
5.4. Estará o crédito bancário a ser alocado às empresas mais produtivas?

*Nuno Azevedo, Márcio Mateus, Álvaro Pina*³⁴

1. Enquadramento

O crescimento económico a longo prazo depende em larga medida da capacidade de alocar recursos às empresas mais produtivas, permitindo-lhes investir e expandir-se. Os bancos desempenham um papel de relevo nesta alocação, especialmente em economias como as da União Europeia, fortemente dependentes de crédito bancário. A eficiência na afetação de crédito bancário terá, assim, consequências importantes para a prosperidade de um país.

Uma ineficiente afetação de recursos, especialmente no que diz respeito ao crédito, é ainda mais preocupante na medida em que poderá estar associada a um ciclo vicioso. Com efeito, a proliferação de empresas de baixa produtividade tende a congestionar os mercados, prejudicando a entrada ou o crescimento de concorrentes mais eficientes (Caballero *et al.* (2008); Adalet McGowan *et al.* (2017)). O apoio dos bancos a essas empresas através de empréstimos sucessivos, que é uma causa da referida proliferação, implica assim um prolongamento da má alocação do crédito e poderá refletir-se na diminuição do crédito disponível para as empresas mais produtivas.

A presente secção, com base em Azevedo *et al.* (2018), analisa duas questões relacionadas. Em primeiro lugar, como é que o *stock* de crédito concedido pelos bancos a operar em Portugal se encontra distribuído pelas empresas portuguesas, tendo em conta os seus diferentes níveis de produtividade. Em segundo lugar, em que medida uma eventual má alocação do crédito influencia negativamente a realocação para as empresas mais produtivas.

As ligações entre a afetação de crédito e a produtividade têm particular relevância para Portugal. Apesar de nos últimos anos se terem registado desenvolvimentos positivos, como a crescente afetação de novos empréstimos bancários a empresas com menor risco (que tendem a ser mais produtivas) e, desde 2016, uma redução substancial

³⁴ Álvaro Pina trabalhava no Banco de Portugal quando esta Secção foi redigida.

do volume de empréstimos improdutivos, ou NPL (Banco de Portugal (2017), Banco de Portugal (2018a)), continuam a existir desafios importantes. O peso relativo dos empréstimos improdutivos nos balanços dos bancos continua a ser dos mais elevados na área do euro (Banco de Portugal (2018a)).³⁵ Além disso, diversos estudos têm documentado o agravamento da afetação ineficiente de recursos na economia portuguesa na primeira década deste século (Dias *et al.* (2016); Gopinath *et al.* (2017); Reis (2013)), com uma melhoria moderada em alguns setores desde então (Dias e Marques (2018)). No entanto, estes estudos, ao contrário do nosso, não analisaram conjuntamente a informação contabilística das empresas e o crédito concedido pelos bancos.

2. Dados

A nossa amostra resultou da conjugação de duas bases de dados do Banco de Portugal de cobertura praticamente universal para Portugal no período 2006-2016: a Central de Balanços e a Central de Responsabilidades de Crédito (CRC). A primeira tem por base o reporte anual da Informação Empresarial Simplificada (IES) sobre variáveis de balanço e demonstração de resultados das empresas. Com estes dados classificamos as empresas em setores (64 no total) e calculamos a produtividade de cada empresa. De forma mais técnica, calculamos a denominada produtividade total dos fatores (TFP) com base numa função de produção em que o valor acrescentado bruto (VAB) depende do emprego (L) e do *stock* de capital (K, medido como o valor contabilístico dos ativos tangíveis e intangíveis, líquido de depreciação). Da CRC obtemos os empréstimos por liquidar em fim de ano (produtivos ou não) concedidos a empresas por instituições de crédito a operar em Portugal. Para além disso, agregamos as instituições de crédito individuais em nove grupos distintos: os oito maiores grupos bancários e um nono grupo, residual, que abrange o resto do sistema bancário (estes grupos serão adiante designados simplesmente por bancos).

A fim de maximizar a cobertura do crédito concedido, a nossa amostra inclui também as empresas com empréstimos por liquidar que não reportem dados contabilísticos (IES). A base de dados resultante abrange cerca de 95% do total do crédito por liquidar às sociedades não financeiras registado na CRC (os 5% remanescentes são explicados sobretudo pela exclusão de alguns setores de atividade devido a dificuldades técnicas na estimação da produtividade).

³⁵ Dever-se-á encarar com cautela as comparações internacionais dos créditos improdutivos (NPL), pelo facto da definição dos NPL envolver algum grau de subjetividade e não ser, por isso, totalmente harmonizada entre países.

3. Afetação do crédito a empresas com diferentes níveis de produtividade

Com base na nossa base de dados, não foi possível calcular a produtividade para todas as empresas, impossibilidade que é mais evidente no caso das empresas que não reportaram a informação da IES. A nossa estratégia para caracterizar a afetação de crédito consistiu então em classificar as empresas em sete categorias diferentes e avaliar quais delas têm, ou provavelmente terão, uma produtividade muito baixa. As empresas nestas categorias serão designadas como empresas não produtivas.

As categorias são definidas com base no seguinte: i) se as empresas reportam IES, ii) os valores das três variáveis chave para a estimação da produtividade (valor acrescentado bruto, emprego e *stock* de capital) e iii) se as empresas são *zombie*. Estas últimas são empresas antigas e financeiramente frágeis, que frequentemente se mantêm em funcionamento graças ao apoio dos bancos, que lhes concedem crédito sucessivamente para adiar o inevitável reconhecimento de perdas (“empréstimos novos para reembolsar empréstimos antigos”). Tendo por base Adalet McGowan *et al.* (2017), consideramos que uma empresa é *zombie* se tiver pelo menos 10 anos de idade e, durante três anos consecutivos, um resultado operacional inferior aos juros suportados.

A Tabela 10 apresenta, para 2016, o número de empresas incluídas em cada uma das sete categorias definidas - aquelas consideradas não produtivas encontram-se a sombreado. A produtividade (TFP) pode ser calculada para as empresas que registem, simultaneamente, valores positivos de valor acrescentado, emprego e *stock* de capital. Pode ser maior ou menor, mas não há razão para encarar estas empresas, no seu conjunto, como não produtivas, à exceção das que cumprem os critérios de *zombie* (que, com efeito, apresentam muito menor produtividade). Pelo contrário, a produtividade não pode ser calculada para empresas com valor acrescentado positivo, *stock* de capital positivo e emprego nulo, mas esta ausência de pessoal pode estar associada a razões tecnológicas e não à baixa produtividade (tomemos o exemplo de um parque eólico). Contudo, quando as empresas apresentam valor acrescentado ou *stock* de capital negativo ou nulo, a sua produtividade é motivo de preocupação: a capacidade de estas empresas criarem valor é provavelmente muito baixa, e uma situação de amortização total da maquinaria (*stock* de capital igual a zero) não augura nada de bom para a eficiência das operações. Uma última categoria inclui as empresas sem reporte de IES, ausência que frequentemente persiste por muitos anos. Estas empresas podem estar a enfrentar dificuldades, subsistindo com atividade semi-informal,

		Zombies	Não zombies
Empresas com reporte de IES	VAB, K, L >0	9.903	185.584
	VAB, K >0, L=0 ou omisso	745	14.597
	VAB ≤ 0 ou K ≤ 0	19.763	128.716
Empresas sem reporte de IES mas com empréstimos por liquidar			48.166

Tabela 10: Número de empresas em cada uma das 7 categorias | 2016

Nota: As categorias consideradas não produtivas encontram-se a sombreado (para mais pormenores, ver texto).

	N.º Obs	Média	Desv. P.	P10	P25	P50	P75	P90
Por setor a 2 dígitos (S)	512	25,2	15,2	8,8	14,9	22,8	31,8	46,3
Por banco (B)	72	36,5	8,5	26,2	30,3	36,2	43,4	48,1

Tabela 11: Percentagem do crédito bancário afeto a empresas não produtivas | Estatísticas descritivas, 2008-2015

ou inclusivamente tendo já encerrado (deixando empréstimos por pagar). Estas empresas são, por conseguinte, consideradas não produtivas.

Os resultados apresentam evidência de uma afetação ineficiente dos empréstimos bancários, uma vez que uma percentagem significativa do crédito por liquidar está associado a empresas de muito baixa produtividade (Figura 40). Esta percentagem aumentou entre 2008 e 2013, com o agravamento da recessão, tendo posteriormente diminuído.³⁶ Menos de metade deste crédito está associado a empresas *zombie*, o que reforça a relevância do conceito mais lato de empresas não produtivas. Além do mais, o peso das empresas não produtivas no crédito bancário supera o seu peso no *stock* de capital ou no emprego (Azevedo *et al.* (2018)).

A afetação ineficiente do crédito é especialmente elevada na construção e no imobiliário, mas é também uma preocupação em muitos outros setores (Figura 41). A dispersão na percentagem de crédito afeto a empresas não produtivas é maior entre setores do que entre bancos, onde, não obstante, ela é substancial (Tabela 11). A secção seguinte estuda a forma como esta dispersão influencia as variações no crédito.

³⁶ A percentagem de crédito afeto a empresas sem reporte de IES estará algo sobrestimada no último ano considerado (2016), dado que i) algumas empresas, provavelmente, apenas terão reportado a IES após o prazo estabelecido e ii) outras empresas têm um prazo de reporte mais tardio devido ao facto de o exercício económico não coincidir com o ano civil. Em nenhum dos casos foi considerado o reporte mais tardio.

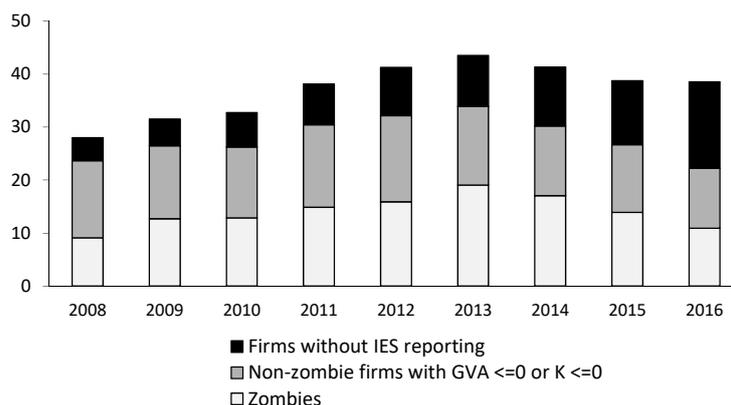


Figura 40: Peso das empresas não produtivas no total do crédito bancário a empresas | Em percentagem

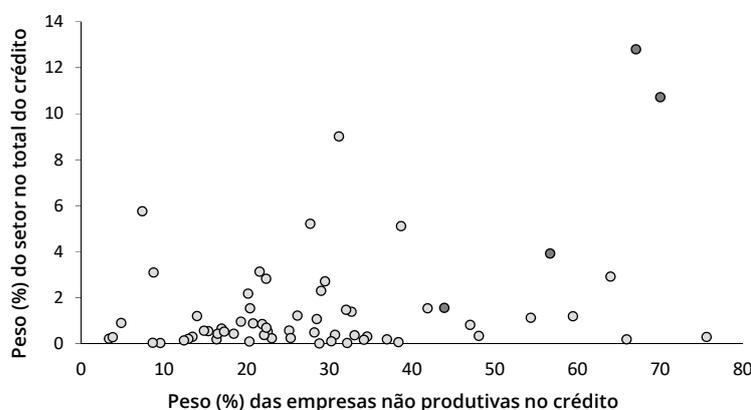


Figura 41: Peso (%) das empresas não produtivas no total do crédito bancário a empresas por setor de atividade a dois dígitos | 2016

Nota: Os setores da construção e imobiliário estão assinalados num tom mais escuro.

4. Reafetação do crédito para empresas de maior produtividade

Por forma a analisar a reafetação do crédito estimamos um modelo econométrico que mede a resposta do crescimento do crédito à produtividade das empresas. Adicionalmente, procuramos analisar de que forma essa resposta é influenciada pela percentagem do crédito afeto às empresas não produtivas. O crescimento do crédito corresponde (aproximadamente) à variação percentual entre os anos $t - 1$ e t do crédito por liquidar concedido à empresa i pelo banco b . A produtividade das empresas corresponde (aproximadamente) ao desvio percentual da TFP da empresa i face à média do respetivo

setor em $t - 1$ (utilizar a produtividade em t causaria problemas de simultaneidade, uma vez que tal produtividade poderia depender do crescimento do crédito). A percentagem de crédito afeto a empresas não produtivas (também em $t - 1$) é definida por setor e por banco, e representada respetivamente por S e B (ver Tabela 11).

O modelo econométrico também tem em consideração a idade e a dimensão da empresa, choques específicos aos setores não observáveis e variáveis no tempo (resultantes, por exemplo, do ciclo económico) e características dos bancos não observáveis e variáveis no tempo.

A resposta do crédito à produtividade dependerá dos coeficientes estimados e das percentagens S e B . O crescimento do crédito não dependerá apenas da produtividade, mas também das variáveis mencionadas no parágrafo anterior. Contudo, se todas estas variáveis forem iguais para um par de empresas, a *diferença* esperada no *crescimento do crédito* entre uma e outra empresa apenas dependerá i) da resposta do crédito à produtividade (que será dependente do setor e do banco) e ii) da diferença na produtividade entre as duas empresas. No que se segue, centramo-nos nesta diferença no crescimento do crédito a fim de sintetizar os resultados econométricos.

Consideremos então duas empresas das mesmas classes de idade e de dimensão, a operar no mesmo setor e a contrair crédito junto do mesmo banco. Uma é mais produtiva (situando-se no percentil 75 – P75 – da distribuição estatística da produtividade das empresas) e a outra menos produtiva (no P25). A diferença entre as duas empresas no crescimento do crédito irá, assim, depender de o setor das empresas ter S elevado ou baixo e de o banco mutuante ter B elevado ou baixo. Se S for elevado (isto é, se as empresas operam num setor em que um grande volume de crédito está afeto a empresas não produtivas), digamos 46%, no P90 da distribuição setorial (Tabela 11), a diferença no crescimento do crédito será de 3,3 pontos percentuais (p.p., Figura 42, painel da esquerda). Este resultado é compatível com um crescimento do crédito de 7% para a empresa mais produtiva e de 3,7% para a menos produtiva, ou com um crescimento do crédito de 1% e -2,3%, respetivamente. Pelo contrário, se S for baixo, digamos 9% (no P10), a diferença no crescimento do crédito entre a empresa mais e menos produtiva aumenta para 6,0 pp. Realizando um exercício semelhante para B (Figura 42, painel do centro), é possível verificar que uma maior percentagem de empréstimos a empresas não produtivas na carteira de crédito do banco mutuante também reduz a diferença no crescimento do crédito entre as duas empresas. Como seria de esperar, considerar valores elevados face a valores baixos tanto de S como de B produz um maior contraste (Figura 42, painel da direita), com o desvio da diferença no crescimento do

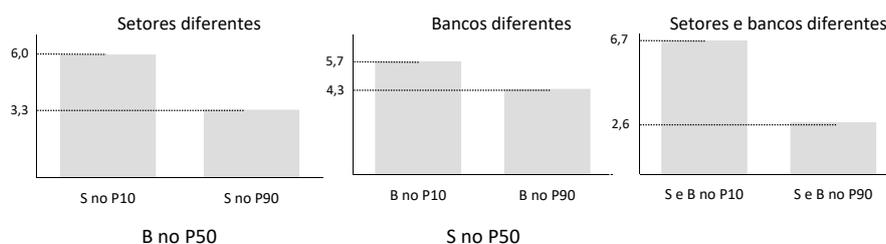


Figura 42: Diferença no crescimento do crédito entre uma empresa mais produtiva e uma empresa menos produtiva | Pontos percentuais

Notas: B representa o peso do crédito concedido por banco a empresas não produtivas. S denota o peso do crédito bancário ao setor s alocado a empresas não produtivas.

crédito entre a empresa mais e menos produtiva a atingir cerca de 4 pp (6,7 menos 2,6 pp). Este desvio diminui para cerca de 2,5 pp se o modelo econométrico for reestimado sem as empresas dos setores da construção e imobiliário.

Concluimos assim que a afetação ineficiente do crédito existente (isto é, valores elevados de S e B) pode prejudicar significativamente a reafetação do crédito, ao enfraquecer a resposta do crescimento do crédito à produtividade das empresas.

5. Interpretação dos resultados

A afetação de crédito depende quer da oferta quer da procura de crédito. As decisões de oferta tomadas pelos bancos podem ocorrer-nos em primeiro lugar, mas as decisões de procura tomadas pelas empresas não deverão ser esquecidas. Por exemplo, nos últimos anos, algumas empresas portuguesas têm obtido cada vez mais financiamento nos mercados de capitais internacionais (Banco de Portugal (2018b)), o que provavelmente as levou a reduzir a procura de empréstimos concedidos por bancos a operar em Portugal. Um aumento dos fundos próprios através da retenção de lucros, como aconteceu nas PME (micro, pequenas e médias empresas) portuguesas nos últimos anos, pode também pesar sobre a procura de crédito.

As múltiplas decisões de oferta e procura tomadas em diferentes momentos no tempo, quando os empréstimos por liquidar foram concedidos, estão subjacentes à afetação de crédito observada num determinado período. Uma percentagem elevada de crédito afeto a empresas não produtivas pode refletir más decisões no momento da concessão dos empréstimos, mas também o impacto de aconteci-

mentos posteriores. Por exemplo, uma crise económica profunda, na sequência de uma longa acumulação de desequilíbrios pela economia portuguesa, ajuda a explicar o aumento acentuado da percentagem de crédito afeto a empresas não produtivas entre 2008 e 2013 (Figura 40). Por seu turno, é provável que más decisões de procura e de oferta de crédito tenham contribuído para o peso de quase 30% do crédito a empresas não produtivas no total do crédito a empresas em 2008 (Figura 40), quando a pior fase da crise ainda estava para vir.

A reafetação do crédito reflete igualmente o efeito conjunto da oferta e da procura, que o nosso modelo econométrico não tenta separar, o que nos obriga a uma interpretação cautelosa do impacto negativo da afetação ineficiente do crédito na capacidade de resposta do crédito à produtividade. Não obstante, algumas explicações possíveis podem ser adiantadas. Uma carteira de crédito de fraca qualidade pode levar os bancos, para atrasar o reconhecimento de perdas, a manter a concessão de crédito às mesmas empresas não viáveis ou a adiar o abate ao ativo de empréstimos que provavelmente nunca serão reembolsados. No entanto, o reforço de medidas de supervisão, especialmente desde 2016, refreou este comportamento.³⁷ A nível setorial, efeitos de congestionamento (resultantes da proliferação de empresas de baixa produtividade) podem ajudar a explicar um enfraquecimento da reafetação: as empresas saudáveis têm mais dificuldades em crescer (por exemplo, dado que as empresas ineficientes que não encerram conservam alguma quota de mercado) e, por conseguinte, reduzem a sua procura de financiamento (junto dos bancos e de outras fontes), enquanto os bancos, conscientes da baixa rentabilidade das empresas no setor em questão, podem também restringir a oferta de crédito.

6. Conclusões

Apesar de desenvolvimentos positivos registados desde 2013, como uma reorientação nos novos empréstimos de empresas de maior para empresas de menor risco, ainda existe uma afetação ineficiente de crédito na economia portuguesa: uma grande percentagem do crédito por liquidar concedido por bancos residentes a empresas não financeiras encontra-se afeto a categorias de empresas que têm, ou é provável que tenham, uma produtividade muito baixa. Além disso, foi possível concluir que o peso do crédito associado a estas empresas prejudica a reafetação de crédito: a resposta positiva do crescimento do crédito à produtividade das empresas torna-se mais

³⁷ Por exemplo, alguns dos principais bancos vincularam-se ao cumprimento dos planos de redução de NPL apresentados às autoridades de supervisão (Banco de Portugal (2018a)).

fraca, e o fluxo de crédito para as empresas eficientes (relativamente às ineficientes) regista, assim, um abrandamento. Entre outras limitações, muitas das quais são discutidas em diferentes Secções deste livro, esta reafetação mais lenta pode dificultar o investimento e o crescimento das melhores empresas.

A reafetação do crédito para as empresas mais produtivas deverá acontecer em simultâneo com o reequilíbrio da estrutura de financiamento das empresas, no sentido de um maior recurso aos fundos próprios e de um menor recurso a dívida. Apesar dos progressos significativos a este nível desde 2012, especialmente para as PME, as empresas portuguesas ainda estão altamente endividadas (e, concomitantemente, pouco capitalizadas) em comparação com os padrões europeus. Este enquadramento pode dissuadir o investimento, e torna a economia mais vulnerável a choques adversos (Banco de Portugal (2017)). Por conseguinte, uma melhor afetação de crédito e uma maior capitalização das empresas constituem uma dupla alavanca não só para um sistema bancário mais resiliente mas também para um crescimento económico mais forte.

Referências

- Adalet McGowan, M., Dan Andrews, Valentine Millot, *et al.* (2017). "The Walking Dead?: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries." OECD Economics Department Working Papers No. 1372.
- Azevedo, Nuno, Márcio Mateus, e Álvaro Pina (2018). "Bank credit allocation and productivity: stylised facts for Portugal." Working Paper 25, Banco de Portugal.
- Banco de Portugal (2017). Relatório de Estabilidade Financeira Dezembro.
- Banco de Portugal (2018a). Relatório de Estabilidade Financeira Junho.
- Banco de Portugal (2018b). Boletim Económico Maio.
- Caballero, Ricardo J, Takeo Hoshi, e Anil K Kashyap (2008). "Zombie lending and depressed restructuring in Japan." *American Economic Review*, 98(5), 1943–77.
- Dias, Daniel A e Carlos Robalo Marques (2018). "Every cloud has a silver lining: micro-level evidence on the cleansing effects of the Portuguese financial crisis." Working Paper 18, Banco de Portugal.
- Dias, Daniel A, Carlos Robalo Marques, e Christine Richmond (2016). "Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis." *Journal of Macroeconomics*, 49, 46–70.
- Gopinath, Gita, Şebnem Kalemli-Özcan, Loukas Karabarbounis, e Carolina Villegas-Sanchez (2017). "Capital allocation and productivity in South Europe." *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1915–1967.

Reis, Ricardo (2013). "The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis." *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 143–193.