sistema financeiro português. O **Gráfico 14** ilustra a concentração das imparidades reconhecidas nos principais bancos. O valor acumulado de imparidades, em que as entidades estão dispostas no eixo das abcissas por dimensão, revela uma concentração de 75% das imparidades nas cinco maiores instituições bancárias nacionais.

Gráfico 14: Total de imparidades em crédito 2012

Composição do valor acumulado de imparidades por entidade bancária no ano de 2012, em Portugal, em que as entidades estão dispostas no eixo das abcissas por dimensão, por ordem decrescente.



Fonte: Adaptado de Maia (2014)

Embora esse facto seja relevante e passível de estudo mais aprofundado, o objetivo deste trabalho é aferir e mitigar de que forma é que as dificuldades financeiras de que as empresas sofrem são refletidas pela evolução do rácio de crédito vencido, e dessa forma poder avaliar se as duas realidades são coerentes.

3.1.1. Desagregação setorial do crédito vencido

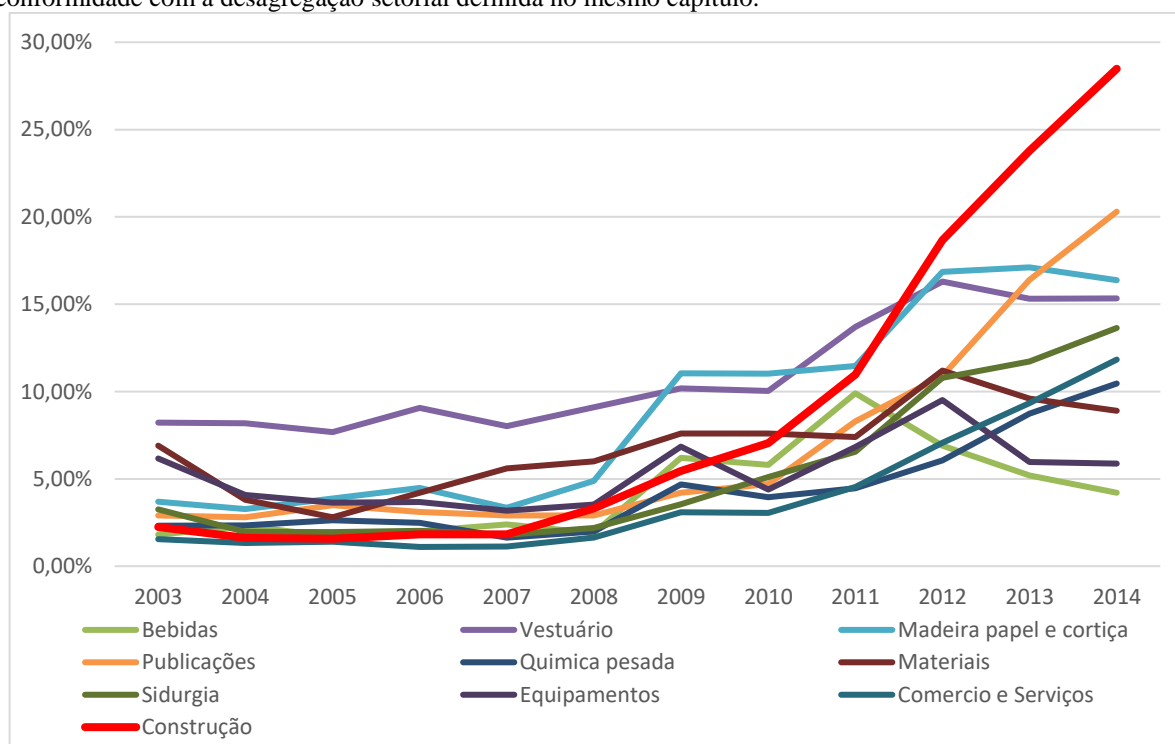
A evolução agregada do RCV, ilustrada no **Gráfico 9** pela série SNF, demonstra a tendência global do total das empresas, no entanto é esperado que as características intrínsecas sectoriais promovam comportamentos diferentes no incumprimento bancário, quer em termos de escala, quer termos de *timing* da ocorrência.

A evolução setorial do indicador, ilustrada no **Gráfico 15**, em que, por coerência, os sectores definidos correspondem aos grupos formados na estimação do indicador de insolvência financeira, evidenciam um comportamento quase uniforme até 2008, embora com uma amplitude de valores de cerca de 7%, tendo evidenciado divergência setorial a partir desse ano.

Gráfico 15: Comparação setorial dos resultados verificados do indicador de RCV

Ilustração da evolução do RCV, no período em estudo (2003-2014). Valores em percentagem em ordenada, ano da observação em abcissa.

Rácio de crédito vencido calculado através dos dados e forma de cálculo referida no capítulo 4 deste estudo, em conformidade com a desagregação setorial definida no mesmo capítulo.



Fonte: Elaboração própria; dados do sítio de estatísticas *online* BdP Instrumento “Créditos e equiparados, do qual: Créditos vencidos”(Banco de Portugal, s.d.)

Até 2008, excluindo o setor dos materiais que subiu no incumprimento a partir de 2005, o comportamento de manutenção dos níveis de incumprimento anteriores foi generalizado, embora a problemática do incumprimento no setor do vestuário tivesse uma escala maior, cerca de 5 % acima da média.

No ano de 2009, é visível um crescimento no incumprimento comum a todos os setores, seguido de uma redução no indicador, na maior parte dos setores, em 2010.

A tendência entre 2010 e 2011 foi mista. Enquanto alguns setores mantiveram os níveis de incumprimento, outros registaram um crescimento no indicador, no entanto 2012 foi novamente um ano de subida generalizada no incumprimento bancário.

Os últimos dois anos em estudo, 2013 e 2014, tal como em 2010 e 2011, são de tendência mista, sendo registado uma diminuição no nível de incumprimento de alguns setores, enquanto que em outros, com maior evidencia no setor da construção que regista valores de RCV em 2014 de cerca de 29%, o crescimento foi contínuo e acentuado.

3.2. Um conceito operacional de insolvência

A ocorrência de *financial distress* nas empresas é uma evento natural, fruto dos desajustamentos entre a velocidade de realização dos seus ativos e do vencimento das obrigações assumidas, o que torna a previsibilidade da ocorrência um elemento essencial para a minimização dos seus efeitos, principalmente os custos associados a uma situação de dificuldades financeiras.

A situação de insolvência financeira de uma empresa é uma condição natural, derivado ao facto de não ser uma entidade estática, com um ciclo de vida heterogéneo, sujeita a situações, pontuais ou permanentes, de dificuldades no cumprimento das suas obrigações.

A terminologia insolvência tem sido alvo de uma crescente aproximação e associação, induzida pela legislação portuguesa, ao conceito jurídico de falência. Uma situação *default*, envolve a violação do contratado entre o devedor e o credor, podendo originar uma execução judicial da dívida.

A falência ou *bankruptcy*, que é normalmente caracterizada por capitais próprios negativos. O termo falência deve traduzir uma situação crónica, em que por exemplo como uma situação patrimonial negativa, sendo que a sua declaração judicial é acompanhada de um processo para liquidação do património.

Na legislação portuguesa a caracterização de situação de insolvência está descrita no n.º 1 do Art.º 3.º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas:

-É considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas. (Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, 2012)

O Art.º 1º do mesmo diploma legal caracteriza o processo de insolvência e as consequências jurídico-legais dessa situação:

- O processo de insolvência é um processo de execução universal que tem como finalidade a liquidação do património de um devedor insolvente e a repartição do produto obtido pelos credores, ou a satisfação destes pela forma prevista num Plano de insolvência, que nomeadamente se baseie na recuperação da empresa compreendida na massa insolvente

A definição do conceito de insolvência descrito evidencia a situação de incumprimento já sucedido e em que foi interposta uma ação em tribunal, por parte da sociedade insolvente ou por outra qualquer entidade, credora da sociedade visada. Contudo, a dimensão do termo genérico insolvência que o presente estudo pretende investigar ultrapassa o critério legal observado.

Um conceito operacional de insolvência para a investigação sobre a probabilidade de insolvência financeira é caracterizado na literatura pelo termo *financial distress*, que se traduz pela incapacidade de cumprir com as obrigações quando devidas. Esta dimensão de insolvência, incluída no estudo realizado, vai ao encontro do referido por Altman (1984), que evidenciou a necessidade de se recorrer a uma definição para dificuldades financeiras, independentemente das consequências dessas circunstâncias em termos legais, já que Altman (1968), tal como Ohlson (1980), utilizavam o conceito jurídico na classificação das sociedades como insolventes ou não insolventes nos estudos realizados.

3.3. Um modelo parcimonioso de previsão de insolvência financeira

A pertinência do diagnóstico preventivo da insolvência empresarial motivou o interesse, ao longo dos tempos, de vários investigadores, na realização de estudos, que visavam estimar modelos estatísticos que pudessem prever situações de insolvência, antes da sua ocorrência.

Neste estudo foi adoptado um conceito amplo de insolvência financeira (comparativamente ao mero ao critério jurídico) de acordo com Pindado, Rodrigues, e de la Torre (2008), que desenvolveram um modelo de regressão logística para estimar a probabilidade de ocorrência de *financial distress*, associando o conceito de insolvência ao EBIT, Gastos Financeiros e Resultados Acumulados.

Com apenas estas variáveis estes autores desenvolveram um modelo parcimonioso que impede o enviesamento das previsões, por via do sobre ajustamento potenciado pela utilização de utilização de um grande número de variáveis explicativas na maior parte dos modelos desenvolvidos desde o trabalho seminal de Altman (1968) sobre o *Z Score*, para estimar a probabilidade de insolvência financeira.

Neste estudo utilizámos a ocorrência ou não de incidentes financeiros na empresa para dividir em dois grupos a amostra em estudo e construir uma variável dependente binária que tomará o valor de um para as empresas sujeitas a *financial distress* e zero para as restantes.

Introduzindo as variáveis independentes descritas, obtém-se o seguinte modelo:

$$\frac{\text{Prob. Insolvência}}{\text{Prob. não Insolvência}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{RO_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_2 \frac{GF_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{RT_{it}}{AT_{it-1}}$$

As variáveis são indexadas a *i* para cada indivíduo e a *t* para cada ano da amostra. Os coeficientes β_1 , β_2 e β_3 são os valores a serem interpretados, estando β_1 associado à capacidade de a empresa gerar resultados para cobertura dos gastos financeiros, esperando-se que seja negativo. β_2 espera-se que seja positivo já que traduz o risco induzido pelo crescimento dos gastos financeiros (GF). O coeficiente β_3 , associado à capacidade de autofinanciamento da empresa, é esperado que seja negativo, pois Resultados Retidos (Altman, 1968; Altman et al., 1977, Gilbert et al.1990 e Pindado et al., 2008) surgem como uma *proxy* da capacidade de

autofinanciamento, o que indicia um elevado poder predictivo da possibilidade de ocorrência de uma crise financeira.

Keasey, Pindado, e Rodrigues (2015) aplicaram com sucesso este modelo de previsão num estudo internacional sobre os custos do *financial distress* em PME europeias.

A probabilidade de uma empresa entrar numa situação de *financial distress* aparenta estar estreitamente relacionada com a probabilidade da mesma entrar numa situação de incumprimento bancário, pois se a principal fonte de financiamento do tecido empresarial português é o crédito bancário, é expectável que perturbações neste fluxo de fundos tenham consequências desastrosas sobre as finanças da empresa, particularmente se está na eminência de não ser possível cumprir com as obrigações para com os credores. Se os principais credores forem as entidades bancárias, a probabilidade de incumprimento para com os credores será uma consequência próxima da probabilidade de ocorrer o incumprimento no instrumento de crédito bancário.

No mesmo sentido, Rodrigues (1998) refere a pertinência do diagnóstico preventivo da insolvência empresarial como potenciador de uma resposta antecipada à situação de crise, numa fase em que a entidade ainda dispõe de capacidade de resposta, visto que mesmo ocorrências reduzidas de *financial distress* têm impacto na posição financeira da entidade. Todos os *stakeholders* de uma entidade são parte interessada no diagnóstico preventivo da insolvência empresarial. A autor faz uma analogia com a medicina em que os indicadores de desempenho empresarial em que se ocorre a degradação de posição, devem ser encarados como “sintomas” e não “causas” da crise, sendo através desses “sintomas” que todo o processo de diagnóstico preventivo deve ser realizado.

4. Caracterização da Amostra

O presente estudo baseia-se na análise e cruzamento de dados secundários de fontes oficiais. Foram recolhidos dados de duas fontes, a base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos), que contem informação contabilística e financeira individual de empresas, disponível na Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Viseu, e o sítio de estatísticas *online* do BdP. Os dados recolhidos, em ambas as fontes, são referentes ao período entre 2003 e 2014.

Relativamente à amostra recolhida através da SABI, foram recolhidos dados de PME com CAE industrial e do setor da construção. À amostra inicial foram removidas todas as observações relativas a empresas com menos de 6 anos consecutivos de dados. Foram também removidas as observações relativas a empresas com CAE correspondente à indústria tabaqueira e à atividade industrial de joalheria.

A partir da purga efetuada, resultou uma amostra com 10 636 empresas, com mínimo de 6 anos, 12 anos de máximo e 9 anos em média de permanência na amostra, no total de 103 408 observações.

Os dados foram recolhidos foram considerados com desagregação de dois dígitos, em relação ao CAE, sendo depois agrupados nos grupos constantes do Quadro 1.

Quadro 6: Desagregação setorial do estudo

CAE	Grupo	Nº de empresas	Nº de observações
10	Alimentos	1496	14735
11	Bebidas	142	1443
13	Vestuário	2323	23079
16	Madeira Papel e Cortiça	672	6739
18	Publicações	367	3687
20	Química Pesada	582	6000
23	Materiais	719	7136
24	Siderurgia	1650	16642
26	Equipamentos	1527	14945
33	Comercio	1112	8671
41	Construção	46	331
	Total	10636	103408

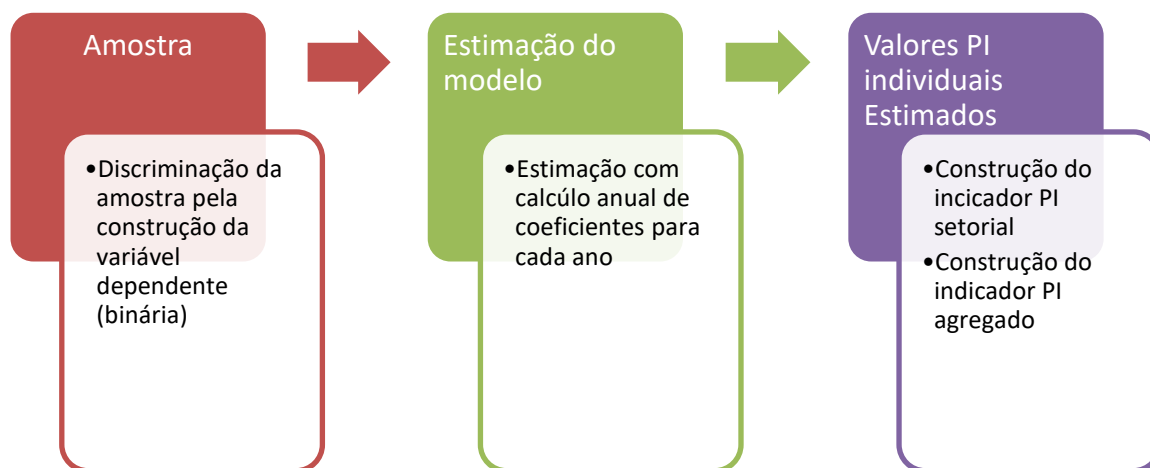
Fonte: Elaboração própria

Em anexo ao presente estudo é apresentado um quadro explicativo da desagregação incluída nos grupos formados.

Aos dados recolhidos foi aplicado o modelo de Pindado et al. (2008) no descrito do ponto 3.3, de forma a ser calculada a probabilidade se ocorrência de *financial distress*, numa base de média setorial, a partir de dados individuais das empresas que compõem os grupos, para cada ano do período em estudo, indicador designado no decorrer deste estudo por PI.

Os valores incorporados no indicador PI, correspondem à média setorial dos valores individuais estimados pelo modelo, para cada ano da amostra. O processo sequencial seguido está esquematizado na **Figura 2**.

Figura 2: Processo de construção do indicador PI



Fonte: Elaboração própria

A análise estatística descritiva dos rácios do modelo aplicado estão ilustradas no **Quadro 7**.

Quadro 7: Estatística descritiva das variáveis do modelo aplicado

Variável	Obs.	Média	Des. Padrão	Min.	Max.
$R1 = \frac{RO_{it}}{AT_{it-1}}$	98883	0,065251	0,1404	-0,5508	0,5222
$R2 = \frac{GF_{it}}{AT_{it-1}}$	91304	0,041288	3,5457	0	1000
$R3 = \frac{RT_{it}}{AT_{it-1}}$	103757	0,166154	0,7563	-152,61	25

Fonte: Elaboração própria

Os dados recolhidos do BdP são referentes ao instrumento “Créditos e equiparados, do qual: Créditos vencidos”, retratando as posições setoriais em final de período, em relação ao total de crédito concedido e o montante de crédito vencido.

Com os dados recolhidos do BdP foi calculado o rácio de crédito vencido (RCV), sendo que os dados referentes ao crédito vencido são referentes a operações com incumprimento mínimo de 90 dias, pela seguinte forma:

$$RCV_{it} = \frac{CV_{it}}{TC_{it}}$$

Em que:

CV= Crédito vencido

TC= Total de crédito concedido

As variáveis foram indexadas a *i* para cada setor e a *t* para cada ano da amostra.

Os dados relativos a este instrumento, têm como fonte a informação prestada pelas instituições bancárias ao BdP, não sendo possível ter uma quantificação do número de empresas, quer com operações de crédito ativo, quer em situação de incumprimento bancário, que contribuem para estes dados, impossibilitando dessa forma a caracterização da dimensão da amostra. No entanto a relevância do caso do BES/NB no cenário de incumprimento (ver **Gráfico 11**) e a concentração das suas operações de crédito, patente no artigo do Expresso (2015), permite-nos caracterizar de forma indireta a amostra. Como ilustrado no **Quadro 9**, as operações de crédito estavam concentradas em grandes empresas. Para além desse facto, os dados constantes do **Gráfico 10** e **Gráfico 12**, indiciam a concentração em termos de volume de crédito e de crédito vencido nos setores da construção e do imobiliário.

De forma a pró executar o objetivo deste estudo, foram comparadas os dois indicadores calculados, RCV e PI, sendo analisada a forma como ambos se comportam, os desvios globais e setoriais, e o poder preditivo de situações de crise.

5. Análise dos resultados

Neste capítulo pretende-se analisar, de forma empírica, a evolução do indicador de probabilidade de insolvência financeira, estimado pelo modelo de Pindado et al. (2008), e do RCV. Testa-se em particular o poder de previsibilidade do indicador de probabilidade de insolvência financeira, sobre a evolução do RCV e o ajustamento entre ambos quer a nível agregado quer, a nível setorial. Espera-se através da análise efetuada identificar também, em termos cronológicos, os eventos que potenciaram a evolução do crédito vencido.

5.1. Agregação setorial dos resultados da aplicação do modelo de Pindado, Rodrigues e de la Torre (2008) à amostra das PME Portuguesas

Os valores calculados para o indicador de probabilidade global de insolvência financeira e do RCV são apresentados no **Quadro 8**.

A análise do poder preditivo do modelo de PI estimando através de resultados setoriais agregados, nunca será decisiva, visto que condições endógenas e específicas de cada setor podem motivar desvios que necessitam de ser analisados.

A análise aos resultados agregados de PI e RCV, permite identificar dois períodos díspares de comportamento. Entre 2004 e 2010 os dados do modelo estimado permitem antecipar a tendência futura do comportamento evidenciado no RCV, enquanto que, a partir desse período, os dois indicadores entram numa fase de ajustamento recíproco, em que evidenciam tendências semelhantes, com linhas quase paralelas, mas no próprio período.

Quadro 8: Síntese dos resultados dos indicadores

Quadro síntese dos valores estimados pelo modelo de PI aplicado (dados fonte SABI), aferidos em linha paralela pelos valores calculados de RCV (dados fonte BdP), para o mesmo binómio ano/grupo setorial
Agrupamento sectorial: 10, Alimentos; 11, Bebidas; 13, Vestuário; 16, Madeira; Papel e Cortiça; 18, Publicações; 20, Química Pesada; 23, Materiais; 24, Siderurgia; 26, Equipamentos; 33, Comercio; 41, Construção

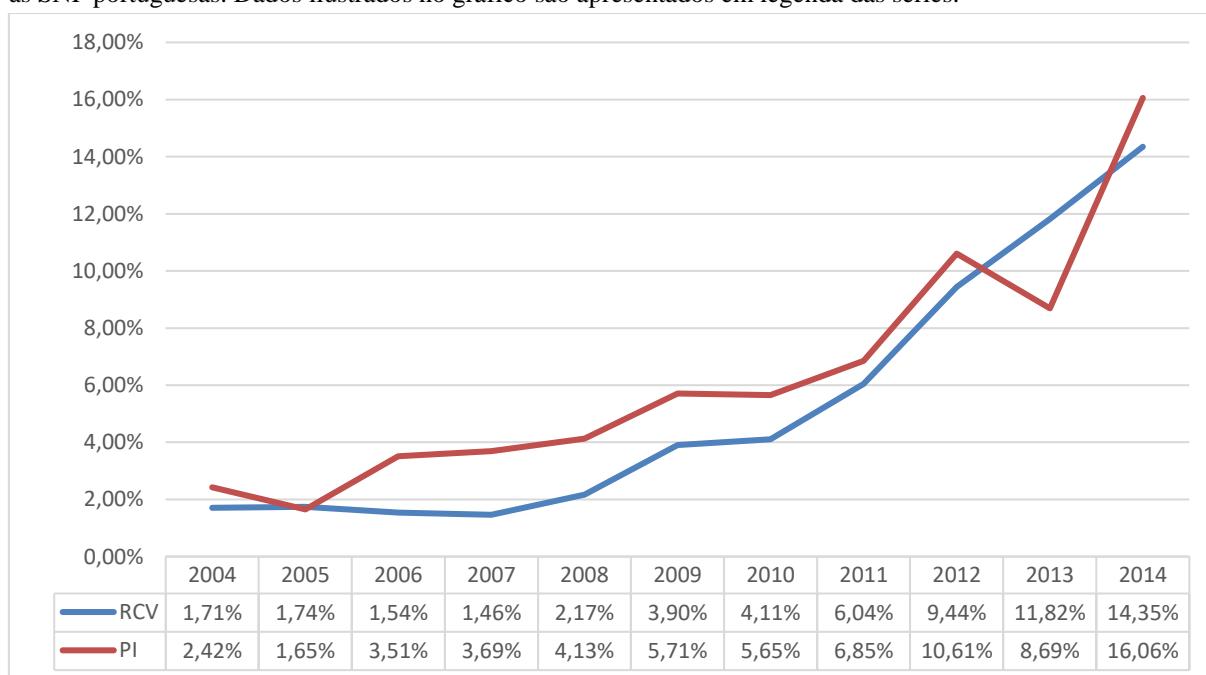
Sector	Fonte	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Alimentos	SABI	0,03	0,02	0,06	0,06	0,06	0,06	0,08	0,10	0,17	0,16	0,24	0,10
	BdP	0,04	0,04	0,03	0,02	0,02	0,03	0,03	0,06	0,07	0,08	0,08	0,05
Bebidas	SABI	0,04	0,02	0,05	0,06	0,05	0,06	0,05	0,06	0,09	0,09	0,13	0,06
	BdP	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,06	0,06	0,10	0,07	0,05	0,04	0,04
Vestuário	SABI	0,02	0,02	0,04	0,04	0,06	0,09	0,07	0,08	0,12	0,09	0,19	0,07
	BdP	0,08	0,08	0,09	0,08	0,09	0,10	0,10	0,14	0,16	0,15	0,15	0,11
Madeira	SABI	0,02	0,01	0,02	0,03	0,03	0,05	0,05	0,06	0,10	0,07	0,17	0,06
	BdP	0,03	0,04	0,04	0,03	0,05	0,11	0,11	0,11	0,17	0,17	0,16	0,09
Madeira; Papel e Cortiça	SABI	0,02	0,01	0,03	0,03	0,04	0,05	0,06	0,08	0,11	0,08	0,17	0,06
	BdP	0,03	0,04	0,03	0,03	0,03	0,04	0,05	0,08	0,11	0,16	0,20	0,07
Química Pesada	SABI	0,02	0,02	0,03	0,04	0,04	0,05	0,05	0,06	0,08	0,07	0,15	0,05
	BdP	0,02	0,03	0,02	0,02	0,02	0,05	0,04	0,04	0,06	0,09	0,10	0,04
Materiais	SABI	0,02	0,01	0,04	0,04	0,04	0,06	0,06	0,08	0,12	0,10	0,15	0,07
	BdP	0,04	0,03	0,04	0,06	0,06	0,08	0,08	0,07	0,11	0,10	0,09	0,07
Siderurgia	SABI	0,03	0,01	0,03	0,03	0,03	0,05	0,05	0,06	0,10	0,08	0,16	0,06
	BdP	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,05	0,07	0,11	0,12	0,14	0,05
Equipamen tos	SABI	0,02	0,02	0,03	0,03	0,04	0,05	0,05	0,07	0,10	0,08	0,18	0,06
	BdP	0,04	0,04	0,04	0,03	0,04	0,07	0,04	0,07	0,10	0,06	0,06	0,05
Comercio	SABI	0,03	0,02	0,04	0,04	0,04	0,05	0,06	0,07	0,11	0,08	0,18	0,06
	BdP	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,03	0,05	0,07	0,09	0,12	0,04
Construção	SABI	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,05	0,03	0,04	0,06	0,06	0,06	0,04
	BdP	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,05	0,07	0,11	0,19	0,24	0,28	0,09

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados agregados, ilustrados no **Gráfico 16**, traduzem a tendência global dos dois indicadores, sendo esses dados os mais adequados para a análise pretendida.

Gráfico 16: Resultados agregados dos indicadores em estudo

Evolução comparativa dos resultados agregados globais do indicador de PI estimado e ao RCV (ambos em %), por ano em estudo. O valor do RCV agregado corresponde à relação entre o total de crédito vencido e concedido às SNF portuguesas. Dados ilustrados no gráfico são apresentados em legenda das séries.



Fonte: Elaboração própria

O comportamento dos dois indicadores no período entre 2004 e 2010 é característico de um bom poder predictor de incumprimento bancário, por parte do indicador de PI estimado. A inversão de tendência evidenciada no indicador de PI em 2005 (de 1,65% em 2004 para 3,51 em 2005) tem reflexo no RCV entre 2008 e 2009 (mais pronunciada em 2009 com 3,90%). No entanto, enquanto que no indicador de PI, após o crescimento em 2005, os valores cresceram em velocidade inferior durante 3 anos (3,51% em 2006; 3,69% em 2007; 4,13% em 2008), no RCV essa tendência de estagnação verificou-se apenas durante 1 ano (4,11% em 2010).

A partir de 2010, as diferenças entre os dois indicadores estreitam-se, evidenciando uma aproximação relacionada com um fator não constante do modelo ou de origem externa aos dados micro, de cariz financeiro, das empresas. A tendência de crescimento registada após esse

período, manteve-se constante até 2014 no RCV, sendo que no indicador de PI em 2013 há uma quebra evidenciada no indicador (de 10,61% em 2012 para 8,69% em 2013), mas que volta a inverter em 2014 (16,06%). Este período, entre 2010 e 2014, corresponde à fase de maior crescimento do RCV, que foi acompanhado pela evolução do indicador de PI. De RCV de 4,11% e PI de 5,65% em 2010, passamos a ter 14,35% e 16,06%, respetivamente, o que corresponde a uma subida de cerca de 10%, em ambos os indicadores.

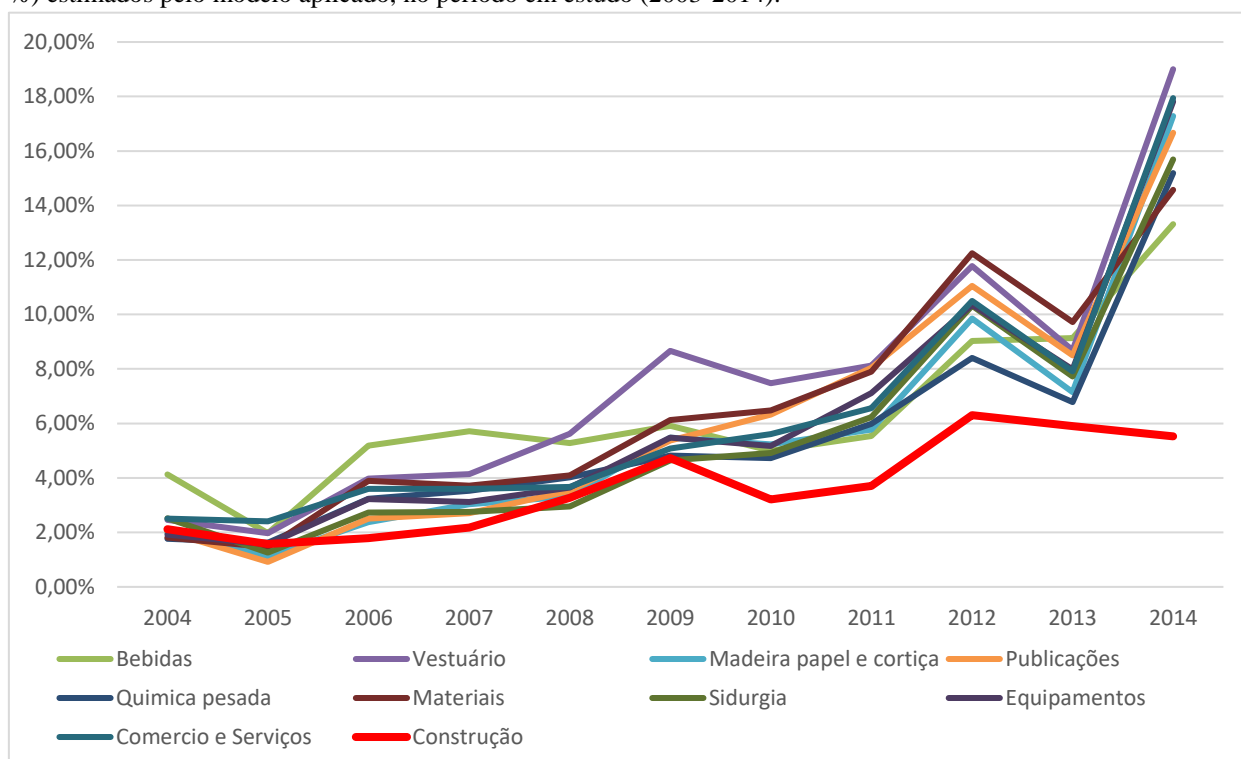
Em termos cronológicos, o comportamento dos dois indicadores, a partir de 2009, indicia relacionamento com o corte no financiamento externo da Banca portuguesa e a correspondente limitação do crédito concedido à economia, ilustrada no **Gráfico 8**. Estas evidências reforçam as conclusões de Pereira et al. (2015) e Saba et al. (2012), de que o volume de crédito disponível para a economia, condiciona a evolução do RCV. Por outro lado o agravamento deste fenómeno, verificado em ambos os indicadores, após 2011, permite identificar a fase mais agreste da crise, contemporânea ao contágio e crise da dívida soberana de Portugal.

Sendo a evolução da atividade económica e a natureza do ciclo de exploração diferente de setor para setor, era expectável que determinados setores antecipassem e determinassem a tendência agregada dos indicadores. Setores mais correlacionados com o consumo interno, sofrem mais dificuldades em períodos de recessão ou estagnação económica. Por outro lado, setores de maior tendência exportadora, tendem a absorver, em maior escala, choques de procura induzidos por crises internacionais, de igual forma, quando a natureza da crise internacional é maioritariamente financeira, setores em que o autofinanciamento promovido pelos resultados passados é menor, que têm maior dependência do crédito bancário e sofrem mais com a restrição de crédito.

A análise aos valores setoriais, registados no indicador de PI, retratados no **Gráfico 17**, permitem identificar uma forte tendência central, por parte da grande maior parte dos setores. Excluindo os setores das bebidas, vestuário e construção, todos os outros setores seguem tendências muito similares à tendência do indicador agregado, formando quase um bloco de linhas paralelas.

Gráfico 17: Comparação dos resultados estimados por setor do indicador de PI

Ilustração dos valores constantes do **Quadro 8**, que retratam as posições setoriais anuais dos valores de PI (em %) estimados pelo modelo aplicado, no período em estudo (2003-2014).



Fonte: Elaboração própria

O indicador de PI, na maior parte dos setores, segue a tendência evidenciada no valor agregado do indicador. Excluindo o setor da construção, que apenas cresce no indicador de PI a partir de 2007, e de forma mais lenta, o indicador de PI cresce em todos os setores em 2005, mais sendo esse salto mais pronunciado no setor das bebidas (5,18%), e homogêneo nos restantes (varia entre 2,73 e 3,6%). Entre 2005 e 2008, o setor da construção cresceu até ao nível dos setores correlacionados com a tendência central, e mantém essa tendência de ajustamento até 2009, ano em que, excluindo o setor do vestuário, há um ajustamento entre os valores de PI do total da economia com o setor das bebidas, com valores entre os 4,72% (construção) e 6,13% (materiais). O setor do vestuário, iniciou essa tendência de crescimento um pouco antes dos restantes, subindo em 2008 para 5,62% e em 2009 para 8,67%, valor mais alto de todos os setores em estudo nesse ano, no entanto corrigiu a trajetória divergente em 2010 e 2011, estando nesse ano no nível da tendência maioritária, que se compreendia entre 5,77% (madeira) e 7,90% (materiais).

Após 2011, apenas no setor da construção o RCV e a PI divergem. Todos os restantes setores em estudo sofrem uma subida acentuada em 2012, cerca de 4%, seguida de uma descida em 2013 de cerca de 3%, para voltarem a subir, em média, em 2014 cerca de 8%, anulando a quebra no indicador em 2013, e retomando a tendência de subida entre 2011 e 2012. O setor da construção cresce em 2012 para cerca de 6%, mas estabiliza até 2014 em 5,53%.

Os desvios identificados permitem identificar vários factos relevantes. A tendência de antecipação e de mais rápido crescimento na PI em 2005, no setor das bebidas, é característica de setores mais relacionados com o consumo interno, que responde rapidamente à estagnação económica. A evolução do indicador no setor do vestuário, setor de cariz exportador, evidencia sobretudo a perda de competitividade da economia, com a valorização da adesão ao EURO Teixeira (2017).

O cenário evolutivo do indicador de PI no setor da construção evidencia uma crise estrutural, mas não é característico de um cenário de bolha especulativa. Estes resultados obtidos reforçam os argumentos de que, segundo Iyer et al (2014) e Koo (2015), em Portugal, não ocorreu uma bolha especulativa no mercado do imobiliário.

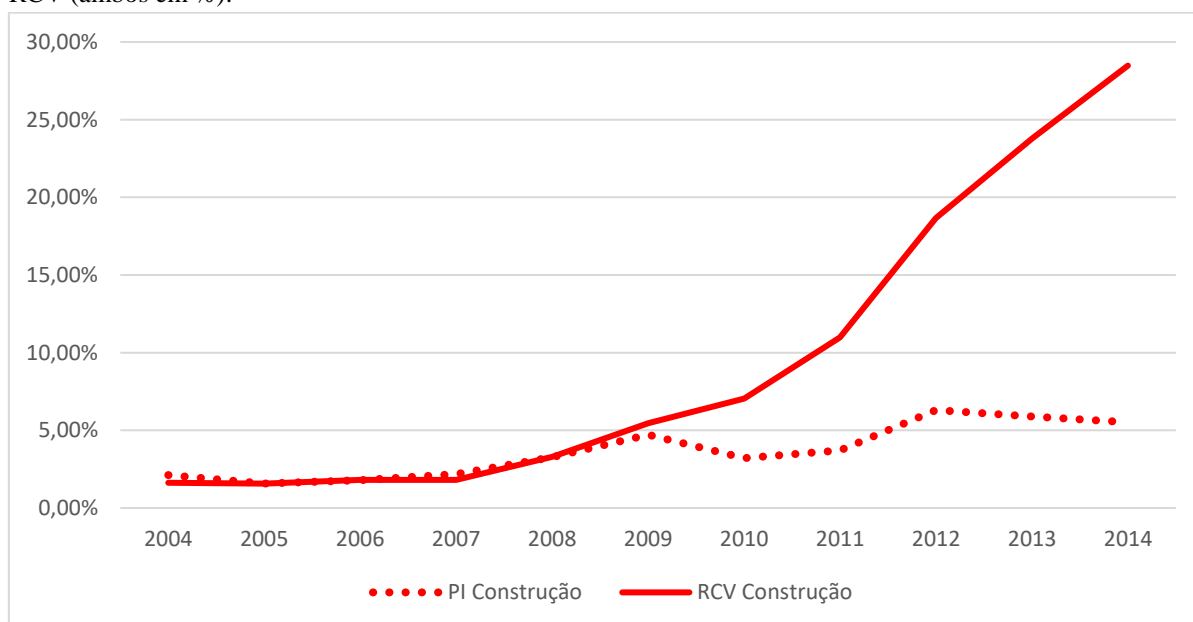
5.2. O caso do sector da construção: O impacto dos grandes devedores no crédito vencido

O setor da construção evidencia o pior nível de incumprimento bancário, tendo o RCV crescido continuamente desde 2007. Porém antes desse ano, o setor da construção registava dos mais baixos níveis de penetração do CV (entre 1 e 2%), contudo, o crescimento ininterrupto, registado até 2014, atinge mais de 28% registado expondo a relevância do problema do crédito vencido neste setor.

Também os valores dos indicadores de PI e RCV seguiam uma trajetória semelhante até ao ano de 2009. Após esse período, o RCV mostra uma tendência de crescimento forte, principalmente após 2011, e cresce continuamente até ao valor de 28,48% em 2014, contrariamente à evolução do indicador de PI para o sector, que no final do último período em estudo, que caiu para valores mais baixos, 5,53%.

Gráfico 18: Casos setoriais de divergência nos indicadores em estudo

Ilustração da divergência verificada no setor da construção (grupo 41) após 2009, entre os indicadores de PI e RCV (ambos em %).



Fonte: Elaboração própria

A relevância do setor da construção no total do crédito vencido, ilustrada no **Gráfico 10**, é confirmada pelo valor registado no RCV, sendo a evolução evidenciada característica de uma crise estrutural, estreitamente relacionada com a crise bancária, devido à restrição de liquidez no mercado interbancário.

O exemplo caso do BES/NB no cenário de incumprimento (ver **Gráfico 11**) e a concentração das suas operações de crédito, patente no artigo do Expresso (2015), permite-nos caracterizar de forma indireta a amostra. Como ilustrado no **Quadro 9**, as operações de crédito estavam concentradas em grandes empresas. Para além desse facto, os dados constantes do **Gráfico 10** e **Gráfico 12**, indiciam a concentração em termos de volume de crédito e de crédito vencido nos setores da construção e do imobiliário. Tal justificaria a divergência entre os dois indicadores pois o da probabilidade da insolvência reflete apenas dados de PME. Se tivermos em conta o perfil dos agentes em incumprimento no sector, temos que a nossa amostra não vai incluir as grandes empresas que se envolveram em grandes projetos ruinosos.

Quadro 9: Distribuição por grupo 50 maiores devedores BES

Grupo/Sociedade	Dívida a 31-12-2012	Peso no Total
Outros	4380,4	43,10%
GES	1627,8	16,01%
ANDRADE GUTIERREZ	346,2	3,41%
EDIFER	102,0	1,00%
ES CONCESSÕES	224,9	2,21%
ES SAUDE	139,1	1,37%
GREENWOODS	138,6	1,36%
HEXAPOLIS	124,5	1,22%
OPWAY	190,1	1,87%
PORTUGAL TELECOM	362,5	3,57%
MOTA-ENGIL	1654,1	16,28%
ASCENDI DOURO INTERIOR	197,0	1,94%
ASCENDI NORTE	323,3	3,18%
MOTA ENGIL	760,3	7,48%
I.M. SGPS	189,3	1,86%
MARTIFER	184,2	1,81%
LFV	770,2	7,58%
EDUARDO NUNES RODRIGUES	97,2	0,96%
OBRIVERCA CAPITAL	183,6	1,81%
PROMOVALOR LUIS FILIPEVIEIRA	381,5	3,75%
SPORT LISBOA BENFICA	107,8	1,06%
MELLO	619,2	6,09%
BRISA	221,4	2,18%
MELLO	397,8	3,91%
MOTA ENGIL	373,5	3,68%
I.M. SGPS	189,3	1,86%
MARTIFER	184,2	1,81%
EMIDIO CATUM	291,4	2,87%
LONDIMO	171,7	1,69%
PLURIPAR	119,6	1,18%
JOE BERARDO	264,8	2,60%
FUNDACAO JOSE BERARDO	264,8	2,60%
SONAE	150,6	1,48%
SGC	144,1	1,42%
LOGOPLASTE	141,1	1,39%
REFRIGOR	120,4	1,18%
SUMOLIS	120,4	1,18%
Total a 31-12-2012	10164,0	100,00%

Fonte: Adaptado de (Expresso, 2015)

6. Conclusões

O estudo efetuado, permitiu verificar que a conjugação de condições macroeconómicas negativas, verificadas após a adesão ao EURO, com a degradação das condições de financiamento à economia é essencial para a explicação da magnitude da crise em Portugal, patenteada por todos os setores da economia, principalmente após o ano de 2011. Contudo a evolução do valor agregado da probabilidade de insolvência evidencia sinais de crise antes da crise internacional, que deveriam ser mitigados pela disponibilização de recursos financeiros, o que um setor financeiro em imploração devido à estratégia de concentração de recursos em grandes projetos (bem que a maioria ligada ao setor da construção e do imobiliário) não podia fazer.

A evolução evidenciada pelos dois indicadores utilizados no presente estudo está em linha com o referido por Koo (2015), de que a natureza da crise em Portugal, que tem como fase mais agreste o período posterior a 2011, corresponde a uma crise aguda na Banca portuguesa e não a uma bolha imobiliária.

Contudo, a evidência empírica comprova que já existia um clima de desconfiança induzido pela perda de competitividade da economia portuguesa, após a adesão ao EURO, condicionou a formação de capital fixo, o que limitou o crescimento e a obtenção da rentabilidade esperada nos investimentos instalados. Fruto desta situação, as PME portuguesas sobreviviam por via da obtenção de financiamento de curto prazo, de forma a garantir as condições mínimas de operabilidade, em conformidade com o referido por Keasey et al. (2015).

Este estudo fornece evidência empírica de que a crise financeira internacional induziu restrições adicionais no modelo de financiamento português que provocaram o corte no crédito disponível à economia. A atuação do sistema bancário, que canalizou o crescente fluxo de fundos no período anterior à crise financeira para o financiamento a setores e operações que não geraram a rentabilidade esperada exigida, surge como o principal fator de determinação marginal do nível de crédito vencido. A distorção na afetação do capital, é sustentada pela crescente concentração do crédito na construção e pela subsequente subida do incumprimento neste setor. Estes resultados estão em linha com os resultados de Cardão-Pito e Baptista (2016) que fornecem evidência adicional de que a fase da crise bancária foi o mecanismo de propagação

para o auge da crise portuguesa e do efeito que tal pode ter produzido na determinação dos níveis de crédito vencido.

Os resultados estimados a nível microeconómico apresentam boa capacidade de previsão dos agregados macroeconómicos do RCV. Apenas nos resultados obtidos para o ano de 2013, fruto do facto de parte das empresas insolventes no ano anterior não terem sido consideradas se na amostra nesse ano, quando formam adicionados mais dois anos de observações. Este facto demonstra que modelo que utilizámos para estimar a probabilidade de insolvência apresentou uma boa capacidade de previsão da insolvência financeira das empresas.

Agregando a nível setorial, o modelo e a evolução do RCV também seguem tendências semelhantes, embora não denotem o mesmo grau de ajustamento que os resultados a nível da economia. É no setor da construção que se verifica o maior e mais relevante desvio entre o modelo estimado e a evolução do RCV registada. Por outro lado, o setor da construção tem o maior peso relativo, tanto no total de crédito concedido, como no total de crédito vencido, sendo também o setor em que o incumprimento bancário tem maior incidência. Contudo, os resultados obtidos pela estimação do indicador de PI são inferiores aos registados em todos os outros setores. Este facto pode ser explicado pela concentração do crédito vencido do setor num grupo de empresas de grande dimensão superior. Estas empresas de acordo com Alexandre, Conraria, Bação, e Portela (2017), não são representativas do grupo de empresas deste setor, como as que constam da amostra usada na estimação do modelo de PI para produzir estimativas individuais da insolvência. Esta amostra é sobretudo composta por PME, e o financiamento foi canalizado para empresas de grande dimensão.

Com o presente estudo, foi possível concluir que a situação de uma “brutal” contração do financiamento das PME portuguesas, principalmente após o ano da assinatura do acordo com o *troika*, causou ainda maior degradação dos ativos do setor bancário. Assim a evidência empírica que apresentamos neste estudo revela um estreito relacionamento entre a situação de insolvência financeira das empresas e o incumprimento bancário.

Temos assim que a crise na Banca Portuguesa se inicia com a rutura nas suas fontes de financiamento tradicionais com o congelamento do mercado interbancário europeu, que assim não conseguiu refinar a má alocação de fundos em torno de grandes projetos, como em Park (2012). Esta crise bancária, mergulhou a economia numa crise de financiamento que se

estendeu a praticamente todos os sectores, e da qual emergiram, só a partir de 2012 e a ritmos bastante diferenciados, de acordo com a evidência empírica obtida quer a nível do indicador de PI quer do RCV.

Segundo a OCDE (2014), a crise financeira internacional e as características pro-cíclicas do acordo Basileia III, provocam ainda mais restrições e piores condições de financiamento para as PME. A restrição de crédito, provocada pelas condições descritas anteriormente contribuiu para o da quebra da FBCF e no financiamento da exploração das PME, causando o aumento do crédito vencido e o aumento da taxa de incidência de situações de insolvência.

REFERÊNCIAS

- Alexandre, F., Aguiar-Conraria, L., & Bação, P. (2016). *Crise e Castigo: Os desequilíbrios e o resgate da economia portuguesa*. Fundação Francisco Manuel Dos Santos.
- Alexandre, F., Conraria, L. A., Bação, P., & Portela, M. (2017). A poupança em Portugal. *NIPE Working Papers*, WP–NIPE.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589–609.
- Altman, E. I. (1984). *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question* (Vol. 39). Obtido de <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&site=eds-live&db=edszbw&AN=EDSZBW374119511>
- Altman, E. I., Haldeman, R. G., & Narayanan, P. (1977). ZETATM analysis A new model to identify bankruptcy risk of corporations. *Journal of Banking & Finance*, 1(1), 29–54.
- Banco de Portugal. (2014, Fevereiro 26). Carta Circular n.º 02/2014/DSP. Obtido de <http://www.bportugal.pt/sibap/application/app1/docs1/circulares/textos/2-2014-DSP.pdf>
- Banco de Portugal. (s.d.). BPstat | Estatísticas Online [Base de dados]. Obtido 10 de Julho de 2015, de [https://www.bportugal.pt/EstatisticasWeb/\(S\(fcezfd55wp1vm155kedxfwqp\)\)/SeriesCr onologicas.aspx](https://www.bportugal.pt/EstatisticasWeb/(S(fcezfd55wp1vm155kedxfwqp))/SeriesCr onologicas.aspx)
- Blanchard, O. (2007). Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal. *Portuguese*
- Cardão-Pito, T., & Baptista, D. (2016). *Portugal's Banking and Financial Crises: Unexpected Consequences of Monetary Integration?* (SSRN Scholarly Paper No. ID 2767031). Rochester, NY: Social Science Research Network. Obtido de <https://papers.ssrn.com/abstract=2767031>

- CE, C. E. Recomendacao da Comissao 2003/361/CE, L 124/36 Jornal Oficial da União Europeia § (2003). Obtido de <https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Qualificacao-Certificacao/Certificacao-PME/Recomendacao-da-Comissao-2003-361-CE.pdf.aspx>
- Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S., & Zampolli, F. (2011). The real effects of debt. Obtido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1946170
- CGD. (2011). *A Actualidade do sector imobiliário residencial: Ajustamentos e desafios*. Obtido de <http://content.yudu.com/Library/A1ulm4/SectorImobilirioNota/resources/3.htm>
- Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (2012).
- Dinheiro Vivo. (2012, Janeiro 5). Nobel Krugman: Crise em Portugal é anterior à que começou em 2008. *Dinheiro Vivo*. Obtido de <https://www.dinheirovivo.pt/economia/nobel-krugman-crise-em-portugal-e-anterior-a-que-comecou-em-2008/>
- Dinheiro Vivo. (2015, Março 5). As 21 infrações detetadas na auditoria da Deloitte ao BES. *Dinheiro Vivo*. Obtido de <https://www.dinheirovivo.pt/banca/as-21-infracoes-detetadas-na-auditoria-da-deloitte-ao-bes/>
- Dinheiro Vivo. (2016, Setembro 5). Euro e atuação dos bancos na origem da crise bancária, diz estudo do ISEG. *Dinheiro Vivo*. Obtido de <https://www.dinheirovivo.pt/banca/euro-atuacao-dos-bancos-na-origem-da-crise-bancaria-diz-estudo-do-iseg/>
- Espinoza, R. A., & Prasad, A. (2010). Nonperforming loans in the GCC banking system and their macroeconomic effects. Obtido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1750712

- Expresso. (2015, Dezembro 30). Expresso | As 50 sombras do BES. Obtido de <http://expresso.sapo.pt/economia/2015-12-30-As-50-sombras-do-BES>
- Ferraz, A. M. da S. (2000). Área monetária óptima e política monetária na Zona Euro: duas questões em debate. Obtido de <https://repositorium.sdum.uminho.pt/handle/1822/1447>
- FMI (Ed.). (2006). *Financial soundness indicators: compilation guide*. Washington, DC: IMF.
- FMI. (2013, Outubro). World Economic Outlook Database October 2013 [Online]. Obtido 4 de Maio de 2017, de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>
- Gilbert, L. R., Menon, K., & Schwartz, K. B. (1990). Predicting Bankruptcy for Firms in Financial Distress. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(1), 161–171. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1990.tb00555.x>
- INE, I. N. de E. (2016). *Portugal em números 2015*. Lisboa: INE. Obtido de https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICACOESpub_boui=277196731&PUBLICACOESmodo=2
- Iyer, R., Peydró, J.-L., da-Rocha-Lopes, S., & Schoar, A. (2014). Interbank Liquidity Crunch and the Firm Credit Crunch: Evidence from the 2007–2009 Crisis. *Review of Financial Studies*, 27(1), 347–372. <https://doi.org/10.1093/rfs/hht056>
- Jornal de Negócios. (2016, Novembro 4). Três gráficos que mostram o problema do crédito malparado em Portugal. Obtido de http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca---financas/detalhe/tres_graficos_que_mostram_o_problema_do_credito_malparado_em_portugal
- Keasey, K., Pindado, J., & Rodrigues, L. (2015). The determinants of the costs of financial distress in SMEs. *International Small Business Journal*, 33(8), 862–881. <https://doi.org/10.1177/0266242614529317>

- Koo, R. C. (2015). *The escape from balance sheet recession and the QE trap: a hazardous road for the world economy*. Singapore: Wiley.
- Kumar, M., & Woo, J. (2010). Public debt and growth. Obtido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1653188
- Louzis, D. P., Vouldis, A. T., & Metaxas, V. L. (2012). Macroeconomic and bank-specific determinants of non-performing loans in Greece: A comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolios. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1012–1027. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.012>
- Mac an Bhaird, C. (2013). Demand for debt and equity before and after the financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 28, 105–117.
- Maia, A. I. S. (2014). « Earnings Management » na Banca Portuguesa Os Casos do BCP, BES e BPI. UP. Obtido de <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/76609/2/32758.pdf>
- Mateus, A., Mateus, J., Ferreira, N., & All. (2015). *Três décadas de Portugal europeu: balanço e perspetivas*. Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos. Obtido de <https://www.ffms.pt/FileDownload/ec3cb491-e053-47b9-90a3-7affd6c15ce7/tres-decadas-de-portugal-europeu>
- Matias, F., Baptista, C., & Salsa, L. (2015). Estrutura do capital das PME da indústria transformadora portuguesa: uma análise com dados em painel. *Tourism & Management Studies*, 11(2), 120–129. <https://doi.org/10.18089/tms.2015.11215>
- Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657–665.
- Neves, J. C. D. (2016). *As Dez Questões do Colapso*. Leya.
- OCDE. (2006). The SME Financing Gap: Theory and Evidence. *Financial Market Trends*, 2006(2), 89–97. <https://doi.org/10.1787/fmt-v2006-art11-en>

- OCDE. (2014). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2014 An OECD Scoreboard: An OECD Scoreboard*. OECD Publishing.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109–131. <https://doi.org/10.2307/2490395>
- Park, J. (2012). Corruption, soundness of the banking sector, and economic growth: A cross-country study. *Journal of International Money and Finance*, 31(5), 907–929.
- Pereira, C., Ramalho, J., & Silva, J. (2015). Determinantes do Crédito Vencido nos Bancos de Capital Aberto da OCDE. Obtido de <http://dspace.uevora.pt/rdpc/handle/10174/17249>
- Pindado, J., Rodrigues, L., & de la Torre, C. (2008). Estimating financial distress likelihood. *Journal of Business Research*, 61(9), 995–1003. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.10.006>
- PORDATA. (s.d.-a). Empresas: Total e por dimensão [Base de dados]. Obtido 25 de Maio de 2017, de <http://www.pordata.pt/DB/Portugal/Ambiente+de+Consulta/Tabela/5710468>
- PORDATA. (s.d.-b). Formação bruta de capital fixo das pequenas e médias empresas não financeiras: total e por dimensão [Base de dados]. Obtido 27 de Maio de 2017, de <http://www.pordata.pt/DB/Portugal/Ambiente+de+Consulta/Tabela/5710488>
- PORDATA. (s.d.-c). Pessoal ao serviço nas empresas: total e por dimensão. Obtido 25 de Maio de 2017, de <http://www.pordata.pt/DB/Portugal/Ambiente+de+Consulta/Tabela/5710471>
- PORDATA. (s.d.-d). Valor acrescentado bruto das empresas: total e por dimensão. Obtido 25 de Maio de 2017, de <http://www.pordata.pt/DB/Portugal/Ambiente+de+Consulta/Tabela/5710474>
- Publico. (2015). Memorando da troika anotado. *PÚBLICO*. Obtido de <http://www.publico.pt/economia/memorando-da-troika-anotado>

- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). From Financial Crash to Debt Crisis. *The American Economic Review*, 101(5), 1676–1706. <https://doi.org/10.1257/aer.101.5.1676>
- Reis, J. (Ed.). (2014). *A economia política do retrocesso: crise, causas e objetivos ; observatório sobre crises e alternativas*. Coimbra: Almedina.
- Rodrigues, L. F. (1998). Indicadores e diagnóstico de situações de insolvência em PME portuguesas. *Revista Portuguesa de Gestão*, (11), 17–40.
- Rogoff, K., & Reinhart, C. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100(2), 573–578.
- Saba, I., Kouser, R., Azeem, M., & others. (2012). Determinants of Non Performing Loans: Case of US Banking Sector. *The Romanian Economic Journal*, 44(6), 125–136.
- Silva, C. P. da. (2015). Economia 2020. *BOLETIM ECONOMIA E EMPRESAS*, (Nº16).
Obtido de <http://www.informador.pt/download/?k=bee-016>
- Teixeira, P. B. (2017). *O Euro e o crescimento económico* (01-2017.^a ed.). Lisboa: Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- The Word Bank. (s.d.-a). Bank nonperforming loans to total gross loans (%) | Data [Base de dados]. Obtido 10 de Janeiro de 2017, de <http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS?end=2014&locations=PT&start=1997&view=chart>
- The Word Bank. (s.d.-b). Global Financial Development | Data. Obtido 10 de Janeiro de 2017, de <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>

ANEXO 1: DESAGREGAÇÃO SETORIAL DOS GRUPOS

Grupo	Designação	CAE SABI (2 Dígitos)
10	Alimentos	01
10	Alimentos	03
10	Alimentos	08
10	Alimentos	10
11	Bebidas	11
13	Vestuário	13
13	Vestuário	14
13	Vestuário	15
16	Madeira papel e cortiça	16
16	Madeira papel e cortiça	17
18	Publicações	18
20	Química pesada	20
20	Química pesada	21
20	Química pesada	22
23	Materiais	23
24	Sidurgia	24
24	Sidurgia	25
24	Sidurgia	25
26	Equipamentos	26
26	Equipamentos	27
26	Equipamentos	28
26	Equipamentos	29
26	Equipamentos	30
26	Equipamentos	31
26	Equipamentos	32
33	Comércio e Serviços	33
33	Comércio e Serviços	35
33	Comércio e Serviços	38
41	Construção	41
41	Construção	42
41	Construção	43
33	Comércio e Serviços	45
33	Comércio e Serviços	46
33	Comércio e Serviços	47
33	Comércio e Serviços	56
33	Comércio e Serviços	68
33	Comércio e Serviços	71
33	Comércio e Serviços	73
33	Comércio e Serviços	78
33	Comércio e Serviços	82
33	Comércio e Serviços	86

Fonte: Elaboração própria

ANEXO 2: Dados de suporte ao cálculo RCV (excluindo Ind.Transformadora)

Grupo	Instr.	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Todos os Sectores de Atividade	TC	82142	82890	86690	91856	101610	115809	117807	114625	113808	105361	99359	85929
Todos os Sectores de Atividade	CV	1764	1414	1510	1415	1487	2514	4594	4706	6879	9950	11743	12329
A - Agricultura, ... e pesca	TC	1056	1128	1186	1233	1447	1820	1922	2036	2041	1902	1942	2076
A - Agricultura ... e pesca	CV	66	55	43	28	18	24	46	47	72	91	93	114
B - Indústrias extrativas	TC	428	405	406	378	393	454	457	440	439	396	293	294
B - Indústrias extrativas	CV	10	12	17	6	5	9	19	19	20	36	35	36
C - Indústrias transformadoras	TC	13065	12349	11760	11688	12806	14666	15129	14847	14724	13595	13241	13116
C - Indústrias transformadoras	CV	520	374	387	361	322	425	806	712	920	1188	1268	1351
D - Eletricidade, gás, ... frio	TC	1471	1293	1515	1108	1308	2460	2800	3098	3075	3005	2467	2523
D - Eletricidade, gás, ... frio	CV	3	3	3	3	2	2	3	2	2	11	3	52
E - Captação e distribuição de água;	TC	444	619	1035	1259	1329	1574	1621	1725	1847	1772	1740	1656
E - Captação e distribuição de água;	CV	0	1	1	1	2	3	10	9	11	36	52	61
F - Construção	TC	17855	19290	21651	21664	24140	26152	26223	24032	23132	19983	17454	14985
F - Construção	CV	400	313	340	393	439	864	1432	1695	2538	3730	4150	4268
G - Comércio veículos automóveis	TC	12709	13108	13664	14010	14684	15682	15246	15239	14725	12844	12323	12272
G - Comércio veículos automóveis	CV	438	328	336	314	323	482	878	877	1138	1577	1783	1843
H - Transportes e armazenagem	TC	5375	5601	5503	5943	6395	8060	8475	7321	7898	8723	8815	6749
H - Transportes e armazenagem	CV	31	29	27	36	40	59	72	96	139	223	318	386
I - Alojamento, restauração e similares	TC	2321	2440	2721	3056	3711	4484	4991	5706	5814	5198	4965	4697
I - Alojamento, restauração e similares	CV	47	48	70	56	44	80	192	218	306	430	588	602
J - Atividades de informação	TC	1126	817	1001	863	950	1086	1161	1331	1389	1143	989	922
J - Atividades de informação	CV	17	18	12	15	23	15	29	27	34	50	59	66
K - Atividades financeiras e de seguros	TC	8485	6960	6654	7561	9116	10703	10938	11111	10998	10776	10567	5342
K - Atividades financeiras e de seguros	CV	27	14	52	9	31	70	279	125	220	318	483	373
L - Atividades imobiliárias	TC	9419	10651	10716	13231	14922	16995	17187	15978	15448	14568	13405	11817
L - Atividades imobiliárias	CV	97	121	130	113	151	353	566	638	1112	1694	2273	2464
M - Atividades de consultoria e similares	TC	3446	3499	4412	4877	4908	5266	4685	4387	5034	4156	4221	3325
M - Atividades de consultoria, e similares	CV	38	41	43	39	39	61	136	95	177	241	260	284
N - Atividades administrativas	TC	2266	2150	2007	2142	2340	2673	2650	2816	2559	2362	2270	2190
N - Atividades administrativas	CV	21	13	15	14	14	20	53	71	75	139	192	195
P - Educação	TC	325	325	331	373	404	478	524	540	546	514	486	473
P - Educação	CV	5	21	12	9	11	14	19	19	19	24	24	27
Q - Atividades de saúde humana e social	TC	605	790	903	951	1205	1479	1797	1951	2010	1855	1782	1385
Q - Atividades de saúde humana e social	CV	6	5	5	5	6	14	27	20	31	48	61	110
R - Atividades artísticas e recreativas	TC	360	426	562	810	840	1087	1203	1200	1157	1220	1261	1161
R - Atividades artística e recreativas	CV	8	9	14	9	9	11	16	16	24	71	55	51
S - Outras Atividades de serviços	TC	1363	1040	664	711	711	686	785	779	891	1271	1084	942
S - Outras Atividades de serviços	CV	31	9	4	4	7	9	12	20	40	44	46	45
Outras Atividades	TC	23	0	0	0	0	5	12	89	82	78	55	3
Outras Atividades	CV	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0

Fonte: Estatísticas *online*-BdP Instrumento “Créditos e equiparados, do qual: Créditos vencidos”

ANEXO 3: Dados de suporte ao calculo RCV (excluindo Ind.Transformadora)

CAE	Instr	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
10 - Indústrias alimentares	TC	1627	1585	1603	1669	2188	2362	2104	2092	2240	2168	2071	2091
10 - Indústrias alimentares	CV	80	68	66	50	42	54	67	67	123	150	159	167
11 - Indústria das bebidas	TC	829	817	878	795	793	877	1106	1136	1150	1099	1009	1016
11 - Indústria das bebidas	CV	15	19	15	16	19	17	69	66	114	76	52	43
12 - Indústria do tabaco	TC	31	28	10	9	25	19	10	9	22	24	28	25
12 - Indústria do tabaco	CV	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8
13 - Fabricação de têxteis	TC	1353	1215	1129	1049	1077	1085	1114	1098	881	834	905	937
13 - Fabricação de têxteis	CV	92	87	85	77	60	85	89	89	107	123	122	118
14 - Indústria do vestuário	TC	867	764	718	694	651	649	672	670	627	555	558	562
14 - Indústria do vestuário	CV	75	61	52	74	66	73	92	92	108	110	108	112
15 - Indústria do couro	TC	462	403	386	375	361	368	400	401	390	372	388	430
15 - Indústria do couro	CV	53	46	34	42	41	33	41	36	44	54	54	66
16 - Indústrias da madeira e da cortiça	TC	1107	1031	1038	1019	1101	1195	1150	1074	970	859	822	823
16 - Indústrias da madeira e da cortiça	CV	58	44	44	48	40	67	156	146	140	180	179	178
17 - Fabricação de pasta, de papel, de cartão	TC	755	675	206	196	261	300	379	322	304	262	326	363
17 - Fabricação de pasta, de papel, de cartão	CV	11	11	5	6	6	6	13	8	6	9	17	16
18 - Impressão e reprodução	TC	421	420	376	389	432	538	558	572	524	448	426	384
18 - Impressão e reprodução	CV	12	12	13	12	13	16	23	27	43	49	70	78
19 - Fabricação produtos petrolíferos	TC	40	18	29	17	59	83	139	54	74	9	13	16
19 - Fabricação produtos petrolíferos	CV	0	1	0	1	0	0	2	0	0	0	0	0
20 - Fabricação de produtos químicos	TC	453	386	350	370	371	501	506	759	881	911	958	988
20 - Fabricação de produtos químicos	CV	10	8	14	13	5	8	11	14	19	21	57	84
21 - Fabricação de produtos farmacêuticos	TC	120	156	175	172	218	286	302	336	310	352	327	303
21 - Fabricação de produtos farmacêuticos	CV	1	1	1	1	1	1	1	0	0	4	2	2
22 - Fabricação borracha e plásticos	TC	350	383	404	424	450	568	589	636	635	620	610	631
22 - Fabricação borracha e plásticos	CV	9	8	6	5	6	11	18	32	33	38	46	47
23 - Fabrico produtos minerais não metálicos	TC	1683	1399	1388	1348	1398	1615	1641	1399	1501	1375	1179	1088
23 - Fabrico produtos minerais não metálicos	CV	40	38	40	39	29	40	117	80	99	135	165	184
24 - Indústrias metalúrgicas de base	TC	254	293	278	268	308	359	311	311	312	287	307	314
24 - Indústrias metalúrgicas de base	CV	4	2	1	2	2	3	5	7	7	15	25	28
25 - Fabricação de produtos metálicos,	TC	1045	1109	1161	1220	1302	1618	1671	1679	1628	1432	1431	1428
25 - Fabricação de produtos metálicos,	CV	39	26	27	28	27	40	65	94	120	170	179	210
26 - Fabricação de equipamentos infor.	TC	80	62	55	72	71	179	249	210	234	206	197	210
26 - Fabricação de equipamentos infor.	CV	22	2	3	4	5	17	70	8	7	5	6	6
27 - Fabricação de equipamento elétrico	TC	226	190	187	195	236	261	272	302	305	312	304	394
27 - Fabricação de equipamento elétrico	CV	9	7	6	7	3	6	7	7	8	12	13	17
28 - Fabricação de máquinas	TC	319	335	335	358	385	451	472	439	435	385	336	343
28 - Fabricação de máquinas	CV	10	10	10	10	9	12	26	18	25	28	28	32
29 - Fabricação de veículos automóveis,	TC	324	301	302	292	296	452	513	368	358	327	311	318
29 - Fabricação de veículos automóveis,	CV	6	7	7	7	4	5	6	7	9	12	14	14
30 - Fabricação outro de transporte	TC	69	118	84	86	107	112	139	111	106	64	66	64
30 - Fabricação outro de transporte	CV	19	11	7	7	4	3	5	7	10	9	12	9
31 - Fabrico de mobiliário e de colchões	TC	389	409	429	429	463	495	538	518	498	422	388	384
31 - Fabrico de mobiliário e de colchões	CV	26	23	19	20	25	28	39	41	65	83	86	86
32 - Outras indústrias transformadoras	TC	153	149	151	152	157	176	178	179	168	127	121	130
32 - Outras indústrias transformadoras	CV	11	6	4	6	9	11	14	14	12	14	12	12
33 - Reparação, manutenção	TC	107	102	89	91	95	116	114	172	169	145	161	158
33 - Reparação, manutenção	CV	1	1	2	2	2	2	3	7	20	26	32	31

Fonte: Estatísticas *online*-BdP Instrumento “Créditos e equiparados, do qual: Créditos vencidos”