

UNIVERSIDADE DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO EM: Economia Internacional e Estudos Europeus

DETERMINANTES DO ACESSO A FINANCIAMENTO BANCÁRIO

PARA AS PME DA ZONA EURO: COMPARANDO OS CASOS

PORTUGUÊS E ALEMÃO

SARA ISABEL GARRIDO SERRAS

Nº 41357

Orientação: Professor Doutor João Carlos Lopes

Setembro/2014

## Lista de acrónimos e abreviaturas

---

BCE	Banco Central Europeu
BLS	Bank Lending Survey
CE	Comissão Europeia
EA	Euro Area
FMI	Fundo Monetário Internacional
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PIB	Produto Interno Bruto
PME	Pequenas e Médias Empresas
SENF	Sector Empresarial Não Financeiro
SMAF	SME Access to Finance Index (Índice de Acesso a Financiamento para PME)
TFM	Trabalho Final de Mestrado
ZE	Zona Euro

# **DETERMINANTES DO ACESSO A FINANCIAMENTO BANCÁRIO PARA AS PME DA ZONA EURO: COMPARANDO OS CASOS PORTUGUÊS E ALEMÃO**

Sara Isabel Garrido Serras, nº 41357

Mestrado em: Economia Internacional e Estudos Europeus

Orientador: Professor Doutor João Carlos Lopes

Provas Concluídas em:

## **RESUMO**

Considerada por muitos um factor de agravamento do fosso entre os países periféricos e os do núcleo da ZE, vários autores têm-se debruçado sobre as repercussões da crise financeira global no acesso das PME a financiamento externo.

Através duma análise comparativa incidente nos casos português e alemão, o presente TFM aborda esta questão, analisando a evolução dos empréstimos bancários para as PME destes dois países, e tenta descortinar quais as determinantes que podem justificar as diferenças observadas nos dois momentos temporais identificados na investigação, nomeadamente em 2008/2009 e em 2011/2012. Os dados secundários utilizados sugerem que a evolução do nível de actividade económica é a variável que melhor parece explicar a evolução dos empréstimos em ambos os países. Contudo, verifica-se alguma restrição do lado da oferta de empréstimos para as PME portuguesas, não observável na Alemanha. Esta constatação evidencia a maior dificuldade de PME portuguesas viáveis se financiarem a condições favoráveis à recuperação económica e crescimento sustentável deste país.

Palavras-Chave: crise financeira, PME, acesso a financiamento externo, empréstimos bancários, nível de actividade económica

## ABSTRACT

Considered by many a contributing factor to the widening of the gap between peripheral countries and the ones from the EA core, several authors have been focusing on the impacts of the global financial crisis in SME access to external financing.

Using a comparative analysis based on the Portuguese and German cases, this master thesis studies this problem, analyzing the evolution of bank loans for SME from these countries, while trying to encounter the root causes of the observed differences between the two time periods considered in the investigation, namely the years of 2008/2009 and 2011/2012. The secondary data used suggests that the evolution of the level of economic activity is the variable that better seems to explain the evolution of loans in both countries. However, there are some restrictions in loan approvals for Portuguese SME, which are not verified in the German side. This fact reinforces the greater difficulty of viable Portuguese SME in obtaining financing, in conditions favorable to the economic recovery and sustainable growth of Portugal.

Keywords: financial crisis, SME, access to external financing, bank loans, level of economic activity

# Índice

---

Lista de Tabelas e Lista de Figuras .....	6
I. Introdução .....	7
II. Revisão da Literatura .....	10
III. Metodologia e Apresentação dos Dados .....	14
3.1. Metodologia .....	14
3.1.1. <i>Research Design</i> .....	14
3.1.1.1. Método de Investigação.....	15
3.1.2. <i>Research Sample</i> .....	17
3.1.2.1. O <i>Multiple-Case Study</i> .....	17
3.1.2.2. Os Dados .....	19
3.2. Apresentação dos Dados.....	19
3.2.1. Indicadores Macroeconómicos.....	20
3.2.1.1. Taxa de crescimento anual do PIB real.....	20
3.2.1.2. Défice/Excedente público e Dívida pública bruta (% do PIB).....	21
3.2.1.3. Endividamento do sector empresarial não financeiro (% do PIB).....	23
3.2.2. Indicadores de acesso ao financiamento bancário .....	24
3.2.2.1. Taxa de crescimento anual de empréstimos.....	25
3.2.2.2. Taxas de juro dos empréstimos bancários .....	26
3.2.2.3. Critérios de concessão de crédito para as PME.....	29
IV. Análise dos Resultados .....	31
4.1. Determinantes do acesso ao financiamento para as PME portuguesas e alemãs .....	31
4.1.1. Declínio dos empréstimos em 2008/2009.....	31
4.1.2. Declínio dos empréstimos em 2011/2012.....	32
4.2. Implicações das condições de financiamento para o crescimento económico.....	35
V. Considerações Finais .....	36
Referências Bibliográficas.....	38
Anexos .....	44

## Lista de Tabelas

---

Tabela I.	Vantagens e desvantagens da Análise Secundária .....	16
Tabela II.	Sub-índice do Financiamento da Dívida, SMAF (UE = 100, 2007), em 2012 .....	44

## Lista de Figuras

---

Figura 1.	Taxa de crescimento anual do PIB real (%) na Alemanha e em Portugal, 2003-2013 .....	21
Figura 2.	Défice/Excedente Público e Dívida Pública Bruta (em % do PIB) na Alemanha e em Portugal, 2003-2013 .....	22
Figura 3.	Endividamento do sector empresarial não financeiro (% do PIB) na Alemanha e em Portugal, 2000, 2013 .....	23
Figura 4.	Taxa de crescimento anual de empréstimos (%) na Alemanha e em Portugal, 2004-2014 .....	25
Figura 5.	Taxas de juro de empréstimos a curto prazo (%) na Alemanha e em Portugal, 2003-2014 .....	27
Figura 6.	Critérios de concessão de crédito bancário (%) para as PME, na Alemanha e em Portugal, 2003-2014 .....	29

# Capítulo I

## Introdução

---

O sector das pequenas e médias empresas (doravante PME) é o principal motor do crescimento económico europeu. As PME são vitais para promover o crescimento económico, a competitividade, o empreendedorismo e inovação e a criação de novos empregos (Belke, 2013; Ruis et al, 2009; OCDE, 2006).

Sobretudo na actual conjuntura económica global, assegurar condições de financiamento externo favoráveis para PME é indispensável para que estas concretizem o seu potencial de crescimento (Ruis et al, 2009), contribuindo para a recuperação das várias economias europeias e da Europa como um todo (Rodriguez-Palenzuela et al, 2013), no rescaldo da recente crise financeira e económica. O adequado acesso a financiamento externo é então, cada vez mais, uma das principais preocupações no que toca ao segmento de mercado das PME.

Neste sentido, o *research problem* que instigou este trabalho centrou-se na averiguação do impacto da crise na transmissão da política monetária à economia real, nomeadamente dos efeitos que aquela teve ao nível dos empréstimos bancários às PME europeias, uma vez que estes empréstimos são a principal fonte de financiamento externo disponível e acessível a estas empresas (Antão e Bonfim, 2008; Belke, 2013; Cuerpo et al, 2013; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013; Ruis et al, 2009; Vieira e Novo, 2010; entre outros).

No seguimento do *research problem* supramencionado, as *research questions* que nortearam este TFM foram, em primeiro lugar: *como variou o acesso ao financiamento das PME entre o núcleo e a periferia da ZE, desde o eclodir da crise financeira?* e, num segundo momento, tentou-se compreender *quais foram as*

*implicações das actuais condições de acesso para a recuperação e o crescimento económico na Europa?*

O **Capítulo II** discute brevemente alguma da literatura existente acerca da teoria do “canal de crédito”, de Bernanke e Gertler (1995), e do impacto adverso da recente conjuntura na economia real, com especial foco na vertente da restrição da oferta de empréstimos bancários (Ciccarelli et al, 2010; Cuerpo et al, 2013; Hempell e Sorensen, 2010; entre outros).

Detalhadamente apresentada e justificada no **Capítulo III**, a abordagem metodológica desta investigação seguiu um *multiple-case study* explicativo onde, por intermédio dos valores do *SME Access to Finance Index* (doravante SMAF) foram intencionalmente seleccionados os casos de estudo de Portugal e Alemanha. Com o propósito de responder às *research questions* deste trabalho, e sustentados pela literatura existente, foram seleccionados dois conjuntos de indicadores: um medindo as condições macroeconómicas dos dois países e outro avaliando o acesso ao financiamento bancário para as PME também nos dois países, apresentados e sintetizados ainda no **Capítulo III**.

A análise dos dados apresentada no **Capítulo IV** sugere que o indicador com maior poder explicativo para o declínio dos empréstimos às PME dos dois países é a taxa de crescimento anual do PIB real, ou seja, a evolução do nível da actividade económica de ambos. Outro indicador a destacar parecem ser os critérios de concessão de crédito, ou seja, uma acentuada restrição da oferta de crédito pode ter contribuído para o declínio dos empréstimos bancários, mas apenas no caso português.

Finalmente, no **Capítulo V**, é feito um resumo dos principais resultados extraídos da componente empírica deste TFM e são tecidas algumas considerações

finais. São igualmente apontadas aquelas que foram consideradas as maiores limitações do presente estudo e sugeridas possíveis vias para futura investigação.

## Capítulo II

### Revisão da Literatura

---

Há um amplo consenso quanto à existência de maiores obstáculos ao financiamento externo das PME relativamente às grandes empresas. Bem documentada na literatura académica, a informação assimétrica é provavelmente o principal obstáculo estrutural ao acesso das PME a financiamento (Belke, 2013; Canton et al, 2013; Carbó-Valverde et al, 2008; CE, 2011; Coluzzi et al, 2012; OCDE, 2006; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013; Ruis et al, 2009). Por revelarem frequentemente falta de um histórico financeiro e maior opacidade, maior volatilidade anual dos lucros e maior risco de falência relativamente às grandes empresas, as PME são mais susceptíveis a um “acionamento de crédito”<sup>1</sup> (Carbó-Valverde et al, 2008; Cuerpo et al, 2013; OCDE, 2006; Ruis et al, 2009; Stiglitz e Weiss, 1981).

Assim, elevados custos de agência para as instituições financeiras – decorrentes da avaliação e da definição e monitorização de prémios de risco adequados – aliados à falta de garantias e de activos tangíveis das PME, podem dificultar o fluxo de financiamento bancário a estas empresas (OCDE, 2006; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013; Ruis et al, 2009; Vieira e Novo, 2010), potenciando fenómenos de selecção adversa no mercado de crédito (Cuerpo et al, 2013; OCDE, 2006; Stiglitz e Weiss, 1981), com as carteiras de empréstimos bancários a acumularem um nível de risco excessivo.

---

<sup>1</sup> O racionamento do crédito, como definido por Stiglitz e Weiss (1981), significa a não concessão da totalidade do crédito procurada, mesmo quando o mutuário está disposto a pagar taxas de juro mais elevadas.

Devido às especificidades que lhes são inerentes, as PME são mais sujeitas a restrições<sup>2</sup> nas suas opções de financiamento externo, tendo à sua disposição poucas alternativas aos empréstimos bancários (Antão e Bonfim, 2008; Belke, 2013; Bernanke e Gertler, 1995; Cuerpo et al, 2013; OCDE, 2006; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013; Ruis et al, 2009; Vieira e Novo, 2010). Esta constatação sugere a existência de um “*financing gap*”<sup>3</sup>. De facto, os empréstimos bancários são a principal componente dos passivos de curto prazo das empresas em todos os países da ZE e a segunda mais importante nos passivos de longo prazo (Rodriguez-Palenzuela et al, 2013), o que as torna mais vulneráveis a crises bancárias (Chava e Purnanandam, 2006).

A literatura sobre os empréstimos bancários sustenta a hipótese de que há uma associação próxima entre o equilíbrio no mercado de crédito, i.e., entre oferta de empréstimos e procura por empréstimos e o ciclo de negócios (Bernanke e Gertler, 1995; Carbó-Valverde et al, 2008; Cuerpo et al, 2013; Darvas, 2013a; FMI, 2013; OCDE, 2006; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013; Ruis et al, 2009). Por conseguinte, esta natureza cíclica dos empréstimos poderá ter efeitos relativos mais pronunciados nas PME, agravando a possibilidade de maiores restrições à oferta de crédito para estas empresas (OCDE, 2006; Ruis et al, 2009).

Uma vez que a evolução dos empréstimos alberga uma combinação de factores que podem afectar simultaneamente os dois lados no mercado de crédito, inúmeros estudos têm salientado a importância de dissociar factores do lado da oferta

---

<sup>2</sup> Empresas sujeitas a restrições são entendidas nesta investigação tal como em Ruis et al (2009): são aquelas incapazes de aceder a financiamento externo ou que apenas lhe conseguem aceder a um custo de capital relativamente mais elevado, face às empresas não sujeitas a restrições.

<sup>3</sup> Apesar de muitos autores afirmarem a existência de um “*financing gap*” para as PME, não existe consenso acerca da definição do termo. A OCDE (2006: 16) define-o como “uma parte considerável de PME, economicamente significativas, que poderia usar os fundos produtivamente se estes estivessem disponíveis, mas que não consegue obter financiamento através do sistema financeiro formal, devido às suas características estruturais”.

dos do lado da procura na evolução do crédito bancário (Hempell e Sorensen, 2010; Holton et al, 2013; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013; Wehinger, 2014).

Embora estudos como FMI (2013) e Rodriguez-Palenzuela et al (2013) sugiram sobretudo efeitos de procura significativos para explicar a evolução dos empréstimos às empresas durante quase todo o período da recente crise, uma grande maioria dos estudos parece apontar para um maior peso relativo do lado da oferta de crédito (Ciccarelli et al, 2010; Hempell e Sorensen, 2010; Holton et al, 2013; Ruis et al, 2009, entre outros). Não obstante, todos eles apontam para um efeito combinado das duas forças de mercado na evolução recente dos empréstimos.

A teoria do “canal de crédito” bancário (Bernanke e Gertler, 1995), focada na eficácia da transmissão da política monetária em fornecer financiamento à economia real, faz uma distinção teórica entre duas perspectivas complementares: o canal de empréstimos bancários e o canal do balanço, que lidam, respectivamente, com o impacto do balanço dos bancos e dos mutuários sobre a oferta de crédito.

Neste sentido, um grande número de estudos empíricos (por exemplo, Antunes e Martinho, 2012; Ciccarelli et al, 2010; Cuerpo et al, 2013; Hempell e Sorensen, 2010; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013) tem analisado em maior detalhe em que medida a oferta de empréstimos, no contexto da recente crise financeira, foi maioritariamente afectada pela força dos balanços dos bancos ou das empresas. Entre outros, Antunes e Martinho (2012), Ciccarelli et al (2010), Cuerpo et al (2013), Hempell e Sorensen (2010), Rodriguez-Palenzuela et al (2013) e Wehinger (2014) sugerem que a deterioração do canal dos empréstimos bancários, ou seja, os balanços dos bancos são o que explica em grande medida as actuais restrições à oferta.

Sobre as principais determinantes para a supramencionada deterioração e, conseqüentemente, para o estreitamento dos critérios de concessão de crédito, há um

alargado consenso acerca do impacto das perturbações no acesso dos bancos a financiamento e tensões nas suas posições de liquidez, que prejudicaram seriamente a capacidade dos bancos em fornecer financiamento à economia real (Antunes e Martinho, 2012; Cuerpo et al, 2013; FMI, 2013; Hempell e Sorensen, 2010; Holton et al, 2013; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013; Ruis et al, 2009), mesmo quando controladas para o lado da procura (Hempell e Sorensen, 2010) e para características das empresas (Antunes e Martinho, 2012; Holton et al, 2013).

Evidência empírica em CE (2013), Cuerpo et al (2013), FMI (2013), Holton et al (2013) e Rodriguez-Palenzuela et al (2013) sugere que esta deterioração do canal de empréstimos bancários foi acentuada pela fragmentação dos mercados financeiros e soberanos na sequência da crise da dívida soberana na ZE, com impacto adverso acrescido na economia real dos países periféricos, nomeadamente nas condições de acesso a financiamento para as PME. Esta constatação propõe uma forte conotação geográfica do impacto da crise, com a interdependência negativa entre excessivas dívidas soberanas e vulnerabilidade dos sistemas bancários periféricos a exercer um efeito de contágio, prejudicando a transmissão da política monetária à economia real nestes países (CE, 2013; Cuerpo et al, 2013; Ciccarelli et al, 2010; Darvas, 2013a, 2013b; FMI, 2013; Holton et al, 2013; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013; Wehinger, 2014).

## Capítulo III

### Metodologia e Apresentação dos Dados

---

O presente capítulo será dividido em duas partes. Num primeiro momento serão explicados em detalhe o *research design* e os métodos e procedimentos empregues para a elaboração desta tese, sendo expostas as razões para a escolha de tais métodos. Isto será feito através da divisão da primeira parte em duas subsecções: explicação do *research design* e do método de investigação empregue e descrição da amostra e dos métodos de amostragem utilizados. Numa segunda secção proceder-se-á à apresentação dos dados considerados relevantes para dar resposta à principal *research question* deste trabalho de investigação.

#### 3.1. Metodologia

##### 3.1.1. *Research Design*

O *research design*, como definido por O’Leary (2004), é o plano que conduz a realização de um estudo e onde são descritos os métodos e procedimentos de recolha e análise dos dados envolvidos na investigação. Deve por isso ser escolhido em função da sua adequação às *research questions* e aos objectivos da investigação, tendo em consideração as limitações do investigador.

Segundo Yin (2013), estudos que tentam responder a *research questions* do tipo “por que” e “como”, que não requerem controlo sobre eventos comportamentais e que se focam em acontecimentos contemporâneos são os mais adequados a adoptar um *case study design*. Na medida em que o principal objectivo deste estudo é descobrir *como* variou o acesso ao financiamento bancário para as PME de diferentes clusters de países na ZE desde o eclodir da crise financeira, o investigador não tem

qualquer controlo sobre eventos comportamentais e o principal foco recai sobre acontecimentos contemporâneos, esta investigação segue um *case study design*.

Os *case studies* podem ser categorizados quanto ao tipo: exploratórios, descritivos ou explicativos (Baxter e Jack, 2008), e quanto ao número de casos envolvidos: apenas um – *single case design* – ou mais do que um – *multiple-case design* (Baxter e Jack, 2008; Yin, 2013). Neste sentido, o *research design* para esta investigação consiste num *multiple-case study* explicativo, pois procura expor ligações causais presumidas (Baxter e Jack, 2008) entre o despoletar da recente crise financeira e o acesso diferenciado ao financiamento bancário para as PME, no contexto de uma análise comparativa entre dois países.

#### **3.1.1.1. Método de Investigação**

A fim de recolher os dados necessários para este estudo tiveram de ser escolhidos métodos de investigação. Dada a natureza e os objectivos do tema em questão, a análise secundária pareceu ser um dos métodos possíveis mais apropriados.

Assim, uma variedade de fontes de informação foi consultada, a partir das quais foram recolhidos dois tipos de dados para esta investigação – dados quantitativos e qualitativos. Os dados quantitativos (por exemplo, taxas de crescimento anual dos empréstimos, taxas de juro dos empréstimos, etc.) foram recolhidos do *Statistical Data Warehouse* do BCE, do *dataset* do Eurostat e do BPstat do Banco de Portugal.

A fim de reunir os dados qualitativos (indicadores de acesso ao financiamento, implicações económicas, etc.), pesquisas na internet foram realizadas nos seguintes locais: *Google*, *Google Scholar*, JSTOR, estudos do BCE, da CE, do FMI e da OCDE, bem como comunicados e sítios *Web* oficiais de algumas destas entidades.

Referências em artigos utilizados para esta investigação foram igualmente consultadas sempre que se revelou oportuno.

A análise secundária remete para o uso de dados existentes para estudar um problema que não fez parte do foco da recolha de dados primários original (Bonslaugh, 2007; Heaton, 1998, 2008; Law, 2005; Long-Sutehall et al, 2010). É particularmente útil quando as oportunidades para a realização de pesquisa primária são limitadas e há uma ampla gama de informação disponível (Heaton, 1998), como foi o caso desta investigação. Na Tabela I são sintetizadas algumas das principais vantagens e desvantagens deste método de investigação (Boslaugh, 2007; Heaton, 1998, 2008; Law, 2005; Long-Sutehall et al, 2010).

**Tabela I.** Vantagens e desvantagens da Análise Secundária

<b>Vantagens</b>	<b>Desvantagens</b>
Permite aos investigadores individuais obter acesso a dados que não poderiam ter sido recolhidos por eles sozinhos (por exemplo, dados censitários) e/ou referentes a temas de investigação raros ou inacessíveis.	Devido ao facto dos dados secundários não terem sido recolhidos para responder às questões da segunda investigação, podem não ser personalizados aos objectivos do segundo investigador (por exemplo, alguma informação pode não ter sido recolhida na região/intervalo de tempo/população de interesse).
É um método económico, na medida em que poupa tempo e recursos ao investigador.	Dados recentes e/ou actuais podem não estar disponíveis.
Os dados secundários podem ser facilmente obtidos, com necessidade mínima de conhecimentos técnicos.	Levanta uma série de preocupações éticas e metodológicas (ver abaixo).

Em termos das desvantagens deste método, as que levantam maiores preocupações prendem-se com questões éticas e metodológicas. As questões éticas giram em torno de preocupações acerca da partilha de dados, confidencialidade e consentimento informado (Heaton, 1998, 2008; Law, 2005; Long-Sutehall et al, 2010). Já as questões metodológicas focam-se no facto de que, na medida em que o investigador secundário não fez parte da recolha primária dos dados, pode não estar em posse da informação necessária para uma adequada interpretação e contextualização dos mesmos (Boslaugh, 2007; Heaton, 1998).

A análise secundária pode assim ser um projeto arriscado para os investigadores sociais, mas colhe muitos benefícios se for realizada correcta e prudentemente.

### **3.1.2. *Research Sample***

A amostragem é um método útil quando alcançar o universo da população desejada não é possível ou benéfico (Kothari, 2004). Assim, quando se realiza uma investigação é fundamental desenvolver uma *sample design* que esclareça acerca das técnicas e procedimentos utilizados para seleccionar os itens a serem estudados.

Segundo O’Leary (2004), um *sample design* deve implicar o tipo de universo e base de amostragem, o tamanho da amostra e a estratégia de amostragem.

Nesta investigação, técnicas de amostragem foram empregues na escolha do *multiple-case study* e na selecção das fontes de onde os dados foram recolhidos.

#### **3.1.2.1. *O Multiple-Case Study***

Para seleccionar o *multiple-case study* desta investigação a unidade de análise foi países e a base de amostragem foi composta por países da ZE que registassem grande diferenciação no acesso ao financiamento bancário para as suas PME.

Há essencialmente quatro tipos de estratégias de amostragem (Teddlie e Yu, 2007): amostragem de probabilidade, intencional, por conveniência e métodos mistos de amostragem. Assim, a estratégia empregue para seleccionar os dois casos escolhidos para esta investigação foi uma forma de amostragem intencional – caso extremo de amostragem<sup>4</sup>. A amostragem intencional recai na selecção de unidades ou casos com base num propósito específico relacionado com a *research question* (Kothari, 2004; Teddlie e Yu, 2007). Na medida em que o objectivo desta investigação foi perceber *como* variou o acesso ao financiamento bancário para as PME de diferentes clusters de países na ZE – núcleo e periferia –, a estratégia de amostragem deve ajudar na escolha do caso mais extremo em cada um daqueles.

Com vista a seleccionar os dois casos pretendidos foi utilizado o SMAF da CE<sup>5</sup>, que fornece indicação sobre mudanças nas condições de acesso ao financiamento para as PME ao longo do tempo. O SMAF é composto por dois sub-índices: um de acesso ao financiamento da dívida e outro de acesso ao financiamento de *equity*. Como o objecto deste trabalho são os empréstimos bancários, foram utilizados os valores relativos ao sub-índice de acesso ao financiamento da dívida<sup>6</sup>. Como pode ser observado em anexo na Tabela II, em 2012, Alemanha e Áustria assinalaram os mais altos valores de desempenho, enquanto Grécia e Portugal registaram os ambientes menos favoráveis para o financiamento da dívida. Assim, para efeitos desta investigação foram escolhidos os casos da Alemanha – força económica e política que a tornam o país de referência europeu – e de Portugal – pela

---

<sup>4</sup> Para aprofundar o tópico das técnicas de amostragem intencional consultar Gerring (2006) e Given (2008).

<sup>5</sup> O índice é calculado tendo como ponto de referência a média da UE em 2007 (UE 2007 = 100), o que permite a comparação entre países e ao longo do tempo. Baixos (altos) valores no índice global e nos sub-índices indicam fraco (elevado) desempenho nos indicadores do acesso ao financiamento das PME relativamente ao nível da UE em 2007 (CE, 2014a).

<sup>6</sup> Este sub-índice é composto por indicadores baseados em diferentes fontes de financiamento da dívida, nas percepções das PME acerca do financiamento de empréstimos e em dados reais sobre as taxas de juro, extraídos do *Statistical Data Warehouse* do BCE e do *Survey on the Access to Finance of Small and Medium-Sized Enterprises in the Euro Area* (SAFE) do BCE/CE (CE, 2014a).

proximidade e interesse do caso para o autor (conquanto o caso extremo inferior seja a Grécia).

### **3.1.2.2. Os Dados**

Para seleccionar a informação a ser recolhida para a análise secundária foi empregue uma estratégia de amostragem teórica. A amostragem teórica é também um tipo de amostragem intencional e envolve a amostragem de unidades adicionais e fontes de informação com vista a desenvolver temas, aperfeiçoar ideias e identificar limites conceptuais (Onwuegbuzie e Leech, 2007). Todavia, esta estratégia levanta uma série de questões acerca de possível enviesamento fomentado pelo investigador, na medida em que é este quem determina quais os dados a utilizar na análise. Assim, de forma a superar o enviesamento supramencionado e assegurar a adequabilidade e fiabilidade dos dados secundários utilizados, a presente investigação baseou-se numa variedade de fontes, permitindo triangular dados de diferentes instituições (Banco de Portugal, BCE, CE), a diferentes níveis (nacional e internacional).

## **3.2. Apresentação dos Dados**

Depois de salientados e justificados os principais métodos empregues na recolha de dados, a segunda parte deste capítulo apresentará os dados recolhidos com o propósito de dar resposta à principal *research question* desta tese, ou seja, *como variou o acesso ao financiamento bancário para as PME de diferentes clusters de países na ZE, desde o eclodir da crise financeira*. Com este intuito, os indicadores utilizados para o propósito serão apresentados em duas subsecções: uma destinada a um conjunto de indicadores que mede as condições macroeconómicas dos dois países e outra a uma seleção de indicadores que avalia o acesso ao financiamento bancário para as PME também nos dois países.

### **3.2.1. Indicadores Macroeconómicos**

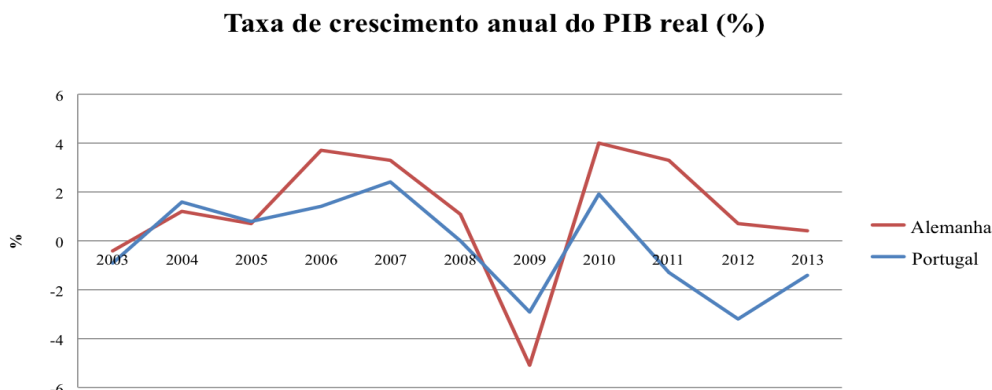
Uma vez que as condições macroeconómicas dos países ditam, em grande parte, o acesso das empresas ao financiamento bancário, uma análise comparativa da evolução do crédito e das condições de financiamento para as PME, em diferentes países e ao longo do tempo, não pode descurar a diversidade económica e política que caracteriza as entidades em que estas estão localizadas (Belke, 2013; FMI, 2013; Hempell e Sorensen, 2010; Holton et al, 2013; OCDE, 2006; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013; Ruis et al, 2009). Os resultados de Filipe et al (2014) validam a superioridade dos modelos que incorporam dependências macroeconómicas, na medida em que estas condicionam significativamente a vulnerabilidade das PME.

Neste sentido, são de seguida contemplados um conjunto de indicadores que avalia o risco macroeconómico, com o intuito de se observarem as dinâmicas globais do contexto económico dos dois países e o potencial impacto das mesmas na evolução dos empréstimos.

#### **3.2.1.1. Taxa de crescimento anual do PIB real**

Na medida em que o crescimento do PIB é o indicador-chave do ciclo de negócios (Ruis et al, 2009) e os credores têm um comportamento pró-cíclico (Bernanke e Gertler, 1995; Darvas, 2013a; Holton et al, 2013; OCDE, 2006; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013; Ruis et al, 2009; entre outros) é expectável que a tendência de crescimento do PIB esteja positivamente relacionada com o crescimento dos empréstimos.

**Figura 1.** Taxa de crescimento anual do PIB real (%) na Alemanha e em Portugal, 2003-2013



Fonte: Eurostat

Desde 2004 e até ao alastramento da crise financeira aos mercados europeus, o crescimento económico dos dois países foi positivo e seguiu uma tendência relativamente semelhante, apesar da actividade económica crescer a um ritmo mais acelerado na Alemanha. Em 2008 o crescimento torna-se então negativo para ambos, com uma queda mais abrupta para a economia alemã.

Todavia, a Alemanha experienciou uma incrível recuperação económica entre 2009 e 2010, ultrapassando o seu crescimento no período pré-crise, que regrediu, contudo, para níveis mais moderados desde então.

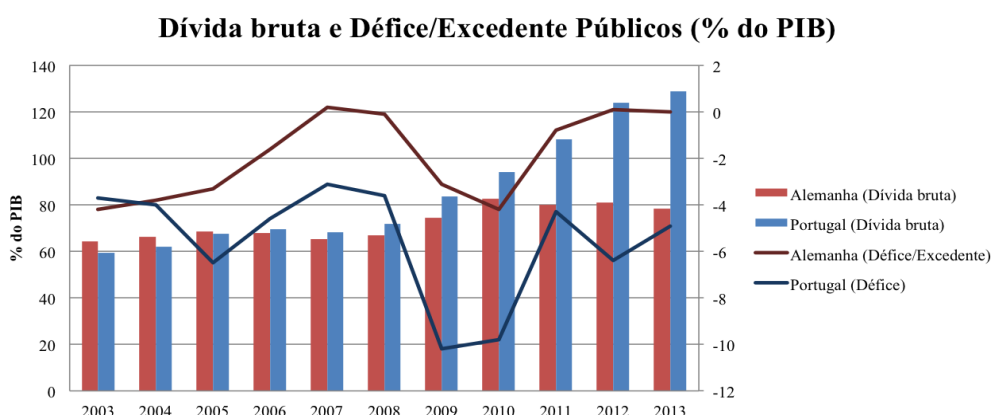
Portugal consegue recuperar alguma posição económica entre 2009 e 2010 que, no contexto da crise da dívida soberana, do decorrente Programa de Ajustamento Financeiro e das reformas estruturais implementadas volta a cair para valores negativos, onde tem permanecido até ao presente.

### **3.2.1.2. Défice/Excedente público e Dívida pública bruta (% do PIB)**

Segundo o FMI (2013), os rácios da dívida e do défice públicos são os melhores indicadores para inferir sobre as vulnerabilidades dos países, permitindo uma comparação da situação macroeconómica de ambos. Uma vez que os indicadores

estão intimamente relacionados, défices sistémicos traduzir-se-ão num aumento excessivo da dívida pública, contraída para financiar o agravamento do desequilíbrio macroeconómico existente. Espera-se que uma tal dinâmica tenha repercussões nefastas para a economia real, nomeadamente para a evolução dos empréstimos bancários.

**Figura 2.** Déficit/Excedente Público e Dívida Pública Bruta (em % do PIB) na Alemanha e em Portugal, 2003-2013



Fonte: Eurostat

Entre 2003 e 2013 Portugal registou um desempenho muito fraco dos rácios do déficit e da dívida. Observam-se défices sistematicamente acima dos 3% do PIB e uma acumulação de dívida excessiva a partir de 2004, ou seja, superior aos 60% do PIB estabelecidos pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento. Segundo Cuerpo et al (2013) e o FMI (2013), este persistente desequilíbrio foi sustentado, em grande parte, por fluxos de capital do núcleo da ZE para a periferia.

Para o mesmo período as observações são bastante mais favoráveis para a Alemanha. Com exceção aos anos 2007, 2012 e 2013, a década é marcada por défices públicos, ainda que a meta dos 3% do PIB não tenha sido ultrapassada em mais de 1,2% (em 2003 e 2010). Relativamente ao rácio da dívida, apesar de se

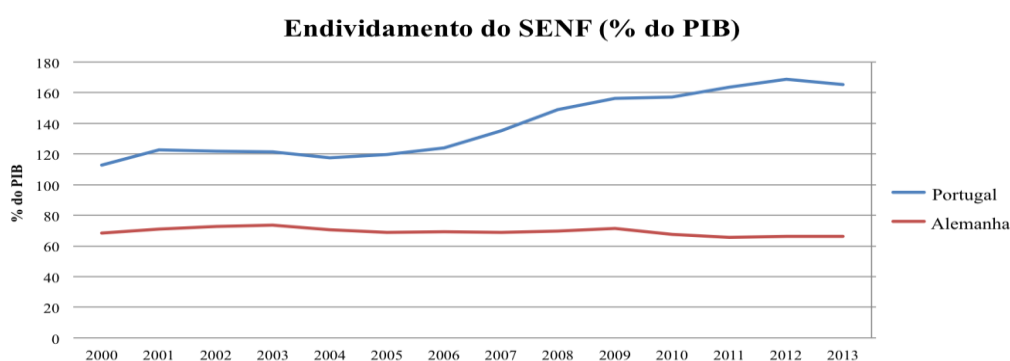
observarem constantemente valores acima dos 60% do PIB, são comparativamente mais sustentáveis que os portugueses.

### 3.2.1.3. Endividamento do sector empresarial não financeiro (% do PIB)

Tanto a teoria económica como a evidência empírica parecem apontar para o papel desempenhado pela intensidade da acumulação de dívida no sector empresarial não financeiro (doravante SENF) durante o período que antecedeu a crise, na evolução dos empréstimos bancários (Cuerpo et al, 2013; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013). Segundo Rodriguez-Palenzuela et al (2013), este parece ter sido um dos factores com maior peso no aumento da instabilidade financeira e, igualmente, na gravidade da contracção económica<sup>7</sup>, ditando significativamente a natureza, gravidade e persistência da crise económica nos diferentes países.

Assim, é esperado que uma expansão acentuada do crédito para o SENF no período pré-crise tenha impacto no crescimento económico real<sup>8</sup>, traduzindo-se numa retração do crescimento dos empréstimos bancários durante a crise.

**Figura 3.** Endividamento do sector empresarial não financeiro (% do PIB) na Alemanha e em Portugal, 2000, 2013



Fonte: BCE e Eurostat

<sup>7</sup> Acerca do impacto macroeconómico e financeiro do excesso de alavancagem ver, por exemplo, Fisher (1933).

<sup>8</sup> Sobre o impacto da rápida expansão do sector financeiro no crescimento económico real ver Cecchetti e Kharroubi (2012).

Os níveis de alavancagem do SENF alemão permaneceram relativamente estáveis ao longo do período em análise, não ultrapassando os 73,5% do PIB (em 2003). Todavia, a observação do endividamento do SENF em Portugal revela uma dinâmica contrastante<sup>9</sup>. Com intensa acumulação de dívida no período que antecedeu a crise financeira, o SENF português chegou a registar um nível de alavancagem na ordem dos 169% do PIB, já em 2012.

### **3.2.2. Indicadores de acesso ao financiamento bancário**

Como referido no Capítulo II, há um número considerável de estudos que suporta a hipótese do maior impacto relativo das alterações nos termos e condições de financiamento e da restrição da oferta no crescimento do crédito desde o despoletar da crise (Ciccarelli et al, 2010; Hempell e Sorensen, 2010; Holton et al, 2013; Ruis et al, 2009). Segundo a OCDE (2006) e a CE (2013) uma política monetária mais restritiva é transmitida à economia por meio de um aumento do preço de financiamento ou de um estreitamento de outros termos e condições dos empréstimos (por exemplo, tamanho dos empréstimos, exigência de garantias, etc.). Os resultados de Rodriguez-Palenzuela et al (2013) e Hempell e Sorensen (2010) para a recente crise sugerem que a deterioração do canal dos empréstimos bancários exerceu influência significativa nos termos e condições dos empréstimos tanto a nível dos volumes como das condições preço e não-preço do crédito, embora Hempell e Sorensen (2010) e Holton et al (2013) apontem para um maior peso relativo do efeito preço das taxas de juro.

Assim sendo, de forma a inferir acerca do impacto das alterações nas condições de financiamento e da restrição da oferta nas taxas de crescimento anual dos empréstimos observadas nos dois países são de seguida analisados,

---

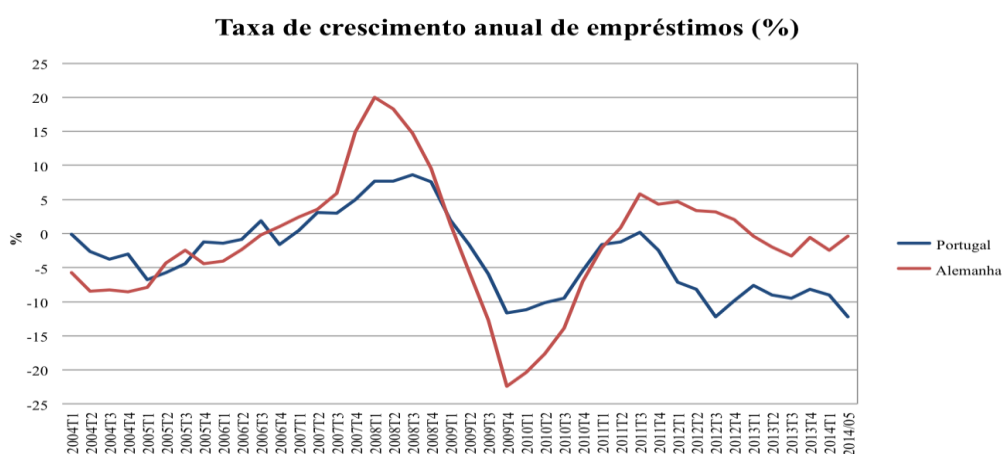
<sup>9</sup> Uma vez que os níveis de endividamento de equilíbrio do sector empresarial variam ao longo do tempo e podem variar de país para país, uma ressalva deve ser feita ao comparar a acumulação de dívida deste sector entre diferentes países (Rodriguez-Palenzuela et al, 2013).

respectivamente, as taxas de juro e os critérios de concessão de crédito às PME aplicados nos dois países.

### 3.2.2.1. Taxa de crescimento anual de empréstimos

Com vista a responder à principal *research question* deste estudo é comparada a evolução dos empréstimos nos dois países, entre 2004 e 2014, através da taxa de crescimento anual de empréstimos de curto prazo<sup>10</sup> ao SENF.

**Figura 4.** Taxa de crescimento anual de empréstimos (%) na Alemanha e em Portugal, 2004-2014



Fonte: BCE

Entre 2008T1 e 2009T2 é observado um declínio vertiginoso na taxa de crescimento dos empréstimos de curto prazo na Alemanha, na ordem dos 42,4%, depois de ter experienciado um boom de crédito no período imediatamente anterior à crise financeira: 14,1% entre 2007T2 e 2008T1. O comportamento do crédito em Portugal no período que antecedeu a crise é mais moderado, ainda que significativo, com valores positivos a partir de 2007T1. A partir de 2008T4 regista-se neste país um

<sup>10</sup> A utilização de dados com uma maturidade de curto-prazo justifica-se uma vez que, sendo deficitárias em activos tangíveis e outras possíveis garantias, as PME são susceptíveis de ser mais restringidas no acesso a empréstimos de maturidades mais longas, especialmente na actual conjuntura económica (Rodríguez-Palenzuela et al, 2013; Vieira e Novo, 2010). Assim sendo, os empréstimos de curto prazo são utilizados nesta investigação como uma *proxy* para os empréstimos às PME.

declínio igualmente substancial, ainda que menos pronunciado relativamente ao observado na Alemanha.

Em 2009T4 o comportamento dos empréstimos inicia uma tendência crescente nos dois países. Todavia, com o despoletar da crise da dívida soberana, o crescimento gradual dos empréstimos em Portugal acaba por se inverter a partir de meados de 2011, altura a partir da qual tem permanecido negativo e tendencialmente decrescente. Excepção feita para 2012T3-2013T1 e 2013T3-T4, períodos em que registou uma tendência crescente momentânea, todavia a manter os valores negativos.

Na Alemanha, a pronunciada tendência crescente iniciada em 2009T4 deu lugar a um declínio a partir de meados de 2011T2, indiciando o abrandamento económico global no contexto da crise da dívida soberana na ZE. Em 2013T1 esta queda deu inclusive origem a um crescimento negativo dos empréstimos neste país, que assim tem permanecido desde então, não obstante a oscilação observada nos últimos quatro trimestres em estudo.

### **3.2.2.2. Taxas de juro dos empréstimos bancários**

Segundo Cuerpo et al (2013) a taxa de juro, i.e., o preço dos empréstimos é o ponto de partida natural para avaliar as condições dos empréstimos. Assim sendo, espera-se que um preço mais alto do crédito bancário tenha um impacto directo na redução do crescimento dos empréstimos.

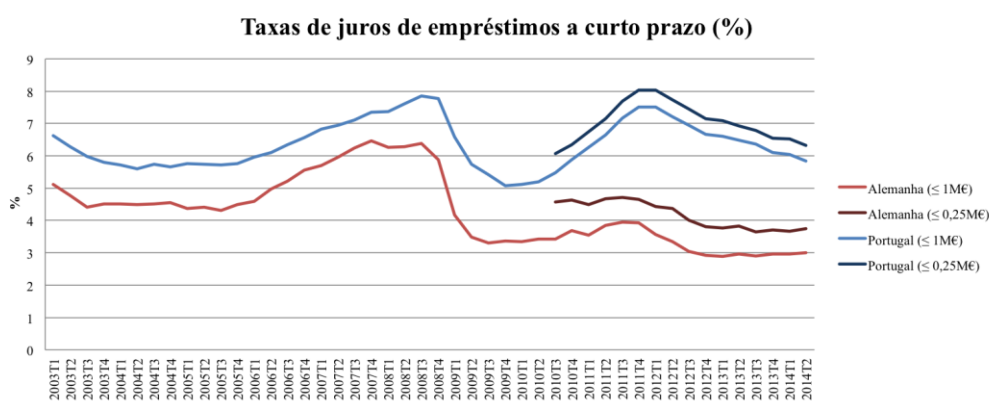
Com efeito, são analisadas para o período 2003T1-2014T2<sup>11</sup> taxas de juro de empréstimos de curto prazo com montantes até 1 milhão de euros, utilizados como *proxy* para empréstimos às PME. Dados de taxas de juro para empréstimos muito pequenos de curto prazo, nomeadamente até 250 mil euros, são analisadas entre

---

<sup>11</sup> Valores para as taxas de juro de empréstimos relativos ao 2º trimestre de 2014, para os dois montantes em análise, incluem apenas os meses de Abril e Maio.

2010T3 e 2014T2, permitindo uma análise mais detalhada das condições de empréstimos para as PME<sup>12</sup>.

**Figura 5.** Taxas de juro de empréstimos a curto prazo (%) na Alemanha e em Portugal, 2003-2014



Fonte: BCE/Banco de Portugal e Deutsche Bundesbank

Entre 2003T1 e 2007T3 a diferença entre as taxas de juro praticadas nos dois países foi tendencialmente decrescente, expressando um movimento convergente entre os preços dos empréstimos na ZE, após a entrada da moeda única em vigor. Há um alargado consenso acerca da integração do mercado único dos serviços financeiros e de uma errada precificação do risco soberano dos países da periferia terem estado na origem desta convergência (CE, 2013; FMI, 2013; Pinto, 2012; entre outros).

A partir de 2007T4, coincidindo com a eclosão da crise financeira nos mercados globais, a diferença entre as taxas nos dois países alargou-se numa tendência crescente até alcançar os 241 pontos base em 2009T1. Entre 2008T4 e 2009T1 observou-se o maior aumento desta diferença no período em análise: 53 pontos base em apenas um trimestre. Não obstante esta diferenciação, regista-se uma

<sup>12</sup> Perante as recentes alterações macroeconómicas na ZE, o limite estabelecido para a categoria de pequenos empréstimos (até e incluindo 1 milhão de euros) foi considerado muito alto para identificar os empréstimos concedidos às PME. Neste sentido, em 2010 o BCE introduziu duas sub-categorias: empréstimos até 250 mil euros e empréstimos de 250 mil euros até 1 milhão de euros (BCE, 2013). Com base nesta divisão, para os efeitos da presente investigação os empréstimos até 250 mil euros são utilizados como uma nova *proxy* para os empréstimos às PME, no contexto da recente crise. Atenção deve ser feita ao facto do tamanho dos empréstimo poder depender de outras variáveis, como por exemplo a sua finalidade (BCE, 2013).

queda nas taxas praticadas nos dois países. Esta queda, observada entre 2008T3 e 2010T1, é significativa para o efeito dos vários cortes efectuadas na taxa directora do BCE no contexto da crise financeira (FMI, 2013; Hempell e Sorensen, 2010; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013).

Todavia este efeito deixa de ser observado em Portugal no período subsequente entre 2010T1 e 2012T1, com as taxas de juro a crescerem 241 pontos base, numa conjuntura em que os sistemas bancários periféricos sob dificuldade acrescida pela crise da dívida soberana aumentaram o preço dos empréstimos.

Contrastando com o aumento vertiginoso em Portugal, a partir de 2010 as taxas de juro mostraram relativa estabilidade na Alemanha, ainda que oscilando entre 2,89% e 3,94% (em 2013T1 e 2011T3, respectivamente), numa tendência decrescente até ao termo do período em estudo.

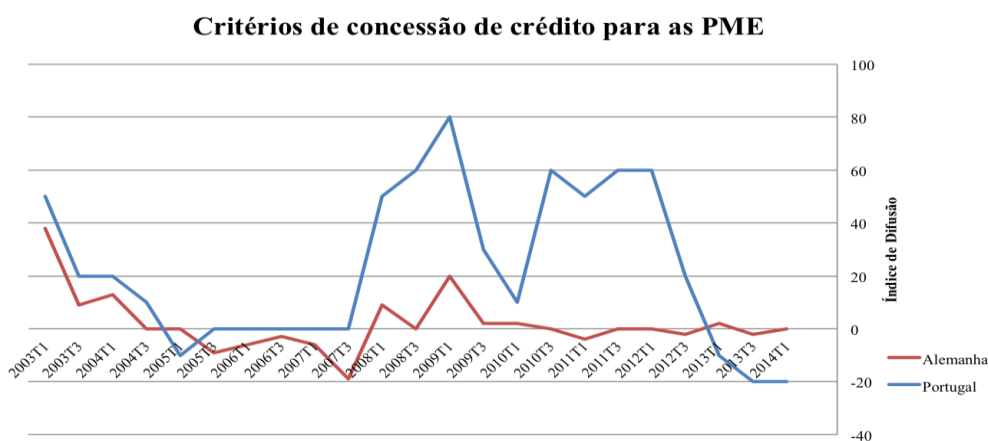
Em 2012T1 regista-se a maior diferença entre as taxas praticadas nos dois países: 396 pontos base. A partir deste momento observa-se uma tendência igualmente gradual e decrescente no preço dos empréstimos em Portugal, que reflecte os cortes adicionais na taxa directora e a implementação de medidas de política monetária não convencionais pelo BCE (Rodriguez-Palenzuela et al, 2013).

Nos dois países e para o período temporal disponível, os empréstimos até 250 mil euros têm taxas de juro mais altas que os empréstimos até 1 milhão de euros. Esta constatação sugere que quanto menor o montante do empréstimo maior é a taxa de juro aplicada, evidenciando maiores restrições ao crédito para as PME dos dois países na recente conjuntura económica e corroborando assim os maiores constrangimentos existentes ao financiamento externo destas empresas, como anteriormente discutido no Capítulo II.

### 3.2.2.3. Critérios de concessão de crédito para as PME

Trata-se de um importante indicador composto do Bank Lending Survey (doravante BLS) do BCE<sup>13</sup> que materializa as percepções dos bancos acerca das alterações aos critérios de concessão de crédito às PME no trimestre anterior<sup>14</sup>. Formado pela junção de três componentes: percepção do risco e custo de financiamento, restrições ao balanço e competição no sector<sup>15</sup>, este indicador reflecte amplamente o lado da oferta na definição dos termos e condições da actividade dos empréstimos bancários. Valores percentuais negativos traduzem um relaxamento das condições de empréstimos e valores positivos significam que uma maior proporção de bancos estreitou os seus critérios de concessão (BCE, 2014a) com impacto positivo e negativo no crescimento dos empréstimos bancários, respectivamente.

**Figura 6.** Critérios de concessão de crédito bancário (%) para as PME, na Alemanha e em Portugal, 2003-2014



Fonte: BCE/BLS

<sup>13</sup> Uma salvaguarda deve ser feita à utilização dos dados deste survey. Cuidados acrescidos devem ser tomados na interpretação dos seus resultados na medida em que, por serem baseados em opiniões, assumem a natureza de dados qualitativos, implicando uma certa limitação quanto à confiança das suas descobertas. Todavia, podem ser considerados uma aproximação razoavelmente precisa da realidade, fornecendo informação directa que não pode ser extraída dos dados quantitativos (Coluzzi et al, 2012; Ruis et al, 2009)

<sup>14</sup> As respostas são apresentadas segundo um índice de difusão calculado como a diferença ponderada entre a percentagem de bancos que estreitou os seus critérios de concessão e a percentagem de bancos que efectuou um relaxamento dos mesmos (BCE, 2014a).

<sup>15</sup> Para informação mais detalhada acerca da constituição do indicador ver “Chart 1” em BCE (2014a: 7).

Desde o início do período em análise e até 2007T3 regista-se uma tendência de relaxamento nos critérios de concessão de empréstimos às PME na Alemanha, pontuada por algumas oscilações. O comportamento dos bancos em Portugal acompanha esta tendência, com critérios relativamente mais apertados mas com diferença pouco considerável, até estabilizar entre 2005T3 e 2007T3.

A partir de 2007T3 os dois países testemunham um estreitamento nos critérios, com especial ênfase para o aperto muito acentuado que se observou em Portugal até 2009T1. Para o mesmo período, na Alemanha, a constrição dos critérios foi muito inferior e muito oscilante até 2009T3, momento a partir do qual registou uma estabilidade relativa surpreendente.

De 2009T1 a 2010T1 observa-se um relaxamento por parte dos bancos portugueses, que poderia ser indicativo de uma possível recuperação económica no rescaldo da crise financeira. Momentâneo no entanto, este relaxamento dá lugar a um novo e bastante considerável aperto em 2010T1, simbolizando o eclodir da crise da dívida soberana na ZE. Com um pequeno desaforo entre 2010T3 e 2011T1, os critérios voltam a ser estreitados em sinal de intensificação das pressões sobre um sistema bancário português em claro stress financeiro.

A partir de 2012T1 – momento coincidente com a implementação das medidas de política monetária não convencionais pelo BCE – observa-se uma descontração nos critérios que manteve uma tendência descendente até 2013T3, altura em que parece ter começado a estabilizar para valores ainda mais significativos que no período que antecedeu a crise financeira, evidenciando, inclusive, maior relaxamento que os critérios nos bancos alemães. Esta observação pode estar relacionada com algum sinal de retoma económica também nos países periféricos, como sugerem as perspectivas do Economic Forecast de Março do presente ano (CE, 2014b).

## Capítulo IV

### Análise dos Resultados

---

Nas páginas que se seguem será exposta uma possível análise à interdependência percebida entre os indicadores apresentados no Capítulo III, examinando as diferenças observadas entre o acesso ao financiamento para as PME alemãs e portuguesas, bem como as implicações adjacentes a tal variação para o crescimento económico individual dos países.

#### **4.1. Determinantes do acesso ao financiamento para as PME portuguesas e alemãs**

Desde a eclosão da crise financeira em 2007 é observado um crescimento anual excepcionalmente fraco dos empréstimos nos dois países em estudo, ainda que com alguma heterogeneidade entre ambos.

São identificados dois momentos considerados relevantes para a análise da evolução dos empréstimos neste período: uma queda em 2008/2009 observada nos dois países, e um declínio mais acentuado para Portugal entre meados de 2011 e meados de 2012.

##### **4.1.1. Declínio dos empréstimos em 2008/2009:**

O declínio dos empréstimos na Alemanha foi substancialmente expressivo em 2008/2009, quando a actividade económica esteve mais fraca e igualmente significativo em Portugal, coincidindo com um ambiente macroeconómico recessivo neste país. Nos dois países o crescimento dos empréstimos seguiu de perto a tendência de crescimento do PIB. Os dados observados parecem assim corroborar a

pró-ciclicidade dos empréstimos bancários amplamente estudada na literatura (Bernanke e Gertler, 1995; OCDE, 2006; Ruis et al, 2009, entre outros).

Os rácios do défice e da dívida pública em relação ao PIB, bem como o nível de alavancagem do SENF não parecem ter valor explicativo neste período, uma vez que o declínio dos empréstimos foi significativamente mais acentuado na Alemanha, país que à data registava melhor desempenho ao nível destes indicadores.

As taxas de empréstimos praticadas nos dois países também não parecem justificar a queda dos empréstimos uma vez que, no contexto dos vários cortes à taxa directora do BCE, se observa uma redução dos preços dos empréstimos no mesmo período para os dois países.

O indicador dos critérios de concessão de crédito não parece ser significativo para explicar o declínio dos empréstimos na Alemanha, na medida em que o estreitamento dos critérios neste país é relativamente muito mais moderado do que em Portugal e, simultaneamente, a maior queda nos empréstimos para este período é observada na Alemanha. Todavia, poderá ser um bom argumento para sustentar a queda que se registou em Portugal.

#### **4.1.2. Declínio dos empréstimos em 2011/2012:**

Entre meados de 2011 e de 2012 o declínio dos empréstimos foi bastante acentuado em Portugal, situação que parece acompanhar novamente a tendência decrescente de uma actividade económica bastante reprimida, agora no contexto da crise da dívida soberana. Quanto à Alemanha, esta experienciou um ritmo de crescimento económico positivo bastante acelerado face ao período anterior, que coincide com um crescimento igualmente positivo nos empréstimos.

Contextualizados para a crise da dívida soberana que assolou a ZE a partir de 2010, os altos rácios de dívida pública e défice e os níveis excessivos de alavancagem

do SENF podem explicar a acentuada deterioração das condições macroeconómicas sofrida em Portugal e, conseqüentemente, o impacto destes valores no crescimento negativo dos empréstimos. Já os rácios da dívida e défice e níveis de alavancagem, relativamente menos insustentáveis, parecem ter surtido impacto negativo (ainda que bastante mais modesto) no crescimento dos empréstimos na Alemanha. A observação destas variáveis parece suscitar uma relação indirecta mas significativa no crescimento dos empréstimos, em linha com a teoria económica e evidência empírica em estudos anteriores (Cuerpo et al, 2013; Rodriguez-Palenzuela et al, 2013).

Tal como no período anterior, o indicador das taxas de juro não parece acrescentar valor explicativo para o crescimento dos empréstimos na Alemanha, uma vez que a partir de 2011 o preço dos empréstimos desceu e a evolução do crédito registou igualmente um declínio. Para Portugal, a queda no valor das taxas de juro parece ser significativa apenas para explicar o crescimento momentâneo dos empréstimos entre 2012T3 e 2013T1.

A notável estabilidade observada desde 2009T3 nos critérios de concessão de crédito dos bancos alemães leva a pressupor que a queda gradual dos empréstimos na Alemanha entre 2011T3 e 2013T3 não terá origem numa restrição da oferta. Em Portugal, o estreitamento destes critérios a partir de 2010T1 também não se parece coadunar com o aumento da taxa de crescimento dos empréstimos até meados de 2011, contudo, pode estar relacionado com a subsequente queda do crédito até 2012T3.

Um último período, sensivelmente a partir de meados de 2012, merece particular atenção. Nenhum dos indicadores estudados parece suportar o oscilante e posterior declínio que se regista em Portugal até 2014T2: quer a taxa de crescimento real do PIB negativa, mas tendencialmente crescente, o preço dos empréstimos em

queda ou o relaxamento dos critérios de concessão de crédito. Já na Alemanha, um nível de actividade económica positivo e a estabilização das taxas de juro poderão estar na origem do oscilante mas tendencialmente crescente nível dos empréstimos de curto prazo.

Em suma, no contexto do despoletar da crise financeira em 2008/2009, os dados sugerem que o indicador com maior poder explicativo para o declínio dos empréstimos nos dois países é a taxa de crescimento anual do PIB real, ou seja, a evolução do nível da actividade económica dos países. Relativamente a Portugal, outro indicador com considerável poder explicativo parecem ser os critérios de concessão de crédito, ou seja, uma acentuada restrição da oferta de crédito pode ter contribuído para o declínio dos empréstimos bancários neste país.

Em 2011/2012 as variáveis que melhor parecem explicar a divergência observada no comportamento dos empréstimos entre os dois países aparentam ser as condições macroeconómicas de ambos: o nível de actividade económica e o desempenho dos rácios de dívida e défice, bem como o nível de alavancagem do SENF. A restrição da oferta de crédito pode, uma vez mais, contribuir para explicar a queda observada nos empréstimos em Portugal, mas apenas para o período 2011T3-2012T3.

Quanto ao indicador das taxas de juro, no geral, este não se afigura uma mais valia para explicar a evolução dos empréstimos nos países, nos dois momentos considerados. Contudo, esta possível incongruência poderá resultar da *proxy* utilizada (maturidade de curto prazo) para a taxa de crescimento anual de empréstimos não ser suficiente para identificar os empréstimos às PME, enviesando assim uma potencial correlação com as taxas de juro para pequenos empréstimos.

## **4.2. Implicações das condições de financiamento para o crescimento económico**

Não obstante a insuficiência supramencionada, a acentuação da diferença observada entre as taxas de juro nos dois países comprova um agravamento das condições de financiamento para as PME portuguesas. Com efeito, sensivelmente a partir de 2010 parece haver um efeito significativo do excesso de dívida em Portugal nas taxas de juro, o que sugere a forte conotação geográfica do impacto da fragmentação financeira na ZE salientada em Holton et al (2013), Rodriguez-Palenzuela et al (2013) e outros.

Em Portugal, onde a acumulação excessiva de dívida contribuiu para exercer particular pressão sobre o sector bancário, parece ter-se acentuado a interdependência negativa entre risco da dívida soberana e vulnerabilidade do sector bancário, tal como afirmam Ciccarelli et al (2010), Cuerpo et al (2013), FMI (2013), Wehinger (2014), entre outros. Por sua vez, esta dinâmica aparenta exercer um efeito de contágio sobre a economia real, como destacado no estudo de Holton et al (2013), observado nomeadamente no declínio dos empréstimos mais acentuado para Portugal em 2011/2012.

A interdependência acima observada tem sérias e negativas implicações ao nível da eficiente afetação de recursos. Devido a condições de financiamento bastante menos favoráveis relativamente aos seus pares alemães, PME portuguesas viáveis não conseguem concretizar oportunidades de investimento (Antunes e Martinho, 2012; Canton, 2014; CE, 2013), atrasando e dificultando o processo de recuperação económica e o crescimento sustentável em Portugal.

## Capítulo V

### Considerações Finais

---

O presente TFM debruçou-se sobre o estudo de um conjunto de indicadores considerados na literatura plausíveis de condicionar a evolução das taxas de empréstimos numa economia. Através de uma análise comparativa aos casos português e alemão, tentou-se responder às duas *research questions* que guiaram esta investigação, examinando as diferenças observadas entre o acesso ao financiamento para as PME nestes dois países após a eclosão da recente crise, bem como as implicações adjacentes a tal variação para o crescimento das duas economias.

Com efeito, o indicador com maior poder explicativo para o declínio dos empréstimos nos dois países é a taxa de crescimento anual do PIB real, ou seja, a evolução do nível da actividade económica em ambos. Não obstante, os valores dos critérios de concessão de crédito poderão também ser bons indicadores, ainda que somente para o caso português. Esta constatação de uma restrição na oferta de empréstimos bancários às PME portuguesas, não observável na Alemanha, poderá indiciar que algumas divergências no seio da ZE poderão estar para além daquilo que os fundamentos económicos justificam.

Quanto à divergência observada no comportamento dos empréstimos entre os dois países, nomeadamente no segundo momento, as variáveis que aparentam ter maior valor explicativo são as condições macroeconómicas de ambos: o nível de actividade económica e o desempenho dos rácios de dívida e défice, bem como o nível de alavancagem do SENF.

A constatação da forte conotação geográfica da crise financeira e da dívida soberana – amplamente reflectida na literatura – sugere que o acrescido impacto

adverso nas condições de acesso ao financiamento para as PME portuguesas poderá ter sérias implicações na economia real deste país, ao dificultar o seu processo de recuperação e o crescimento económico sustentável. A viabilização da União Bancária para um futuro próximo poderá – ao quebrar a ligação entre bancos e Estados soberanos – representar uma solução efectiva (ainda que por si só insuficiente) para colmatar estas divergências no acesso ao financiamento bancário no seio da ZE. O estudo dos efeitos da União Bancária nas condições de financiamento das PME no núcleo e na periferia da ZE seria um possível tópico para uma futura investigação.

Relativamente às principais limitações desta investigação, é de destacar o facto de se firmar numa base de amostragem reduzida a dois casos. Apesar da selecção de dois casos extremos trazer as suas vantagens (ver Capítulo III, subsecção “*Multiple-Case Study*”), é importante reconhecer que a presente abordagem poderá reduzir a capacidade de generalização a casos intermédios. Outra limitação resulta da utilização de *proxies* para alguns indicadores, o que poderá estar na origem de alguns resultados inesperados e contraditórios ao inicialmente esperado.

Não obstante a presente investigação ser de relativamente mais fácil compreensão – ao recorrer a métodos mais simples das ciências sociais, como é a análise comparativa –, uma sofisticação da análise, eventualmente mediante o emprego de um modelo econométrico, poderá conferir maior robustez à mesma.

## Referências Bibliográficas

---

- Antão, P. e Bonfim, D. (2008). Decisões das Empresas Portuguesas sobre Estrutura de Capital. *Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal*, 187-206.
- Antunes, A. e Martinho, R. (2012). Acesso ao Crédito por Empresas Não Financeiras. *Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal, Maio*, 165-183.
- Banco Central Europeu (2013). Assessing the Retail Bank Interest Rate pass-through in the Euro Area at times of Financial Fragmentation. Disponível em: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201308en\\_pp75-91en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201308en_pp75-91en.pdf) [Acesso em: 2014/6/20].
- Banco Central Europeu (2014a). The Euro Area Bank Lending Survey, 1st quarter of April. Disponível em: [https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey\\_201404.pdf?c306571c8c7c155979c17b29c89c69b8](https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201404.pdf?c306571c8c7c155979c17b29c89c69b8) [Acesso em: 2014/6/1].
- Banco Central Europeu (2014b). *Statistical Data Warehouse* [Base de dados]. Disponível em: <http://sdw.ecb.europa.eu/home.do>
- Banco de Portugal (2014). *BPstat Estatísticas Online – Séries Cronológicas* [Base de Dados]. Disponível em: [http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/\(S\(aq1g4y55a0fcbl451hjauq45\)\)/SeriesCronologicas.aspx](http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/(S(aq1g4y55a0fcbl451hjauq45))/SeriesCronologicas.aspx)
- Baxter, P. e Jack, S. (2008). Qualitative Case Study Methodology: Study Design and Implementation for Novice Researchers. *The Qualitative Report* 13 (4), 544-559.
- Belke, A. (2013). Finance Access of SMEs: What Role for the ECB?. Disponível em: [http://en.rwi-essen.de/media/content/pages/publikationen/ruhr-economic-papers/REP\\_13\\_430.pdf](http://en.rwi-essen.de/media/content/pages/publikationen/ruhr-economic-papers/REP_13_430.pdf) [Acesso em: 2014/2/10].

- Bernanke, B. e Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, *Journal of Economic Perspectives* 9 (4), 27-48.
- Bonslaugh, S. (2007). An Introduction to Secondary Data Analysis. In *Secondary Data Sources for Public Health: A Practical Guide*, 1ªEd. New York: Cambridge University Press, pp. 1-10.
- Carbó-Valverde, Rodríguez-Fernández, F. e Udell, G. (2008). Bank Lending, Financing Constraints and SME Investment. Disponível em: <http://www.ugr.es/~franrod/BANKLENDING.pdf> [Acesso em: 2014/5/19].
- Canton, E. (2014). Financing the real economy. Disponível em: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_briefs/2014/pdf/eb30\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_briefs/2014/pdf/eb30_en.pdf) [Acesso em: 2014/2/10].
- Canton, Grilo, I., Monteagudo, J. e Zwan, P. (2013). Perceived Credit Constraints in the European Union. *Small Business Economics* 41 (3), 701-715.
- Cecchetti, S. e Kharroubi, E. (2012). Reassessing the Impact of Finance on Growth, *BIS Working Papers* No 381. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/work381.pdf> [Acesso em: 2014/5/16].
- Chava, S. e Purnanandam, A. (2006). The Effect of Banking Crisis on Bank-Dependent Borrowers. Disponível em: [http://www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/2006/mar/CFRSS\\_2006\\_Purnan.pdf](http://www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/2006/mar/CFRSS_2006_Purnan.pdf) [Acesso em: 2014/6/15].
- Ciccarelli, Maddaloni, A. e Peydró, J. (2010). Trusting the Bankers – A New Look at the Credit Channel of Monetary Policy. *ECB Working Paper Series* No 1228. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1228.pdf> [Acesso em: 2014/5/24].

- Coluzzi, Ferrando, A. e Martinez-Carrascal, C. (2012). Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial firms. *The European Journal of Finance*, 1-18.
- Comissão Europeia (2011). *An action plan to improve access to finance for SMEs*. COM(2011) 870 final.
- Comissão Europeia (2013). *Product Market Review 2013: Financing the real economy*. Bruxelas: DGEFA
- Comissão Europeia (2014a). SME Access to Finance Index (SMAF). Disponível em: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/enterprise-finance-index/sme-access-to-finance-index/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/enterprise-finance-index/sme-access-to-finance-index/index_en.htm) [Acesso em: 2014/2/25].
- Comissão Europeia (2014b). *European Economic Forecast Spring 2014*. Bruxelas: DGEFA
- Comissão Europeia (2014c). *Eurostat Database – Economy and finance* [Base de dados]. Bruxelas: Eurostat. Disponível em: [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database)
- Cuerpo, Drumond, I., Lendvai, J., Pontuch, P. E Raciborski, R. (2013). Indebtedness, Deleveraging Dynamics and Macroeconomic Adjustment. Disponível em: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2013/pdf/ecp477\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp477_en.pdf) [Acesso em: 2014/6/16].
- Darvas, Z. (2013a). Can Europe recover without credit?. Disponível em: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/770-can-europe-recover-without-credit/> [Acesso em: 2014/2/15].
- Darvas, Z. (2013b). Banking system soundness is the key to more SME financing. Disponível em: <http://www.bruegel.org/publications/publication->

detail/publication/785-banking-system-soundness-is-the-key-to-more-sme-financing/  
[Acesso em: 2014/2/15].

- Filipe, Grammatikos, T. e Michala, D. (2014). Forecasting Distress in European SME Portfolios. Disponível em: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/53572/> [Acesso em: 2014/7/3].
- Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica* 1 (4), 337-357.
- Fundo Monetário Internacional (2013). Financial Integration and Fragmentation in the European Union: Technical Note. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1371.pdf> [Acesso em: 2014/5/20].
- Gerring, J. (2006). *Case Study Research: Principles and Practices*, 1ªEd. Cambridge: Cambridge University Press.
- Given, L. (2008). *The Sage Encyclopedia of Qualitative Research Methods*, 1ª Ed. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications.
- Heaton, J. (1998). Secondary analysis of qualitative data. Disponível em: <http://sru.soc.surrey.ac.uk/SRU22.html> [Acesso em: 2014/6/15].
- Heaton, J. (2008). Secondary Analysis of Qualitative Data: An Overview. *Historical Social Research* 33 (3), 33-45.
- Hempell, H. e Sorensen, C. (2010). The Impact of Supply Constraints on Bank Lending in the Euro Area – Crisis Induced Crunching?. *ECB Working Paper Series* No 1262. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1262.pdf> [Acesso em: 2014/5/10].
- Holton, Lawless, M. e McCann, F. (2013). Firm credit in the euro area: A tale of three crises. Disponível em: <http://www.martinalawless.com/Papers/3crises.pdf> [Acesso em: 2014/5/10].

- Kothari, C. (2004). *Research Methodology: Methods and Techniques*, 2ªEd. New Delhi: New Age International (P) Ltd Publishers: New Delhi.
- Law, M. (2005). Reduce, Reuse, Recycle: Issues in the Secondary Use of Research Data. *IASSIST Quarterly*, 5-10.
- Long-Sutehall, Sque, M. e Addington-Hall, J. (2010). Secondary analysis of qualitative data: a valuable method for exploring sensitive issues in an elusive population?. *Journal of Research in Nursing* 16 (4), 335-344.
- O’Leary, Z. (2004). *The Essential Guide to Doing Research*, 1ªEd. London: SAGE Publications.
- Onwuegbuzie, A. e Leech, N. (2007). Sampling Designs in Qualitative Research: Making the Sampling Process More Public. *The Qualitative Report* 12 (2), 238-254.
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (2006). *The SME Financing Gap (Vol. I): Theory and Evidence*. OECD Publishing.
- Pinto, A. (2012). A União Bancária Europeia – A Necessidade e a Dificuldade. *InforBANCA* 95, 4-8.
- Rodriguez-Palenzuela, Pariès, M., Ferrando, A. e Köhler-Ulbrich, P. (2013). Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area, Structural Issues Report. *ECB Occasional Paper Series* No 151. Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp151.pdf> [Acesso em: 2014/5/3].
- Ruis, Stel, A., Tsamis, A., Verhoeven, W. e Whittle, M. (2009). Cyclicity of SME finance – Literature survey, data analysis and econometric analysis. Disponível em: <http://www.insme.org/files/3621/view> [Acesso em: 2014/2/25].
- Stiglitz, J. E Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review* 71, 393-410.

- Teddlie, C. E Yu, F. (2007). Mixed Methods Sampling: A Typology with Examples. *Journal of Mixed Methods Research* 1, 77-100.
- Vieira, E. e Novo, A. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. *Estudos do ISCA* 2, 1-16. Disponível em: <http://revistas.ua.pt/index.php/estudosdoisca/article/view/578/pdf> [Acesso em: 2014/2/17].
- Wehinger, G. (2014). SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature. *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2013/2. Disponível em: <http://www.oecd.org/finance/SMEs-Credit-Crunch-Financing-Difficulties.pdf> [Acesso em: 2014/6/20].
- Yin, R. (2013). *Case Study Research. Design and Methods*, 5ª Ed. London: SAGE Publications.

## Anexos

### Anexo I

**Tabela II.** Sub-índice do Financiamento da Dívida, SMAF (UE = 100, 2007), em  
2012

<b>Posição</b>	<b>País</b>	<b>Sub-índice (Dívida)</b>
1	Alemanha	125,2
2	Áustria	124,8
3	França	121,9
4	Países Baixos	116,5
4	Eslováquia	116,5
5	Letónia	114,0
6	Croácia	113,7
7	Finlândia	112,2
8	República Checa	112,1
9	Luxemburgo	110,6
10	Malta	109,1
11	Suécia	108,8
12	Bélgica	107,7
13	Lituânia	107,6
14	Polónia	106,3
15	Eslovénia	104,7
16	Reino Unido	103,3
17	Irlanda	100,9
18	Estónia	100,8
19	Dinamarca	100,0
20	Itália	97,1
21	Espanha	96,3
22	Roménia	95,1
23	Bulgária	92,8
24	Chipre	92,7
25	Hungria	92,4
26	Portugal	82,9
27	Grécia	77,2
	União Europeia	105,1
	Zona Euro	105,7

Fonte: CE