



RESUMOS DA FUNDAÇÃO ► 13

Crise e Crédito, Lições da Recessão de 2008-2013

Carlos Carreira, coordenação

- A coleção Resumos da Fundação pretende levar até si as ideias-chave dos Estudos da FFMS, de uma forma sintética, linear e clara. Para quem gosta da conclusão mais perto do início.

Crise e Crédito, Lições da Recessão de 2008-2013

Carlos Carreira, coordenação

Paulino Teixeira

Ernesto Nieto-Carrillo

João Eira



Largo Monterroio Mascarenhas, n.º 1, 7.º piso
1099-081 Lisboa
Telf: 21 001 58 00
ffms@ffms.pt

Director de publicações: António Araújo
Director da colecção Resumos da Fundação: João Tiago Gaspar
Título: Crise e Crédito, Lições da Recessão de 2008-2013
Coordenação: Carlos Carreira
Autores: Paulino Teixeira, Ernesto Nieto-Carrillo e João Eira
Revisão de texto: Sara Nogueira
Design: Inês Sena
Paginação: Guidesign
Impressão e acabamento: Guide Artes Gráficas

© Fundação Francisco Manuel dos Santos e os autores
Maio de 2021

ISBN: 978-989-9064-32-4

As opiniões expressas nesta edição são da exclusiva responsabilidade dos autores e não vinculam a Fundação Francisco Manuel dos Santos. Os autores desta publicação adoptaram o novo Acordo Ortográfico. A autorização para reprodução total ou parcial dos conteúdos desta obra deve ser solicitada aos autores e ao editor.

Crise e Crédito, Lições da Recessão de 2008-2013

Introdução	9
1. A dinâmica empresarial antes, durante e depois da recessão de 2008–2013	15
2. A crise e o florescimento de empresas <i>zombie</i>	25
3. As reformas do regime de insolvência e da recuperação de empresas de 2012	31
4. A crise e a evolução da produtividade: uma oportunidade perdida?	35
Conclusão	39
Abreviaturas	43
Glossário	45
Para saber mais	47
Autores	49

Introdução

Com a crise pandémica de COVID-19 em curso, o aprofundamento do estudo da Grande Recessão (2008–2013) é certamente um exercício útil, tendo em vista a antecipação dos impactos da crise atual e a formulação de políticas que visem atenuar os seus efeitos mais nefastos no tecido empresarial.

Em claro contraste com outras recessões observadas na segunda metade do século XX, caracterizadas por quebras menos acentuadas do Produto Interno Bruto (PIB) e por recuperações mais rápidas, a crise global desencadeada pela crise financeira de 2007–2008 não só foi mais profunda e prolongada como também implicou uma recuperação mais lenta. No caso português, por exemplo, entre 2008 e 2013 registou-se uma taxa média anual de crescimento real do PIB negativa, de 1,3 %, com um mínimo de -4,1 % em 2012. Com efeito, a taxa de crescimento, positiva a partir de 2014, permaneceu anémica no período pós-crise, alcançando um valor claramente acima dos 2 % apenas em 2017. (fonte: PORDATA). Para uma datação dos ciclos económicos portugueses consultar o projeto *Crises na Economia Portuguesa* da Fundação Francisco Manuel dos Santos em ffms.pt.

A visão convencional sustenta que as crises são períodos em que a economia se desfaz das unidades menos produtivas a um ritmo mais acelerado, abrindo espaço para a expansão de empresas mais produtivas e para o aumento da produtividade média. Mas será que esse *efeito de limpeza* das recessões — tal

como é designado pelos economistas — prevalece em conjunturas marcadas por restrições financeiras acrescidas?

Perante o agravamento das restrições no acesso ao crédito, o crescimento da economia é, regra geral, limitado por três vias:

- pela redução da capacidade de financiamento de novos investimentos e pelo aumento do risco de encerramento de empresas viáveis sujeitas a *stress* financeiro;
- pela acrescida dificuldade na captação de recursos financeiros por parte de novos empreendedores, sobretudo nos casos em que os projetos inovadores requerem elevados montantes de financiamento inicial; e
- pela proteção a empresas estabelecidas não viáveis, que beneficiam da tolerância dos bancos para com devedores em dificuldades financeiras.

Perceber se o efeito de limpeza das recessões se observa em períodos de restrições financeiras é particularmente pertinente numa conjuntura como a da Grande Recessão de 2008–2013, em que as empresas enfrentaram fortes restrições no acesso ao crédito, resultantes da crise financeira internacional e dos níveis elevados da dívida soberana. Os números falam por si: o montante do financiamento bancário às empresas não financeiras decresceu cerca de 30% entre 2008 e 2013, alcançando, em 2017, a impressionante quebra acumulada de 55% (fonte: PORDATA). Esta descida deveu-se, essencialmente, ao aumento das restrições à concessão

de crédito, por parte dos bancos, e à redução do investimento em novos projetos, por parte das empresas.

O presente estudo pretende, assim, contribuir para aferir o impacto das recessões sobre a dinâmica empresarial. Considerando os dados das sociedades portuguesas a operar na indústria transformadora e nos serviços, no período compreendido entre 2004 e 2017, o nosso estudo avalia se as empresas portuguesas enfrentaram um risco adicional de atividade durante a Grande Recessão (2008–2013), causado, justamente, pelas restrições impostas no acesso ao crédito. Partimos do pressuposto de que, em períodos recessivos, a realocação de recursos é sobretudo impulsionada pelas restrições financeiras em detrimento da eficiência e da produtividade. Como os melhores projetos empresariais exigem mais investimento em investigação e desenvolvimento, e este é menos suscetível de ser utilizado como garantia de crédito para financiamento, em conjunturas de forte restrição no acesso ao crédito os empreendedores poderão tender a investir em projetos menos exigentes financeiramente, mas com menor potencial de crescimento. Acresce, ainda, a circunstância de os bancos, na tentativa de ocultarem nos seus balanços perdas por imparidade, se revelarem mais tolerantes para com os seus clientes em dificuldade. O risco de distorção da concorrência acaba por crescer, uma vez que se evita artificialmente a saída de empresas não viáveis e, simultaneamente, se dificulta o crescimento de projetos mais lucrativos, dado o resultante congestionamento do mercado e a escassez adicional de recursos disponíveis.

O estudo encontra-se estruturado em quatro partes. Na primeira parte, analisa-se o funcionamento dos mecanismos de seleção de mercado, designadamente se as restrições financeiras, geradoras de ineficiência, contribuíram para reverter o efeito schumpeteriano de *limpeza* atribuído às recessões. Para o efeito, observa-se a dinâmica empresarial portuguesa antes, durante e depois da Grande Recessão, com uma atenção muito especial ao papel das restrições financeiras enquanto fator preponderante no crescimento e encerramento de empresas.

As empresas *zombie* — empresas maduras sobre-endividadas sem capacidade de solver os seus compromissos financeiros devido à falta persistente de rendibilidade — ilustram a má alocação de recursos e, na segunda parte do trabalho, é examinada a dimensão deste fenómeno no que diz respeito à sua incidência e aos recursos envolvidos. Analisam-se ainda os fatores que explicam a recuperação destas empresas ou, alternativamente, o seu encerramento.

As barreiras à saída e à reestruturação das empresas também podem estar na origem de uma inadequada alocação de recursos. Na terceira parte do estudo, após o trabalho de classificação e identificação das empresas *zombie*, analisa-se o impacto das alterações legislativas introduzidas no regime de insolvência em 2012.

O processo de crescimento da produtividade requer a reafetação contínua de recursos. Na última parte do estudo, procede-se à avaliação do impacto da dinâmica empresarial no crescimento da produtividade antes, durante e depois da Grande Recessão.

Compreender os mecanismos através dos quais as crises económicas mais agudas afetam a dinâmica empresarial e, conseqüentemente, o crescimento económico, pode ajudar, assim o esperamos, na formulação de políticas mais adequadas a períodos como os da atual crise económica decorrente da COVID-19. Perceber em que medida a ausência de uma política de mitigação de restrições financeiras das empresas foi responsável pela fraca recuperação económica no período pós-crise, isto é, a partir de 2013, é de importância central. Por exemplo, as políticas de apoio financeiro às empresas destinadas a conter os despedimentos em massa e, conseqüentemente, o aumento do desemprego, podem também ter limitado uma melhor afetação de recursos. Que políticas podem, então, ser propostas para evitar estes efeitos indesejáveis? Estes são os aspetos práticos e a novidade da nossa investigação.

Este Resumo procura expor as principais conclusões do estudo *Financial Constraints and Business Dynamics: Lessons from the Portuguese Great Recession and its Aftermath*, editado pela Fundação Francisco Manuel dos Santos. Poderá aceder ao estudo completo em ffms.pt.

1. A dinâmica empresarial antes, durante e depois da recessão de 2008–2013

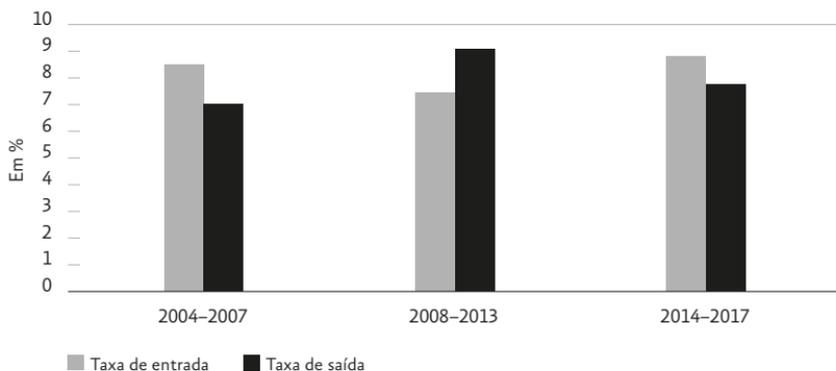
O número de sociedades a operar na indústria transformadora e dos serviços aumentou cerca de 5,1 % entre 2004 e 2017. Em média, perto de 20 mil novas sociedades iniciaram atividade produtiva todos os anos, enquanto aproximadamente 18 mil deixaram de produzir. Dito de outra forma, todos os anos, em média, uma em cada treze empresas (leia-se sociedades) a operar num dado sector encerraram a sua atividade, sendo que uma em cada doze era uma empresa nova. As estatísticas da demografia das empresas revelam, portanto, que na economia portuguesa decorre um processo incessante de criação e encerramento de empresas compatível com a conceção schumpeteriana do crescimento económico. Este padrão de entradas e saídas de empresas é geral, ainda que o sector dos serviços apresente taxas de entrada e de saída mais elevadas do que as da indústria transformadora. Os valores mencionados estão próximos das taxas anuais de entrada e de saída observadas noutros países europeus.

A Figura 1 mostra que o processo de seleção de mercado foi intensificado durante a recessão. A crise levou várias empresas ao encerramento e fez decrescer o número de novas empresas, resultando numa taxa de entrada líquida (entradas menos saídas) claramente negativa. Em particular, a percentagem de novas empresas na população empresarial total

caiu um ponto percentual, de 8,5 % no período de 2004–2007 para 7,5 % no período de 2008–2013, enquanto a proporção de empresas que encerraram a sua atividade produtiva subiu mais de dois pontos percentuais, de 7 % para 9,1 %.

A elevada dinâmica empresarial também é observada do ponto de vista da criação (ou destruição) de emprego. As taxas anuais de criação e destruição de emprego em Portugal foram elevadas, variando entre os 6 % e os 15 % ao longo do período em análise, e comparáveis às registadas noutros países europeus. As novas empresas assumiram um papel de destaque na criação de emprego (30 % do total), e o mesmo aconteceu com o encerramento de empresas na destruição de emprego (36 % do total). A criação e a destruição de emprego variaram significativamente entre os diferentes sectores de atividade. Em média, a taxa anual de criação de emprego estava compreendida entre 8 % na indústria transformadora e 16 % nas atividades imobiliárias. Já a destruição de emprego estava compreendida entre 9 % na indústria transformadora e 17 % nas atividades imobiliárias.

Figura 1. Taxa anual de entrada e saída de empresas em Portugal (2004–2017)

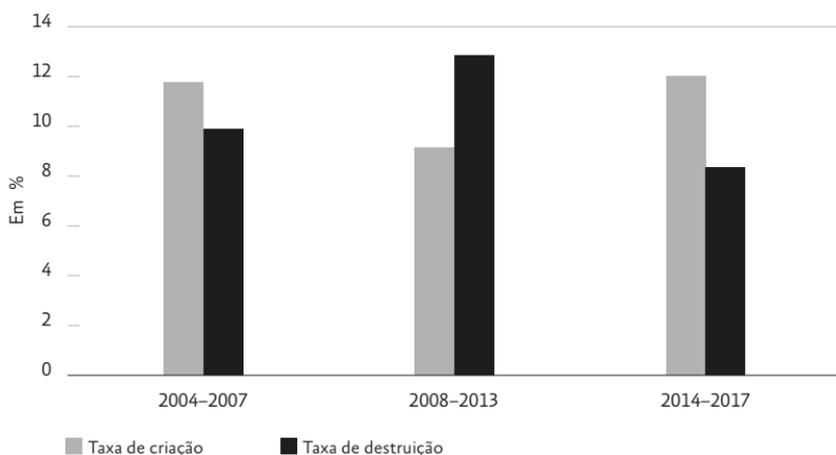


Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Nota: A *entrada* de empresas é definida pelo registo de atividade produtiva de novas sociedades e a *saída* pelo respetivo encerramento.

Durante a recessão (2008–2013), como se torna visível na Figura 2, a criação líquida de emprego foi negativa (-3,7%), correspondendo a uma queda de 5,6 pontos percentuais (pp) em relação ao período anterior (2004–2007). Esta variação resultou de uma quebra acentuada na taxa média anual de criação de emprego (em 2,6 pp) e de um aumento na destruição de emprego (em 3 pp). É de realçar que a deterioração do ciclo económico se manifestou singularmente na perda de empregos, com uma destruição *catastrófica* de 15% do total de empregos no pico da crise, em 2012. A perda de postos de trabalho dá um carácter distintivo à crise (2008–2013), na medida em que a característica principal das crises anteriores, em todas as economias desenvolvidas, era sobretudo a quebra na criação de empregos. Esta crise, no entanto, foi marcada por um acentuado agravamento da destruição de emprego.

Figura 2. Taxa anual de criação e destruição de emprego em Portugal (2004–2017)



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Notas: A *criação* de emprego num dado ano é igual aos ganhos de emprego para o conjunto de empresas que se expandem ou iniciam atividade nesse mesmo ano. A *destruição* de emprego é igual às perdas de emprego para o conjunto de empresas que se contraem ou encerram atividade nesse ano.

Dada a aceleração do ritmo de encerramento de empresas durante a crise, pode perguntar-se em que medida as saídas deram lugar a unidades com maior índice de produtividade. Na nossa análise, é possível observar que as empresas que encerraram eram menos produtivas do que as unidades estabelecidas que sobreviveram (o hiato na produtividade total dos fatores é, em média, de 14 pp) e que, no resultante processo de reafetação de recursos, as empresas que fecharam foram substituídas por novas empresas mais produtivas (apenas 9 pp menos produtivas do que as empresas estabelecidas). A produtividade total dos fatores (PTF) é definida

como a quantidade de produto que se obtém com uma unidade ponderada de todos os fatores de produção.

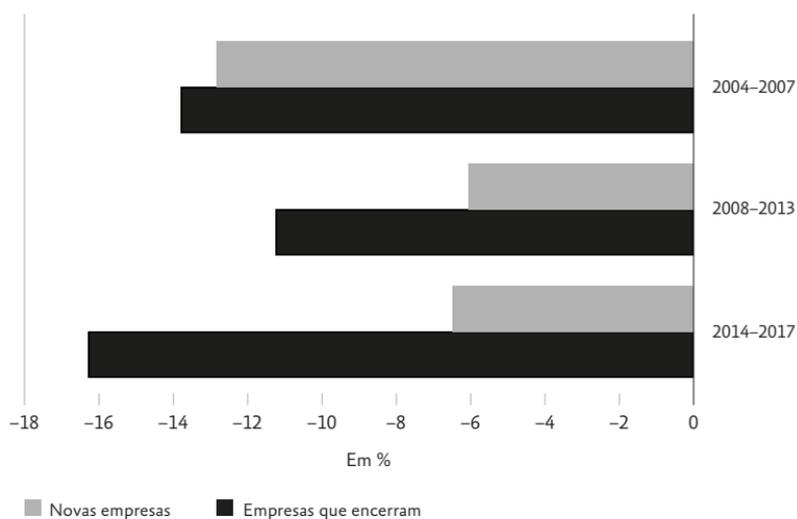
A Figura 3 mostra que o nível de produtividade necessário para entrar no mercado no período de 2008–2013 era claramente maior do que no período anterior (2004–2007). Isto significa que, embora durante o período recessivo se tenha verificado uma menor entrada de novas empresas, a sua produtividade era relativamente mais elevada. Deve notar-se que apenas conhecemos os projetos de investimento materializados. A crise financeira, ao dificultar a captação de recursos financeiros para investimento, pode ter inibido o nascimento de projetos potencialmente inovadores e viáveis. E este impacto pode não ser irrelevante. Os dados mostram, com efeito, que o recurso ao capital alheio era decisivo, pois cerca de dois terços das novas empresas possuíam níveis de endividamento superiores à mediana do seu sector.

Da Figura 3 também se retira que o limiar de produtividade exigido para a sobrevivência das empresas subiu durante a crise (2008–2013). Contudo, o grau de endividamento das empresas parece ser mais relevante para a sua sobrevivência do que a sua produtividade. Com efeito, praticamente metade das empresas que encerraram estavam fortemente endividadas, isto é, pertenciam ao quarto quartil da distribuição, medindo-se o índice de endividamento pela proporção dos ativos financiados por terceiros.

O risco de encerramento das empresas foi claramente maior durante a recessão (2008–2013), em especial nas empresas que já estavam fortemente endividadas antes da crise. Como

se ilustra na Figura 4, no caso particular das novas empresas, o risco de estas encerrarem nos primeiros anos de atividade era três vezes maior nas empresas fortemente endividadadas (pertencentes ao quarto quartil de endividamento) do que nos restantes grupos.

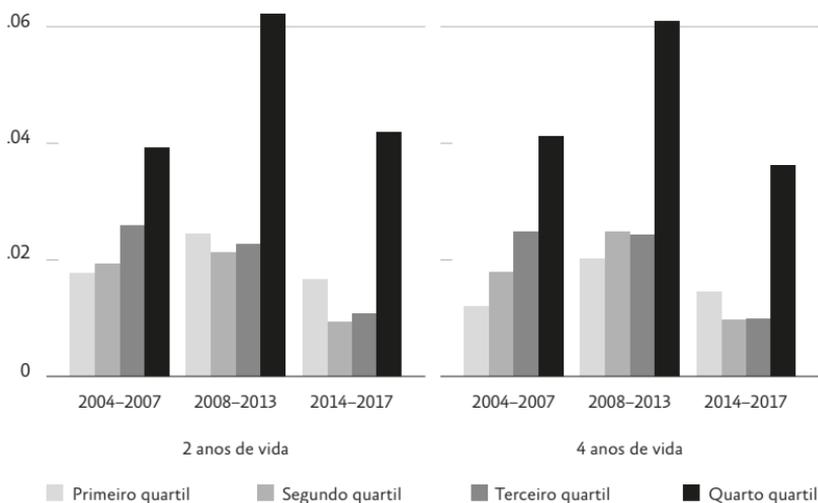
Figura 3. Diferença de produtividade das empresas que entram e que saem relativamente às empresas estabelecidas em Portugal (2004-2017)



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Notas: No período de 2004-2007 as novas empresas foram, em média, 13% menos produtivas do que as empresas estabelecidas. Como medida de produtividade utiliza-se a produtividade total dos fatores.

Figura 4. Risco de encerramento das empresas após 2 e 4 anos de vida, por grau de endividamento (2004–2017)



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Notas: A figura mostra a probabilidade de encerramento por parte de novas empresas com dois ou quatro anos de vida, repartidas pelos quartis de endividamento do sector de atividade em que operam (definido pela percentagem de ativos financiados por capitais alheios). O quarto quartil representa o grau de endividamento mais elevado.

Que perfil revelam as empresas que criaram (ou destruíram) emprego? Na verdade, não é possível traçar um padrão claro de relação entre criação/destruição de emprego e produtividade. Pelo contrário, no que diz respeito ao financiamento das empresas, a lição que se retira dos dados é clara e comum a todos os sectores. Por exemplo, a proporção de empresas pouco endividadas (com um grau de endividamento abaixo da mediana do sector) que criaram emprego cresceu sustentadamente entre 2005 e 2017. Em sentido oposto, a proporção de empresas fortemente endividadas

(as pertencentes ao quarto quartil) que destruíram emprego aumentou continuamente ao longo de todo o período.

As empresas com capacidade de libertar mais meios de auto-financiamento tenderam também a criar mais empregos.

Ideias-chave

- »» A crise de 2008-2013 foi marcada por um agravamento da destruição de emprego, ao contrário das crises anteriores, em que existiu sobretudo uma quebra na criação de empregos.
- »» Durante a recessão de 2008–2013, a taxa média anual de criação de novas empresas caiu 1 ponto percentual (pp), enquanto a taxa de encerramento de empresas aumentou 2,1 pp. Por seu turno, a taxa de criação de emprego caiu 2,6 pp, enquanto a taxa de destruição de emprego aumentou 3 pp.
- »» O risco de encerramento das empresas fortemente endividadas aumentou durante a recessão de 2008–2013, especialmente no caso das empresas que já se encontravam mais endividadas antes da crise.
- »» Durante o período recessivo de 2008–2013, o risco de encerramento das novas empresas fortemente endividadas, nos primeiros anos de vida, foi três vezes maior do que o das empresas menos endividadas.
- »» As empresas com restrições financeiras foram menos capazes de criar emprego durante a recessão de 2008–2013, em comparação com o período anterior de 2004–2007, mesmo quando atingiram níveis de produtividade superiores.

2. A crise e o florescimento de empresas *zombie*

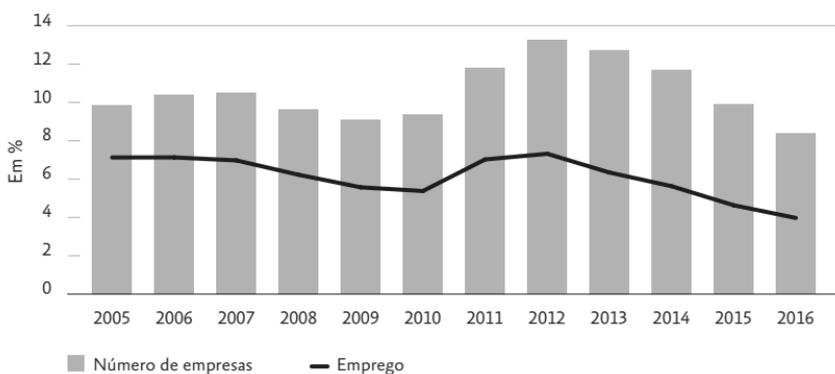
A literatura económica define como empresa *zombie* toda a empresa sobre-endividada que, sendo incapaz de responder aos compromissos financeiros por falta de rendibilidade, mantém a sua atividade suportada na condescendência dos credores. Ao serem mantidas de forma potencialmente artificial, as empresas *zombie* apresentam assim um forte risco de distorção na alocação dos recursos, na medida em que impedem o processo de seleção *darwiniana* de prosseguir o seu curso.

A incidência de empresas *zombie* na economia portuguesa é elevada, quer seja medida pela fração do número de empresas, quer pelos recursos captados. Ao longo do período de 2005–2016, cerca de 11 % das sociedades (representando 6 % do emprego total) podiam ser classificadas como *zombies*, um valor que subiu claramente no período 2007–2013. A partir do máximo atingido em 2012 (visível na Figura 5), e coincidindo com as reformas do regime jurídico de insolvência, assistiu-se então a uma redução gradual do peso das empresas *zombie*. De acordo com estudos da OCDE, a incidência deste tipo de empresas em Portugal encontra-se ligeiramente acima da média dos seus parceiros europeus.

Com diferenças importantes de incidência entre sectores, indicadas na Tabela 1, o padrão geral de evolução é, no entanto, de relativa constância ao longo do intervalo

analisado, com a óbvia exceção do sector do alojamento e da restauração, onde a percentagem de empresas *zombie* cresceu mais de 6 pp no período de recessão (2008–2013) e quase 4 pp no período de 2014–2016. É importante relembrar que estávamos perante uma conjuntura bastante desfavorável. Além da contração da procura associada aos cortes salariais e à subida do desemprego e da emigração, verificou-se, em 2012, o aumento da taxa de IVA na restauração de 13 para 23%. Assim, as empresas atingidas mostraram-se bastante mais expostas aos custos associados à insolvência financeira e às barreiras à reestruturação, fatores que, por sua vez, conduziram à continuação da atividade em situações que, de outra forma, levariam à saída do mercado.

Figura 5. Incidência de empresas *zombie* em Portugal (2005–2016)



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Nota: Os valores indicam a percentagem de empresas *zombie* no total de empresas e a correspondente fração no emprego total. É definida como empresa *zombie* toda a empresa com mais de 5 anos de vida com uma taxa de retorno dos ativos (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização sobre o ativo total) inferior à taxa EURIBOR a 12 meses, durante pelo menos 3 anos consecutivos, e com um grau de endividamento (rácio de ativos financiados por capitais alheios) acima da mediana do sector do subgrupo de empresas que encerraram a atividade produtiva.

Na prática, as empresas *zombie* não são apenas menos produtivas do que as empresas mais competitivas do sector. Ao reterem recursos e ao congestionarem o mercado, dificultam a seleção dos melhores concorrentes, o que gera um menor crescimento económico. Os nossos dados mostram que existe uma relação inversa entre a produtividade sectorial e a incidência de empresas *zombie*, estimando-se que um acréscimo em 1% na quota de empresas *zombie* esteja associado a uma diminuição de 0,5% da PTF sectorial.

Tabela 1. Incidência de empresas *zombie* por sector (em %) em Portugal (2005–2016)

	2005–2007	2008–2013	2014–2016
Indústria transformadora	10,0	10,5	8,2
Construção	10,3	10,8	8,2
Comércio	10,8	11,3	9,7
Alojamento e restauração	9,9	16,2	19,6
Atividades imobiliárias	13,7	14,3	9,9
Serviços às empresas	7,4	7,5	6,0

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Nota: Os valores indicam a percentagem de empresas *zombie* no total de empresas, por sector.

Com barreiras à saída, a probabilidade de uma determinada empresa permanecer no estado *zombie* revela-se elevada. De acordo com o nosso estudo, 74% das empresas *zombie* permaneceram nessa situação no ano seguinte e 26% permaneceram nessa situação nos três anos seguintes.

Contudo, a probabilidade de recuperação das empresas *zombie* não é nula. Na verdade, as que recuperaram a viabilidade económica necessitaram de, aproximadamente, três anos e dois meses para o fazerem. A Tabela 2 ilustra esta problemática de uma outra forma: cerca de 46% das

empresas *zombie* recuperaram nos primeiros três anos após terem sido identificadas como tal e 28% encerraram atividade. De acordo com o nosso estudo, o principal fator de recuperação foi a reestruturação empresarial, quer através da reorganização (com possível redução de pessoal e de ativos), quer através de mudança tecnológica e reestruturação da dívida.

Tabela 2. Destino das empresas *zombie* (em %) em Portugal (2005–2016)

	Estado no ano $t + 3$		
	Permanência como <i>zombie</i>	Recuperação	Encerramento
<i>Zombie</i> no ano t	26	46	28

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Nota: Os valores (em percentagem) indicam a probabilidade de transição de uma empresa *zombie* para três estados distintos (permanência, recuperação e encerramento) três anos após a empresa ter sido identificada como *zombie*.

Ideias-chave

- »» No pico da crise económica (2012), 13% das sociedades portuguesas eram empresas simultaneamente sobre-endividadas e com fraca (ou negativa) rentabilidade, que só sobreviviam devido à tolerância dos credores.
- »» Entre 2008 e 2013, o peso das empresas *zombie* no sector do alojamento e da restauração aumentou 14 pontos percentuais, fazendo com que cerca de um quarto das sociedades do sector estivessem virtualmente moribundas em 2013.
- »» A incidência de empresas *zombie* tende a diminuir a produtividade de um sector. Um acréscimo de 1% de empresas *zombie* num dado sector está associado a uma diminuição de 0,5% na produtividade do respetivo sector.
- »» Entre 2005 e 2016, em média, 26% das empresas *zombies* mantiveram-se nesse estado, 28% encerraram e 46% recuperaram a sua viabilidade económica e financeira nos três anos seguintes à sua identificação como *zombies*.

3. As reformas do regime de insolvência e da recuperação de empresas de 2012

O quadro institucional de cada país, mais ou menos favorável à reafetação dos recursos económicos, condiciona o crescimento da produtividade. O regime jurídico da insolvência e da recuperação de empresas constitui um desses condicionantes.

Com início em 2012, foram sendo introduzidas diversas medidas legislativas no âmbito do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE). Entre os aspetos mais notórios, foi dada prioridade à reorganização empresarial e ao equilíbrio de forças entre credores e devedores. As reformas incluíram um mecanismo híbrido de pré-insolvência (com supervisão judicial), o Processo Especial de Revitalização (PER), destinado a promover um acordo de reestruturação rápida entre devedores em situação de insolvência iminente e credores. O novo regime estipulou que os credores que injetassem novos capitais para efeitos de reestruturação teriam prioridade em caso de liquidação. Por último, contemplou ainda um Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial (SIREVE), centrado nas pequenas e médias empresas e com o apoio técnico do IAPMEI — Agência para a Competitividade e Inovação.

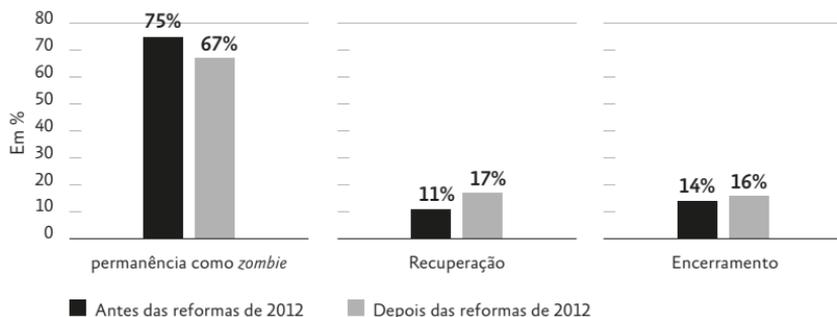
Que impacto tiveram estas reformas nas empresas *zombie*? O nosso estudo mostra que a probabilidade de uma empresa classificada como *zombie* num dado ano permanecer nessa situação no ano seguinte diminuiu após a introdução do novo regime de insolvência, como se pode observar na Figura 6. Com efeito, antes das reformas de 2012, a probabilidade estimada de uma empresa permanecer como *zombie* era de 75%, ao passo que no período pós-reformas era de 67% (ou seja, uma redução de 8 pp). Esta redução é explicada por um aumento de 6 pp na probabilidade de estas empresas recuperarem, face a um aumento de 2 pp na probabilidade de encerrarem. Os resultados parecem indicar que existiu uma redução efetiva das barreiras de realocação, incentivando-se por essa via a reorganização das empresas em detrimento da liquidação. A análise sector a sector revela que o impacto das reformas fez-se notar em todas as atividades económicas.

As reformas de 2012 também tornaram a realocação mais sensível à reestruturação tecnológica e à reestruturação organizacional. Como se mostra na Figura 7, após a introdução das reformas, o aumento unitário da produtividade total dos fatores incrementou a probabilidade de recuperação das empresas em 6,9%. Antes das alterações legislativas de 2012, o mesmo incremento unitário na produtividade aumentava a probabilidade de recuperação em apenas 4,2%.

As reformas do regime de insolvência aumentaram a probabilidade de recuperação não só de grandes empresas como também de pequenas e médias empresas em dificuldade. Entre outras coisas, as reformas atenuaram os atrasos na resolução de conflitos entre credores de grandes empresas

(que, por regra, detêm numerosos credores) e permitiram aumentar o poder de negociação de pequenas e médias empresas, à partida menos efetivo.

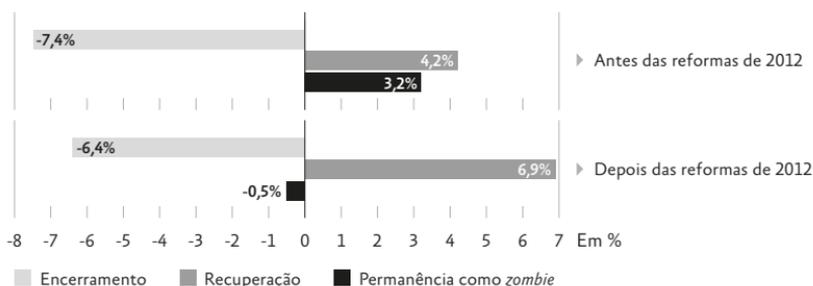
Figura 6. Probabilidade estimada de recuperação e encerramento antes e depois das reformas do regime de insolvência de 2012



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Nota: Os valores indicam a probabilidade estimada de uma empresa classificada como *zombie* continuar nessa situação, recuperar ou encerrar, antes e depois da introdução das reformas do regime de insolvência de 2012.

Figura 7. Efeito marginal da produtividade na probabilidade de recuperação e encerramento antes e depois das reformas do regime de insolvência de 2012



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Nota: Os valores reportados na figura indicam o efeito marginal da produtividade (PTF) na probabilidade de uma empresa classificada como *zombie* continuar nessa situação, recuperar ou encerrar antes e depois das reformas de 2012.

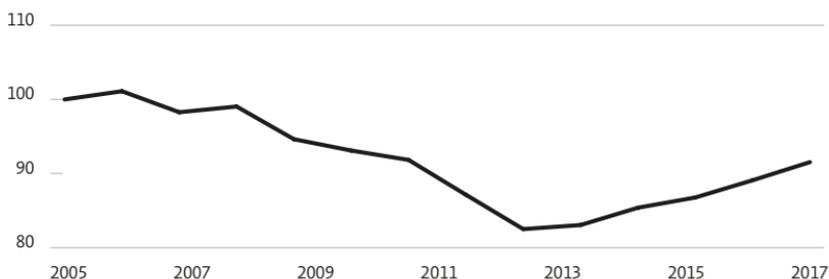
Ideias-chave

- »» A probabilidade de uma empresa classificada como *zombie* permanecer nessa condição no ano seguinte diminuiu 8 pontos percentuais após as reformas do regime de insolvência de 2012.
 - »» As reformas do regime de insolvência de 2012, além de terem acelerado o processo de liquidação das empresas *zombie*, aumentaram em 6 pontos percentuais a probabilidade de estas empresas recuperarem após uma reestruturação.
-

4. A crise e a evolução da produtividade: uma oportunidade perdida?

A produtividade total dos fatores da economia portuguesa evoluiu a diferentes ritmos entre 2004 e 2017, como se pode observar na Figura 8. Entre 2004 e 2008 esteve praticamente estagnada; entre 2008 e 2012 teve uma descida abrupta de 16,7%; e recuperou timidamente a partir de 2013, alcançando um crescimento acumulado de apenas 11% entre 2013 e 2017, o que se revelou insuficiente para retornar ao índice inicial (de 2004).

Figura 8. Evolução da produtividade total dos fatores na economia portuguesa (2004–2017)



Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do SCIE, INE.

Nota: A produtividade total dos fatores (PTF) para a economia portuguesa foi calculada considerando a média ponderada da PTF das empresas portuguesas em todos os sectores da indústria e dos serviços (2004 = 100).

O processo de crescimento da produtividade requer a reafetação contínua — para usos mais produtivos — de recursos aplicados em usos menos produtivos. Neste contexto, as alterações à produtividade agregada podem ser explicadas quer por variações na produtividade das empresas em atividade, quer por alterações à dinâmica de alocação de recursos, decorrentes da variação da dimensão ou do encerramento dessas empresas, ou da entrada de novas empresas.

A análise aqui realizada decompõe o crescimento da produtividade agregada em três efeitos:

- o efeito intraempresa, que indica o crescimento da produtividade nas diferentes empresas por via da inovação, requalificação dos recursos humanos e melhoria na qualidade de gestão;
- o efeito interempresas, que assinala o efeito de variações de quota de mercado das empresas em atividade. Este efeito é positivo se a reafetação libertar recursos de empresas menos produtivas para empresas mais produtivas; e
- o efeito entrada-saída, que capta o crescimento na produtividade originado pela entrada das empresas novas, que substituem as empresas que encerraram. O efeito é positivo se as empresas que saem forem menos produtivas do que as empresas que entram.

O fraco desempenho da produtividade agregada durante a recessão (2008–2013) é explicado pelo forte contributo negativo do efeito intraempresa, que não foi totalmente

compensado pelo efeito de realocação dos recursos (obtido pela soma dos efeitos interempresas e entrada-saída). De facto, o contributo dos efeitos interempresas e entrada-saída aumentou durante a recessão em resultado da intensificação do processo de seleção de mercado. Contudo, a sua magnitude não foi suficiente para compensar o decréscimo de produtividade intraempresas. As empresas que passam por períodos recessivos e enfrentam restrições financeiras tendem a investir em projetos financeiramente menos exigentes e de menor potencial inovador, o que pode ajudar a explicar o facto de o efeito intraempresa ter sido tão negativo durante a recessão em causa. Esta hipótese parece verificar-se com particular predominância no sector dos serviços.

No período de recuperação económica que se seguiu à recessão analisada, o crescimento da produtividade, embora ténue, deveu-se, essencialmente, ao efeito intraempresa, uma vez que o efeito interempresas passou a ser negativo. Após a recessão analisada, o país deparou-se com uma economia pouco dinâmica, isto é, sem projetos suficientemente inovadores, pelo que se tornou difícil às empresas relativamente mais produtivas ganharem quota de mercado.

Ideias-chave

- »» A redução da produtividade agregada durante a recessão (2008-2013) deveu-se à ausência de inovação, à fraca requalificação dos recursos humanos e à falta de melhoria da qualidade da gestão por parte das empresas.
- »» No período pós-recessão, entre 2013 e 2017, a economia não revelou suficiente dinamismo, isto é, não se observaram ganhos de quota de mercado significativos por parte das empresas com índices mais elevados de produtividade.

Conclusão

Quando, em 2018, se iniciou este trabalho, estávamos todos longe de imaginar que uma nova crise se aproximava. Neste estudo, utilizou-se uma experimentação *natural*, fornecida pela Grande Recessão de 2008–2013, para destacar o papel das restrições financeiras das empresas no seu desempenho económico, um exercício que, no nosso entender, poderá vir a ser útil para a formulação de políticas no contexto dominado pela COVID-19.

Utilizando dados das sociedades portuguesas a operar na indústria transformadora e no sector dos serviços, entre 2004 e 2017, o nosso estudo documenta persistentes e significativas diferenças de produtividade entre empresas nos mais variados sectores de atividade. Entre outras implicações, esta heterogeneidade entre empresas sugere que existe uma ineficiência na alocação de recursos.

A Grande Recessão (2008–2013) caracterizou-se por uma desaceleração na criação de emprego, por um lado, e por um aumento da destruição de emprego, por outro, com a agravante de, pelo menos, metade do emprego destruído ter ocorrido em empresas com níveis de produtividade acima da mediana, enquanto, paradoxalmente, muitas empresas de baixa produtividade criavam emprego. Além disso, a percentagem de empresas que criaram emprego e que apresentaram um índice de endividamento abaixo da mediana do sector, bem como a percentagem de empresas do quartil superior

que destruíram emprego, aumentou ao longo do período em análise. Estes dados parecem indicar que, em situações de forte restrição ao crédito, as empresas tendem a investir em projetos menos exigentes financeiramente, ainda que estes tenham menor potencial de inovação e crescimento.

Durante a recessão nasceram menos empresas, embora as sociedades criadas apresentassem um índice de produtividade mais próximo do nível das empresas instaladas. Por outro lado, o limiar de produtividade necessário para a sobrevivência aumentou, resultando numa acrescida taxa de mortalidade. Cerca de dois terços das empresas criadas no período de recessão apresentaram um índice de endividamento superior à mediana do sector. O facto de o risco de encerramento ser superior entre as empresas recém-nascidas e de a probabilidade de saída aumentar quando o endividamento é maior poderá ajudar a explicar a proporção também de dois terços de empresas que encerraram com um índice de endividamento superior à mediana.

A análise econométrica levada a cabo no estudo, que serve de suporte a este Resumo, confirmou que as empresas menos produtivas, além de apresentarem uma menor taxa de crescimento em relação às empresas com um índice de produtividade mais elevado, têm realmente maior probabilidade de sair do mercado. As condições do mercado de crédito desempenharam, no entanto, um papel crucial no desempenho das empresas. Com efeito, durante a crise (2008–2013), as empresas com elevada produtividade, mas em *stress* financeiro, cresceram a um ritmo mais lento e viram a sua probabilidade de encerramento aumentar. O risco de encerramento foi ainda

maior para as empresas muito endividadas antes da crise e em sectores mais dependentes do financiamento bancário.

O intervalo analisado, com praticamente uma década e meia de duração, caracterizou-se também pela forte presença de empresas *zombie* a operar nos vários sectores de atividade, sendo perceptível a relação inversa entre a sua incidência e a produtividade do respetivo sector. Dado o risco de distorção introduzido pela disseminação de empresas *zombie*, as políticas de incentivo à reestruturação e liquidação, plasmadas nas reformas do regime de insolvência de 2012, afiguraram-se como fundamentais para o crescimento da produtividade da economia.

Nos nossos dados ficou patente a forte quebra da produtividade agregada registada durante a recessão (2008–2013), com origem no efeito intraempresas, ou seja, na fraca capacidade de inovação, requalificação de recursos humanos e melhoria da qualidade da gestão das empresas, fatores que não permitiram o necessário crescimento da produtividade a nível microeconómico. Além disso, tendo em conta que as restrições financeiras então vigentes implicaram, possivelmente, a adoção de projetos financeiramente menos exigentes e também menos produtivos, não é surpreendente que a recuperação da produtividade agregada no período pós-recessão tenha sido tímida, dada a falta de condições que permitiriam às empresas mais produtivas ganhar quota de mercado às menos produtivas. Por outras palavras, apesar do contributo claramente positivo do efeito de entrada líquida de empresas na produtividade, o efeito schumpeteriano de *limpeza* do mercado não se revelou suficientemente forte para assegurar o crescimento continuado e fortalecido da produtividade para o conjunto da economia no período pós-recessão.

Do ponto de vista da formulação de políticas públicas, o estudo aponta no sentido de existir espaço para se criarem condições para a redução do impacto negativo das recessões —, por exemplo, no domínio da recuperação de empresas — um aspeto que nos parece da maior pertinência no atual contexto de pandemia. Dada a magnitude do choque negativo a que se assiste, uma deterioração drástica nos balanços das empresas desencadeará necessariamente um aumento do risco de encerramento de um número significativo de empresas viáveis. Assim sendo, políticas contracíclicas destinadas a aliviar os problemas de liquidez das empresas são, pois, da maior relevância, na medida em que limitariam os efeitos duradouros dos choques devastadores. No entanto, políticas que não desencorajem o financiamento de empresas inviáveis certamente acabarão por diminuir a capacidade de crescimento da economia portuguesa no futuro.

Um regime de insolvência concebido para facilitar a reestruturação de empresas, à semelhança da reforma legislativa de 2012, parece revelar-se como um dos meios para assegurar que o efeito de *limpeza* não seja cego. Os nossos resultados sugerem, precisamente, que uma estratégia que inclua a mudança tecnológica, a reestruturação da dívida e a reorganização dos ativos e da força de trabalho, aumentaria a probabilidade de recuperação de empresas económico-financeiramente viáveis. Não podemos deixar de notar, todavia, que a reestruturação e a insolvência envolvem custos significativos, designadamente o desemprego, o que conduz à necessidade de um acompanhamento adequado por parte das entidades públicas.

Abreviaturas

- CAE** Classificação Portuguesa de Atividades Económicas
- CIRE** Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
- EURIBOR** Euro Interbank Offered Rate
- IAPMEI** Agência para a Competitividade e Inovação
- INE** Instituto Nacional de Estatística
- PER** Processo Especial de Revitalização
- PIB** Produto Interno Bruto
- pp** pontos percentuais
- PTF** Produtividade total dos fatores
- SCIE** Sistema de Contas Integradas das Empresas
- SIREVE** Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial

Glossário

Criação líquida de emprego – Número de postos de trabalho criados (subtraídos os postos destruídos) pelas empresas que se expandem ou iniciam atividade num dado ano.

Destruição líquida de emprego – Número de postos de trabalho destruídos (subtraídos os postos criados) pelas empresas que se contraem ou encerram atividade num dado ano.

Efeito de *limpeza* – Efeito observado durante as crises económicas em que a economia se desfaz das unidades menos produtivas a um ritmo mais acelerado, abrindo espaço para a expansão das empresas mais produtivas e para o aumento da produtividade média.

Empresas não financeiras – Sociedades cuja função principal consiste em produzir bens e serviços não financeiros mercantis.

Empresas *zombie* – Empresas maduras sobre-endividadas sem capacidade de fazer face aos seus compromissos financeiros devido à falta persistente de rendibilidade. É identificada como *zombie* toda a empresa com mais de cinco anos com uma taxa de retorno dos ativos (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização sobre o ativo total) inferior à taxa EURIBOR a 12 meses, durante, pelo menos, três anos consecutivos, e com um índice de endividamento acima da mediana das empresas que encerraram a sua atividade produtiva.

Entrada – Primeiro registo de atividade produtiva de novas sociedades.

EURIBOR – Média das taxas de juro praticadas em empréstimos interbancários em euros.

Grande Recessão – Período de declínio económico geral, entre 2008 e 2013, causado pela crise financeira internacional de 2007–2008.

Índice de endividamento – Percentagem de ativos financiados por capitais alheios.

Produtividade total dos fatores (PTF) – Quantidade de produto que se obtém com uma unidade ponderada de todos os fatores de produção.

Saída – Empresas que encerram definitivamente a sua atividade produtiva.

Taxa de criação de emprego – Percentagem de criação de emprego em relação ao nível de emprego médio anual do sector.

Taxa de destruição de emprego – Percentagem de destruição de emprego em relação ao nível de emprego médio anual do sector.

Taxa de entrada – Percentagem de novas empresas em relação à população total de empresas.

Taxa de saída – Percentagem de empresas que encerram em relação à população total de empresas.

Para saber mais

Alexandre, F. (Coordenação), Bação, P., Carreira, C., *et al.*, *Investimento Empresarial e o Crescimento da Economia Portuguesa*. Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian, 2017.

Bartelsman, E. & Doms, M., «Understanding productivity: lessons from longitudinal microdata», *Journal of Economic Literature*, vol. 38 (3), 2000, pp. 569–594.

Bartelsman, E., Haltiwanger, J., & Scarpetta, S., «Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection», *American Economic Review*, vol. 103(1), 2013, pp. 305–334.

Carneiro, A., Portugal, P. & Varejão, J., «Catastrophic job destruction during the Portuguese economic crisis», *Journal of Macroeconomics*, vol. 39, 2014, pp. 444–457.

Carreira, C. & Teixeira, P., «Entry and exit in severe recessions: Lessons from the 2008–2013 Portuguese economic crisis», *Small Business Economics*, vol. 46(4), 2016, pp. 591–617.

Carreira, C., Teixeira, P., & Nieto-Carrillo, E., «Recovery and Exit of Zombie Firms in Portugal», *Small Business Economics* (Forthcoming), 2021.

Caves, R. Industrial organization and new findings on the turnover and mobility of firms. *Journal of Economic Literature*, vol. 36, 1998, pp. 1947–1982.

Dias, D. A. & Marques, C. R., «Every Cloud Has a Silver Lining: Cleansing Effects of the Portuguese Financial Crisis», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* (Forthcoming), 2020.

Foster, L., Grim, C. & Haltiwanger, J., «Reallocation in the Great Recession: Cleansing or Not?», *Journal of Labor Economics*, vol. 34(S1), S293–S331, 2016.

Gouveia, A.F., & Osterhold, C., «Fear the walking dead: zombie firms, spillovers and exit barriers», *OECD Productivity Working Papers*, N.º 13, Paris, 2018.

Mcgowan, M. A. & Andrews, D., «Design of Insolvency Regimes across Countries», *OECD Economics Department Working Papers*, N.º 1504, 2018.

Mcgowan, M. A., Andrews, D. & Millot, V., «Insolvency Regimes, Zombie Firms and Capital Reallocation», *OECD Economics Department Working Papers*, N.º 1399, Paris, 2018

Mcgowan, M. A., Andrews, D., & Millot, V., «The Walking Dead: Zombie firms and productivity performance in OECD countries», *Economic Policy*, vol. 33(96), 2018, pp. 685–736.

Autores

Carlos Carreira, Professor Associado com Agregação na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. É investigador do Centre for Business and Economics Research (CeBER) e coordenador do projeto *ENtRY — Is EcoNomic RecoverY a myth? Lessons from firm dynamics during the Portuguese Great Recession*, financiado pela Fundação para a Ciência e a Tecnologia (FCT) (PTDC/EGE-ECO/31117/2017). Os seus interesses de investigação centram-se nas áreas da produtividade, dinâmica de empresas, restrições financeiras, empreendedorismo e inovação, e exportações.

Paulino Teixeira, Professor Catedrático na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. É investigador do Centre for Business and Economics Research (CeBER) e *Research Fellow* no Institute for the Study of Labor (IZA). A sua investigação incide sobre o emprego, salários, produtividade, dinâmica de empresas, sindicatos e comissões de trabalhadores. Os seus estudos, em coautoria com distintos investigadores nacionais e internacionais, cobrem a realidade portuguesa e europeia, com destaque, no último caso, para a análise do mercado de trabalho na Alemanha.

Ernesto Nieto-Carrillo, Doutorando em Economia na Universidade de Coimbra e bolseiro de investigação no Centre for Business and Economics Research (CeBER). As suas áreas de interesse centram-se na mudança tecnológica endógena, na concorrência e dinâmica empresarial, e na desigualdade de rendimentos. Durante o período de 2014–2017, exerceu as funções de Subsecretário de Estado para o Fortalecimento do Conhecimento do Governo do Equador.

João Eira, Doutorando em Economia na Universidade de Coimbra e Bolseiro de Investigação no Centre for Business and Economics Research (CeBER). A sua atividade de investigação centra-se nas áreas da produtividade, restrições financeiras e dinâmica das empresas.

Resumos da Fundação

- 1. Igualdade de género ao longo da vida**
Coordenação: Anália Torres
- 2. Encerramento de multinacionais**
Coordenação: Pedro de Faria
- 3. Dinâmica empresarial e desigualdade**
Coordenação: Rui Baptista
- 4. Diversificação e crescimento da economia portuguesa**
Coordenação: Leonor Sopas
- 5. Qualidade da governação local em Portugal**
Coordenação: António Tavares e Luís de Sousa
- 6. Identidades religiosas na Área Metropolitana de Lisboa**
Coordenação: Alfredo Teixeira
- 7. As mulheres em Portugal, hoje**
Coordenação: Laura Sagnier e Alex Morell
- 8. Sustentabilidade do sistema de pensões português**
Coordenação: Amílcar Moreira
- 9. Cultura política e democracia**
Coordenação: Tiago Fernandes
- 10. Dívida indexada ao PIB na economia portuguesa**
Coordenação: Gonçalo Pina
- 11. As empresas portuguesas no comércio internacional**
Coordenação: João Amador
- 12. Fases da pobreza em Portugal**
Coordenação: Fernando Diogo
- 13. Crise e Crédito, Lições da Recessão de 2008-2013**
Coordenação: Carlos Carreira

**Como é que a recessão
de 2008-2013 afetou o risco
de encerramento das
empresas em Portugal?**

**Que consequências
teve no emprego
e na produtividade?**

**E que importância têm
as empresas *zombie* na
economia portuguesa?**

