

Garantias públicas de crédito e seguro de liquidez: o caso português

Filipe Grilo, José Jorge & Sujiao Zhao

Universidade do Porto - Faculdade de Economia da Universidade do Porto

Sumário executivo

As garantias públicas de crédito são amplamente utilizadas para apoiar as pequenas e médias empresas (PME), mas são frequentemente avaliadas através de uma perspetiva redutora: em que medida aliviam as restrições de “colateral”, expandem o crédito e aumentam o investimento e a produção. Em Portugal, tal como em muitos outros países, a evidência sobre os efeitos no investimento e na produção no curto prazo é mista, o que torna difícil comunicar o impacto do programa de garantias e pode reduzir o apoio do público.

Este *policy brief* reformula a discussão ao destacar um ponto central, mas frequentemente negligenciado: as *garantias de crédito funcionam também como um seguro*. Muitas atividades de elevado valor acrescentado (em particular aquelas com custos fixos iniciais elevados, como a exportação ou a inovação) estão fortemente expostas a choques futuros de liquidez, incluindo acréscimos imprevistos de custos ou atrasos nos recebimentos. Dado que as empresas não conseguem usar fluxos de caixa futuros como colateral, os mercados privados tendem a oferecer um nível insuficiente de seguro contra estes riscos. As garantias públicas de crédito podem colmatar esta lacuna ao fornecer proteção/seguro contra insuficiências futuras de liquidez. Assim, as garantias de crédito operam através de dois canais complementares:

- O canal do colateral, que alivia as restrições ao financiamento no momento da concessão do crédito; e
- O canal do seguro de liquidez, que fornece apoio contingente caso ocorram choques adversos posteriormente.

Nova evidência para Portugal mostra que cada euro adicional numa garantia que cobre 75% de um empréstimo a quatro anos conduz a: (i) um aumento imediato, mas temporário, do crédito bancário inferior a um euro, consistente com a substituição parcial de empréstimos não garantidos por empréstimos garantidos; (ii) a ausência de um efeito claro na produção das empresas no curto prazo; e (iii) efeitos de composição, com as garantias a apoiarem atividades como as exportações. A procura por garantias não depende das taxas de ativação, o que sugere a ausência de seleção adversa. As taxas de ativação são mais elevadas *ex post* para empresas com garantias maiores (cerca de 5% versus 8%), um padrão consistente com maior tomada de risco e/ou com uma monitorização menos intensa após a disponibilização do seguro.

No seu conjunto, estes resultados sugerem que as garantias de crédito devem ser concebidas, avaliadas e comunicadas como instrumentos de seguro que promovem a resiliência e a tomada de risco produtiva, em vez de serem julgadas exclusivamente com base no crescimento do investimento ou da produção no curto prazo. Tal implica uma monitorização mais robusta, uma partilha adequada do risco com os bancos e a adoção de preços ajustados ao risco, de forma a assegurar simultaneamente a eficácia e a sustentabilidade de longo prazo.

Recomendações

- Conceber as garantias como instrumentos de seguro. Os regimes de garantia devem assentar em preços ajustados ao risco, direcionar-se para atividades de elevado valor acrescentado e com custos fixos elevados, adotar uma partilha de risco que mantenha parte do risco no balanço dos bancos, monitorizar a deslocação do risco para empréstimos garantidos, e aplicar procedimentos simples de acompanhamento.
- Avaliar e comunicar as garantias como instrumentos de seguro. O desempenho dos programas deve ser avaliado com base na resiliência e sobrevivência das empresas, com atenção a efeitos de composição, como a internacionalização e a inovação, devendo a lógica de seguro ser comunicada de forma clara.

Destinatários do *policy brief*

Sociedade de Garantia Mútua, Banco Português de Fomento, Banco de Portugal, Ministério da Economia, AICEP (Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal) e as CCDR (Comissões de Coordenação e Desenvolvimento Regional).

Introdução e Enquadramento do Problema

Os regimes de garantia de crédito são um instrumento central de política nos mercados de crédito a nível mundial. São particularmente relevantes na Ásia, que alberga os maiores programas globais (Beck, Klapper e Mendoza, 2010), mas a sua dimensão é igualmente significativa noutras regiões. Nos Estados Unidos, apenas em 2019, as garantias federais apoiaram empréstimos correspondentes a cerca de 7% do PIB (Bachas, Kim e Yannelis, 2021). Na Europa, o stock de garantias a empréstimos a empresas atingiu 2,1% do PIB em Itália em 2014, 1,8% em Portugal em 2015 e 0,8% em França em 2015 (Kraemer-Eis et al., 2016). Estes valores evidenciam a relevância económica das garantias de crédito e a importância de avaliar a sua aplicação prática.

A justificação tradicional das políticas públicas para os regimes oficiais de garantia de crédito baseia-se na teoria convencional do racionamento do crédito. Segundo esta perspetiva, as pequenas e médias empresas enfrentam dificuldades de acesso ao crédito bancário devido a assimetrias de informação. As garantias de crédito visam aliviar restrições de “colateral”, melhorar o acesso ao financiamento externo e estimular o investimento (Honohan, 2010).¹ Apesar da sua ampla utilização, a evidência empírica sobre os efeitos financeiros e reais das garantias tem sido mista. Em muitos casos, tem sido difícil identificar impactos claros no investimento, na produção ou na produtividade, levantando dúvidas quanto à eficácia destes regimes.

Este *policy brief* defende que a visão convencional centrada no colateral é incompleta. Embora a escassez de colateral seja importante, não capta totalmente o papel económico das garantias de crédito. Os projetos de investimento desenvolvem-se ao longo do tempo e estão expostos a choques adversos futuros, como custos acima do previsto, quedas na procura, atrasos nas

receitas ou outras perturbações nos fluxos de caixa. Estes riscos são particularmente relevantes para empresas envolvidas em exportação, inovação ou outras atividades com elevados custos afundados e retornos incertos.² Nestes contextos, as empresas enfrentam não apenas uma escassez de colateral, mas também uma escassez de seguros contra choques futuros de liquidez.

A mensagem central deste documento é que as garantias de crédito fornecem seguro de liquidez. As empresas sofrem simultaneamente de escassez de colateral e de escassez de seguros devido a falhas de mercado. As garantias de crédito mitigam estas limitações através de dois mecanismos distintos, mas complementares:

- O canal do colateral, que atenua as restrições de financiamento no momento da concessão do crédito; e
- O canal do seguro de liquidez, que protege as empresas contra carências futuras de liquidez, fornecendo apoio contingente quando este é mais necessário.

Este *policy brief* explica a lógica económica subjacente ao canal do seguro de liquidez e resume a evidência empírica que o sustenta, com especial enfoque em Portugal. Com base em investigação recente, documentamos de que forma as garantias de crédito portuguesas afetam o comportamento das empresas para além da simples expansão do crédito. Discutimos depois as implicações de política de encarar as garantias como seguro de liquidez, incluindo contributos da literatura sobre seleção adversa e risco moral. O objetivo é apoiar um desenho, avaliação e comunicação mais informados dos regimes de garantia de crédito por parte de instituições portuguesas como a Sociedade de Garantia Mútua e o Banco Português de Fomento.

¹ A palavra “colateral” é uma tradução direta do inglês *collateral*. No contexto financeiro anglo-saxónico, indica um ativo que o devedor oferece como garantia do empréstimo. Em caso de incumprimento, o credor pode tomar e vender esse ativo para recuperar o montante em dívida.

² Um custo afundado é semelhante a um custo fixo realizado no início do projeto e que não pode ser recuperado.

O que é uma garantia de crédito?

Uma garantia de crédito é um contrato de seguro que protege a empresa caso esta não consiga reembolsar um empréstimo. Em troca, a empresa paga antecipadamente uma comissão (o prémio do seguro). Se a empresa sofrer um choque negativo severo, como um acréscimo inesperado de custos, e não conseguir cumprir as suas obrigações, a garantia é acionada e a “seguradora” cobre a parte segurada do montante em dívida.

Na prática, tal significa que uma garantia de crédito faz mais do que “acrescenta colateral” no momento da concessão do empréstimo: também fornece apoio contingente em estados adversos, quando a liquidez da empresa está sob pressão.

Como funciona uma garantia de crédito?

As garantias de crédito afetam as empresas através de dois canais complementares.

1. O canal do colateral (acesso ao crédito hoje): As pequenas empresas têm frequentemente acesso limitado ao crédito porque os bancos não conseguem observar plenamente a qualidade ou o esforço das empresas. Para se protegerem, os bancos exigem colateral, isto é, ativos ou fluxos de caixa que possam ser “comprometidos” de forma credível para o reembolso do empréstimo. Quando o colateral é escasso, os bancos podem restringir o crédito mesmo a empresas com projetos rentáveis. Os bancos colmatam esta lacuna através da seleção das melhores empresas ou da monitorização (redução de comportamentos de risco das empresas após a concessão do crédito) (Holmström e Tirole, 1997), mas estes mecanismos são imperfeitos e dispendiosos. A garantia de crédito alivia esta restrição ao fornecer uma salvaguarda adicional de reembolso, tornando o empréstimo mais seguro para o banco e permitindo que algumas empresas obtenham crédito que de outra forma não obteriam (ou em melhores condições).

2. O canal do seguro de liquidez (apoio futuro, se necessário): Muitos projetos implicam custos iniciais afundados e apenas geram retornos ao longo do tempo. Durante esse percurso, as empresas podem enfrentar choques adversos e necessitar de

financiamento adicional. Quando uma empresa não consegue comprometer plenamente o seu rendimento futuro junto de investidores externos (isto é, quando o colateral é insuficiente), os mercados privados podem oferecer seguro insuficiente contra estes choques. Nesse caso, as empresas podem evitar atividades socialmente valiosas, mas arriscadas, como a exportação ou a I&D, porque não conseguem assegurar financiamento fiável após um choque negativo (Holmström e Tirole, 1998). As garantias de crédito ajudam a colmatar esta lacuna ao fornecer liquidez contingente: o apoio é disponibilizado precisamente quando a empresa enfrenta dificuldades financeiras, tornando viável a realização de projetos com elevados custos afundados e fluxos de caixa incertos.

Porque falham os mercados de seguros? Seleção adversa e risco moral

As razões mais comuns para a falha dos mercados de seguros são a seleção adversa e o risco moral.

- A seleção adversa refere-se a um problema de seleção antes da concessão da garantia. Trata-se de um problema *ex ante*, no qual o seguro tende a atrair riscos mais elevados. Esta preocupação pode ser formulada como: “as garantias atraem de forma desproporcionada empresas com maior probabilidade de incumprimento?”
- O risco moral refere-se a um problema comportamental que surge após a concessão da garantia. Trata-se de um problema *ex post*, no qual o seguro pode induzir comportamentos indesejáveis. Uma empresa parcialmente protegida contra perdas pode adotar decisões que aumentam o risco (por exemplo, escolher projetos mais arriscados, reduzir o esforço ou enfraquecer a disciplina de reembolso). No contexto das garantias de crédito, o risco moral pode surgir ao nível da empresa (quando resulta de decisões com maior risco) ou ao nível do banco (quando parte das perdas é transferida para a entidade seguradora, reduzindo os incentivos à seleção e à monitorização).

Em conjunto, a seleção adversa e o risco moral reduzem a oferta privada de seguros e ajudam

a explicar porque razão as empresas podem não conseguir obter proteção suficiente contra choques de liquidez sem intervenção de política pública.

Como avaliar um regime de garantia de crédito?

As avaliações distinguem tipicamente entre adicionalidade financeira e adicionalidade económica (Cusmano, 2013).

- A adicionalidade financeira avalia se o regime de garantias altera os resultados de financiamento das empresas. Na prática, coloca duas questões: (i) O empréstimo teria sido concedido sem a garantia? (ii) A garantia melhorou as condições do crédito das empresas?
- A adicionalidade económica avalia se a melhoria do financiamento se traduz em benefícios económicos reais. Ao nível da empresa, tal inclui resultados como produção, vendas, emprego, investimento, produtividade, exportações ou inovação. Ao nível agregado, o foco desloca-se para objetivos mais amplos, como competitividade, criação de emprego, resiliência e crescimento de longo prazo.

Uma implicação central deste *policy brief* é que, se as garantias funcionam parcialmente através do seguro de liquidez, a avaliação deve ir além da lógica “mais crédito e mais investimento” e considerar também se as garantias ajudam as empresas a resistir a choques e a realizar atividades mais arriscadas, mas de elevado valor acrescentado (como exportação ou I&D).

Como medir a adicionalidade financeira e económica?

Avaliar a adicionalidade requer evidência causal credível sobre o que teria acontecido às empresas apoiadas na ausência da garantia (Cusmano, 2013). Tal é normalmente feito através da comparação entre empresas que recebem empréstimos garantidos (empresas “tratadas”) e empresas semelhantes que não recebem garantias (empresas de “controlo”). Para os decisores públicos, tal sublinha a importância de desenhos de avaliação robustos, que permitam atribuir diferenças nos resultados ao regime de garantias propriamente dito.

O que diz a evidência internacional sobre garantias de crédito?

A literatura empírica aponta para duas conclusões gerais: (i) as garantias tendem a expandir o crédito, mas os bancos podem responder de forma estratégica; e (ii) a evidência sobre efeitos económicos reais é mista e mais difícil de estabelecer.

- Adicionalidade financeira (geralmente positiva, com ressalvas importantes): A maioria dos estudos conclui que as garantias de crédito aumentam o acesso ao financiamento e/ou melhoram as condições de empréstimo. No entanto, vários trabalhos mostram também que os bancos podem reafectar o crédito em resposta às garantias públicas, o que dificulta a interpretação dos resultados. Por exemplo, nos programas de crise do Japão em 2008–2009, a disponibilidade de crédito aumentou para as empresas participantes, mas parte desse aumento resultou da substituição de crédito não garantido, sobretudo quando as garantias foram concedidas a empresas com relações bancárias pré-existentes (Ono, Uesugi e Yasuda, 2013). Além disso, o desempenho *ex post* das empresas que receberam empréstimos garantidos de bancos relacionais deteriorou-se relativamente a empresas comparáveis sem garantias, levantando preocupações quanto à utilização estratégica das garantias por parte dos bancos. Padrões semelhantes foram documentados para Itália durante o período da COVID-19 (Cascarino et al., 2022; Altavilla, Ellul e Pagano, 2022).

- Adicionalidade económica (evidência mista, em parte devido a desafios de medição): Estimar os efeitos reais das garantias é mais difícil, pois exige dados ricos e desenhos causais credíveis. A evidência existente é mista, e vários estudos reportam efeitos limitados ou nulos em determinados contextos. Exemplos incluem resultados para o Japão (Uesugi, 2008; Uesugi, Sakai e Yamashiro, 2010), Coreia (Kang, Heshmati e Choi, 2008) e Itália (Zecchini e Ventura, 2009; Blasio et al., 2018; D'Ignazio e Menon, 2020).

O que mostra a evidência para Portugal?

A evidência portuguesa ainda é limitada, mas aponta para adicionalidade financeira positiva e resultados mistos em termos de efeitos reais.

- Rodrigues et al. (2018) apresentam uma avaliação abrangente do regime português de

garantias de crédito e encontram evidência positiva de adicionalidade financeira e económica. No entanto, não identificam efeitos estatisticamente significativos no investimento das empresas, sugerindo que os principais benefícios das garantias nem sempre se manifestam através de maior despesa em capital (Rodrigues et al., 2018, p. 61).

- Bonfim, Custódio e Raposo (2023) analisam o programa PME Líder, que combina (i) um componente de certificação e (ii) acesso a garantias de crédito subsidiadas. Os seus resultados sobre adicionalidade são mistos. Uma dificuldade central de interpretação resulta do facto de a certificação e o acesso às garantias estarem agregados, tornando difícil separar o efeito da certificação (à la Holmström e Tirole, 1997) do papel da garantia enquanto colateral e seguro de liquidez.

A secção seguinte resume a evidência de Grilo, Jorge e Zhao (2025), que aborda diretamente os mecanismos destacados neste documento, com especial ênfase no canal do seguro de liquidez.

Resultados adicionais para Portugal: Grilo, Jorge e Zhao (2025)

Grilo, Jorge e Zhao (2025) analisam o regime português de garantias de crédito com base no programa PME Crescimento, implementado em 2012–2013. Este programa é particularmente adequado para fins de avaliação, uma vez que aplica regras semelhantes às empresas participantes, diferindo apenas numa dimensão-chave: o montante máximo da garantia.

No âmbito do programa PME Crescimento, as empresas elegíveis recebem uma garantia correspondente a 75% de um empréstimo bancário, mas o montante máximo varia consoante a dimensão da empresa:

- Microempresas (menos de 10 trabalhadores) podem aceder a garantias até 18 750 euros;
- Pequenas empresas (10 ou mais trabalhadores) podem aceder a garantias até 37 500 euros.

Esta descontinuidade ao nível dos 10 trabalhadores permite estabelecer uma

comparação natural: empresas imediatamente abaixo e imediatamente acima deste limiar são semelhantes, mas enfrentam limites máximos de garantia distintos.³ Em média, as pequenas empresas acabam por receber garantias 17 855 euros superiores às microempresas.

As Figuras 1, 2 e 3 comparam empresas tratadas (pequenas empresas, com acesso a garantias mais elevadas) e empresas de controlo (microempresas, com acesso a garantias mais baixas) antes e depois da concessão da garantia. Cada gráfico representa a diferença entre os dois grupos ao longo do tempo, sendo o ano anterior à concessão da garantia normalizado a zero; a linha vertical tracejada assinala o ano de atribuição da garantia.

A Figura 1 analisa a evolução da adicionalidade financeira através do crédito bancário. Devido a limitações de dados, apenas é possível observar o valor dos empréstimos bancários até um ano antes da obtenção da garantia.

- Empréstimos concedidos pelo banco que atribui a garantia (Figura 1, Painel a): observa-se um aumento imediato do crédito após a concessão da garantia, mas essa diferença esbate-se ao longo do tempo e pode mesmo tornar-se negativa. O aumento inicial (cerca de 10 000 euros) é inferior à diferença mecânica na capacidade máxima de garantia (igual a 25 000 euros, com garantia igual a 18 750 euros), o que é consistente com a possibilidade de os bancos ajustarem outras componentes do crédito, substituindo financiamento não garantido.

- Para efeitos de comparação, o Painel b da Figura 1 apresenta a diferença nos empréstimos concedidos por outros bancos que não atribuíram garantias.

A Figura 2 analisa a evolução da adicionalidade económica através da produção das empresas.

- Produção total (Figura 2, Painel a): não se encontra evidência clara de que as empresas aumentem a escala global das suas operações após receberem uma garantia de maior dimensão.

- Produção por estado de ativação da garantia (Figura 2, Painéis b–c): ao distinguir entre

trabalhadores. Os resultados mantêm-se robustos numa banda mais alargada, como 5–14 trabalhadores.

³ Na prática, a comparação pode ser interpretada como empresas com 8–9 trabalhadores versus 10–11

empresas que mais tarde ativam a garantia e aquelas que não o fazem, chega-se a conclusões semelhantes. As estimativas sugerem algumas diferenças, mas estas não são estatisticamente significativas.

No seu conjunto, estes resultados sugerem que os efeitos mais fortes das garantias no curto prazo não se manifestam necessariamente através de um aumento da escala ou da produção total. Esta evidência é consistente com a interpretação desenvolvida neste *policy brief*: as garantias de crédito podem ser mais relevantes enquanto instrumento de seguro de liquidez e reforço da resiliência do que através de um canal puramente baseado na expansão da escala resultante de maior acesso ao crédito (associado ao canal do colateral).

Efeitos de composição: internacionalização das empresas portuguesas

A abordagem do seguro de liquidez implica efeitos “qualitativos” no comportamento das empresas, que analisamos através da atividade exportadora. Exportar envolve tipicamente custos afundados iniciais elevados (por exemplo, entrada em novos mercados, adaptação de produtos, distribuição, conformidade regulatória) e expõe as empresas a riscos de tesouraria antes da materialização das receitas (Melitz, 2003). Se as garantias fornecerem apoio contingente em estados adversos, podem tornar a exportação mais viável.

A evidência rigorosa sobre se as garantias de crédito em Portugal promovem a internacionalização das empresas continua a ser limitada. Dois estudos recentes merecem destaque.

- Custódio, Hansman e Mendes (2024) utilizam uma estratégia empírica próxima da de Bonfim, Custódio e Raposo (2023) e encontram um efeito positivo das garantias sobre as exportações.
- Ribeiro (2025) aplica uma estratégia semelhante à de Grilo, Jorge e Zhao (2025), com foco explícito nos resultados de internacionalização. A Figura 3 (retirada de Ribeiro, 2025) mostra que as empresas com

maior acesso a garantias registam um aumento relativo das exportações após a atribuição da garantia.

Mesmo quando as garantias não geram um aumento claro da produção total no curto prazo, podem ainda assim ter efeitos economicamente relevantes ao alterar o comportamento das empresas. Em particular, as garantias de crédito podem permitir que as empresas se orientem para atividades mais arriscadas e de maior valor acrescentado, associadas a custos fixos elevados. Este padrão é consistente com a interpretação das garantias como um seguro de liquidez: a garantia é menos relevante como “mais crédito para expansão” e mais como “um seguro que torna viáveis projetos difíceis”.

Seguro, seleção adversa e risco moral nas garantias de crédito em Portugal

Grilo, Jorge e Zhao (2025) desenvolvem um enquadramento que incorpora os dois mecanismos discutidos neste *policy brief* (o canal do colateral e o canal do seguro de liquidez) e testam depois as previsões do modelo com dados para Portugal. Encontramos evidência positiva consistente com o canal do seguro de liquidez. Isto levanta uma questão importante do ponto de vista de política pública: se as garantias incorporam um elemento de seguro, geram também problemas de seleção ou de incentivos? Tanto quanto sabemos, Cowan, Drexler e Yañez (2015) é o único artigo que realiza este tipo de análise (ainda que num contexto diferente).

Do ponto de vista empírico, não encontramos evidência de seleção adversa. A procura por garantias é semelhante entre as empresas que acionam as suas garantias e aquelas que não as acionam, sugerindo que as garantias não conduzem, por si só, a uma afluência desproporcionada de “maus riscos”.⁴ Em contrapartida, encontramos evidência consistente com risco moral (ou, de forma mais geral, com alterações nos incentivos à tomada de risco). *Ex post*, a ativação é de cerca de 5% entre as empresas de controlo e de cerca de 8% entre as empresas tratadas. Esta diferença

⁴ Não podemos testar diretamente a seleção estratégica por parte dos bancos porque o nosso conjunto de dados não inclui identificadores ao nível do banco. Em princípio, os bancos poderiam direcionar empresas mais arriscadas

para crédito garantido, embora a evidência disponível não aponte fortemente nesse sentido.



sugere que garantias de maior dimensão estão associadas a maior risco realizado.

Este padrão, contudo, não implica necessariamente um comportamento ineficiente ou “mau”. Pode refletir:

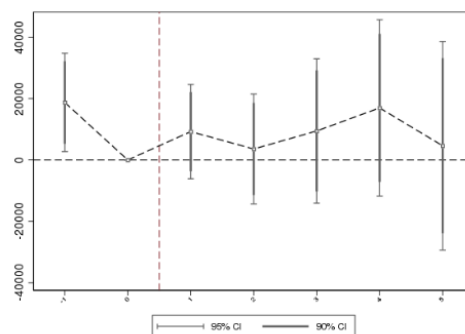
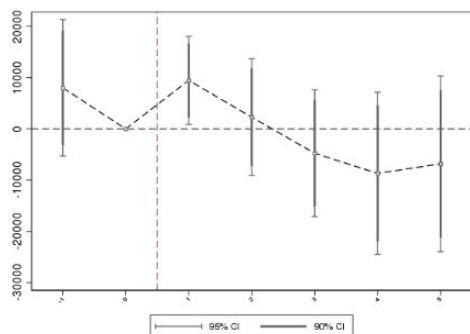
- tomada de risco eficiente (por exemplo, mais exportação ou inovação, onde algumas ativações de garantia são expectáveis);
- menor esforço ou disciplina de reembolso ao nível da empresa e/ou uma monitorização mais fraca ao nível do banco quando uma maior fração das perdas é coberta.

Para o desenho de política, o ponto essencial é que a perspetiva das garantias como seguro pode implicar algum aumento das ativações. A questão relevante não é, portanto, se as ativações aumentam, mas sim se o acréscimo de tomada de risco é produtivo e está alinhado com os objetivos de política, e se o desenho do programa e os mecanismos de monitorização mantêm os incentivos devidamente equilibrados.

Figura 1 – Empréstimos bancários: Esta figura apresenta as estimativas e os intervalos de confiança a 90% e 95% da diferença média entre o grupo de tratamento e o grupo de controlo no volume de empréstimos bancários, para duas amostras. O eixo horizontal representa o tempo, em anos, em torno da data de concessão da garantia (assinalada pela linha vertical tracejada), sendo o ano 0 o ano anterior à concessão da garantia. O eixo vertical mede as diferenças, em euros, entre o grupo de tratamento e o grupo de controlo. O grupo de tratamento inclui empresas com acesso a garantias iguais a 37 500 euros, enquanto o grupo de controlo inclui empresas com acesso a garantias iguais a 18 750 euros. Ambos os painéis apresentam estimativas para empresas com um número de trabalhadores entre 8 e 11. O período da amostra é de 2010 a 2017, e as fontes são o Banco Português de Fomento e o Banco de Portugal.

Painel a: Empréstimos bancários concedidos pelo banco que concedeu a garantia

Painel b: Empréstimos bancários concedidos pelos bancos que não concederam a garantia



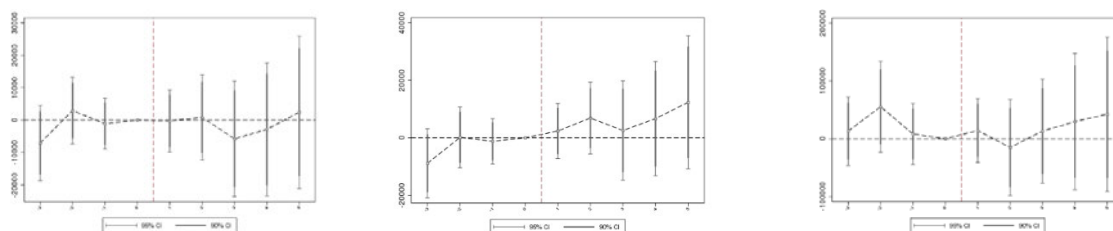
Fonte: Grilo, Jorge, and Zhao (2025).

Figura 2 – Produção das empresas: Esta figura apresenta as estimativas e os intervalos de confiança a 90% e 95% da diferença média entre o grupo de tratamento e o grupo de controlo na produção das empresas, para várias amostras. O eixo horizontal representa o tempo, em anos, em torno da data de concessão da garantia (assinalada pela linha vertical tracejada), sendo o ano 0 o ano anterior à concessão. O eixo vertical mede as diferenças, em euros, entre o grupo de tratamento e o grupo de controlo. O grupo de tratamento inclui empresas com acesso a garantias iguais a 37 500 euros, enquanto o grupo de controlo inclui empresas com acesso a garantias iguais a 18 750 euros. Todos os painéis apresentam estimativas para empresas com um número de trabalhadores entre 8 e 11. O período da amostra é de 2008 a 2017, e as fontes são o Banco Português de Fomento e o Banco de Portugal.

Painel a: Todas as empresas

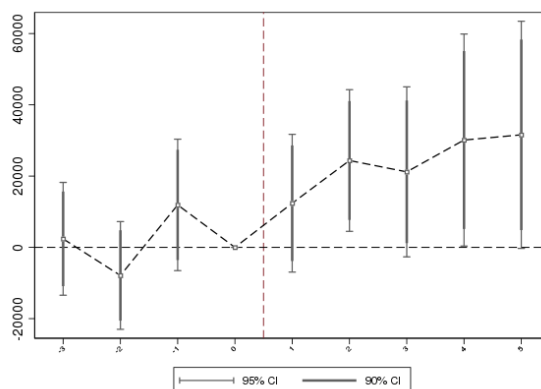
Painel b: Empresas que não ativaram as garantias

Painel c: Empresas que ativaram as garantias



Fonte: Grilo, Jorge, and Zhao (2025).

Figura 3 – Exportações das empresas: Esta figura apresenta as estimativas e os intervalos de confiança a 90% e 95% da diferença média entre o grupo de tratamento e o grupo de controlo no valor das exportações das empresas. O eixo horizontal representa o tempo, em anos, em torno da data de concessão da garantia (assinalada pela linha vertical tracejada), sendo o ano 0 o ano anterior à concessão. O eixo vertical mede as diferenças, em euros, entre o grupo de tratamento e o grupo de controlo. O grupo de tratamento inclui empresas com acesso a garantias iguais a 37 500 euros, enquanto o grupo de controlo inclui empresas com acesso a garantias iguais a 18 750 euros. A figura apresenta estimativas para empresas com um número de trabalhadores entre 8 e 11. O período da amostra é de 2008 a 2017, e as fontes são o Banco Português de Fomento e o Banco de Portugal.



Fonte: Ribeiro (2025).

Opções de Política e Recomendações

Este *policy brief* destaca duas direções concretas para as instituições portuguesas de garantia. A primeira diz respeito ao desenho contratual. A segunda diz respeito à comunicação e à avaliação (isto é, à forma como as garantias são explicadas aos *stakeholders* e à forma como o sucesso é medido).

Desenho contratual (reforçar incentivos e monitorização)

As entidades de garantia de crédito, em geral, não dispõem de capacidades próprias de seleção e monitorização e, por isso, a dependência dos bancos é inevitável. A nossa evidência sugere que a seleção bancária

poderá funcionar melhor do que a monitorização bancária: não encontramos sinais claros de seleção adversa (garantias mais elevadas não parecem atrair sistematicamente empresas piores), mas encontramos padrões consistentes com maior tomada de risco *ex post* quando os limites das garantias são mais elevados.

A evidência aponta para três prioridades práticas:

- Verificar seleção ao nível do banco e utilização estratégica das garantias. Mesmo na ausência de seleção problemática ao nível das empresas, os bancos podem ainda afectar crédito garantido de forma estratégica, por exemplo deslocando risco para empréstimos com garantia. Este risco pode ser acompanhado monitorizando, ao nível de cada banco, a evolução da proporção de crédito garantido no crédito total ao longo do tempo. Um aumento acentuado desta proporção para um banco, sobretudo quando acompanhado por taxas de ativação mais elevadas, pode sinalizar deslocação estratégica de risco, em vez de adicionalidade financeira genuína.
- Reforçar incentivos à monitorização *ex post*. Se o risco moral refletir em parte uma monitorização menos rigorosa, o desenho das garantias pode ajudar. As opções incluem: (i) exigir padrões mínimos de monitorização (documentação, mecanismos de alerta precoce), e (ii) adotar uma partilha de risco que mantenha parte do risco no balanço dos bancos, em particular para as empresas de maior risco.
- Preço e sustentabilidade. Grilo, Jorge e Zhao (2025) mostram que regimes de garantia de crédito não subsidiados podem ser valiosos e eficazes. Assim, parece adequado aumentar os prémios de seguro associados às garantias públicas, contribuindo para a sustentabilidade dos regimes oficiais. A evolução em Portugal no sentido de prémios mais elevados desde 2018 é consistente com esta lógica.

Por fim, se a “resiliência das empresas” for um objetivo de política, os programas podem ser melhor direcionados para empresas e atividades mais expostas a choques de liquidez (por exemplo, exportadoras, inovadoras,

empresas jovens com elevados custos afundados), assegurando simultaneamente que a monitorização e o preço refletem esse maior risco.

Comunicação e avaliação (passar de “mais crédito” para “mais resiliência”)

As entidades públicas de garantia são frequentemente avaliadas através de uma perspetiva redutora em que “mais crédito conduz a mais investimento e a maior produção”. Quando estes efeitos são reduzidos ou demoram a materializar-se, os programas podem parecer ineficazes.

Este *policy brief* propõe uma narrativa mais ampla e mais precisa: as garantias são também seguro de liquidez. Nesta perspetiva, o sucesso deve ser avaliado não apenas pela expansão da escala, mas também pela ajuda às empresas a resistir a choques e a realizar projetos arriscados, mas de elevado valor.

Duas implicações práticas decorrem desta visão:

- Reportar métricas de resiliência em conjunto com métricas de crédito. Para além dos volumes de empréstimos e das taxas de juro, a avaliação pode acompanhar indicadores como reservas de liquidez, sobrevivência em períodos de recessão, estabilidade do emprego e capacidade de dar continuidade a projetos após choques adversos.
- Enfatizar efeitos de composição, e não apenas efeitos de escala. Mesmo que a produção total não aumente rapidamente, as garantias podem gerar valor ao permitir que as empresas transitem para atividades com retornos de longo prazo (como exportação ou inovação), em que os custos afundados são elevados e o risco de liquidez é determinante.

Em suma, a recomendação não é abandonar a narrativa do colateral, mas complementá-la com uma narrativa de seguro/resiliência, que descreve melhor o funcionamento das garantias na prática e aquilo que estas podem realisticamente proporcionar.

Conclusão

O regime português de garantias é frequentemente justificado através do canal do colateral: as garantias ajudam as empresas a obter financiamento ao reduzir o risco do banco no momento em que o crédito é concedido. No entanto, a evidência empírica não mostra de forma consistente efeitos elevados no investimento ou na produção no curto prazo. Esta discrepância pode expor os regimes de garantia a críticas, sobretudo quando são avaliados apenas com base em métricas do tipo “mais crédito conduz a mais investimento”.

Grilo, Jorge e Zhao (2025) defendem que esta visão convencional é incompleta. Muitos projetos empresariais desenvolvem-se ao longo do tempo e estão expostos a choques de liquidez. Quando os mercados financeiros privados não conseguem fornecer proteção adequada contra estes choques, as empresas podem evitar atividades com elevados custos afundados e fluxos de caixa incertos, como a exportação ou a inovação. Nesta perspetiva, as garantias de crédito não servem apenas para apoiar o financiamento inicial; fornecem também seguro de liquidez, ao disponibilizarem apoio contingente precisamente em estados adversos do mundo. Isto permite que as empresas realizem projetos economicamente valiosos, mas difíceis de segurar no setor privado.

Uma implicação previsível de qualquer política baseada em seguro é a existência de

transferências *ex post* para empresas que sofrem choques adversos. No debate público, tal é por vezes interpretado de forma negativa, como se o incumprimento ou a ativação da garantia fossem sinal de irresponsabilidade. Mas, numa economia que pretende que as empresas invistam, inovem e entrem em mercados externos, alguns insucessos são inevitáveis. A questão relevante não é se ocorre ativação de garantias, mas se a tomada de risco que as garantias viabilizam é produtiva e está alinhada com os objetivos de política.

Uma analogia pode ajudar. O seguro automóvel não é avaliado pelo facto de haver zero sinistros — os sinistros são esperados. É antes avaliado pela forma como o preço, os incentivos e a monitorização mantêm o sistema sustentável, assegurando proteção quando ocorrem acidentes. Vista por esta perspetiva, a garantia de crédito é menos sobre “proteger bancos de empresas desonestas” e mais sobre ajudar empresas viáveis a sobreviver a má sorte em atividades arriscadas e de elevado valor, mantendo os incentivos equilibrados. Ao adotar este enquadramento de seguro, instituições como a Sociedade de Garantia Mútua e o Banco Português de Fomento podem desenhar programas mais sustentáveis, comunicar o seu valor de forma mais clara e apoiar melhor PME resilientes e inovadoras, que impulsionam o crescimento económico de longo prazo.

Referências

- Altavilla, C., Ellul, A., Pagano, M., Polo, A., & Vlassopoulos, T. (2023). Loan guarantees, bank lending and credit risk reallocation. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 944/2023.
- Beck, T., Klapper, L., & Mendoza, J. (2010). The typology of partial credit guarantee funds around the world. *Journal of Financial Stability* 6, 10-25.
- Bachas, N., Kim, O., & Yannelis, C. (2021). Loan guarantees and credit supply. *Journal of Financial Economics* 139, 872-894.
- Blasio, G., De Mitri, S., D'Ignazio, A., Russo, P., & Stoppani, L. (2018). Public guarantees to SME borrowing. A RDD evaluation. *Journal of Banking and Finance* 96, 73-86.
- Bonfim, D., Custódio, C., & Raposo, C. (2023). Supporting small firms through recessions and recoveries. *Journal of Financial Economics* 147 (3), 658-688.
- Cascarino, G., Gallo, R., Palazzo, F., & Sette, E. (2022). Public guarantees and credit additionality during the Covid-19 pandemic. *Banca d'Italia Working Papers* 1369.
- Cowan, K., Drexler, A., & Yañez, A. (2015). The effect of credit guarantees on credit availability and delinquency rates. *Journal of Banking and Finance*, 98-110.
- Cusmano, L. (2018). SME and entrepreneurship financing: The role of credit guarantee schemes and mutual guarantee societies in supporting finance for small and medium-sized enterprises. *OECD SME and Entrepreneurship Papers* 1, OECD Publishing.

- Custódio, C., Hansman, C., & Mendes, B. (2024). Credit access and market access: evidence from a Portuguese credit guarantee scheme. SSRN Electronic Journal.
- D'Ignazio, A., & Menon, A. (2020). The causal effect of credit guarantees for SMEs: evidence from Italy. *Scandinavian Journal of Economics* 122, 191-218.
- Grilo, F., Jorge, J., & Zhao, S. (2025). Is liquidity theory important to study credit guarantees? Unpublished paper.
- Holmström, B. & Tirole, J. (1998). Private and public supply of liquidity. *Journal of Political Economy* 106, 1-40.
- Holmström, B. & Tirole, J. (1997). Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. *The Quarterly Journal of Economics* 112, 663-691.
- Honohan, P. (2010). Partial credit guarantees: Principles and practice. *Journal of Financial Stability* 6, 1-9.
- Kang, J. W., Heshmati, A., & Choi, G.-G. (2008). Effect of credit guarantee policy on survival and performance of SMEs in Republic of Korea. *Small Business Economics* 31, 445-462.
- Kraemer-Eis, H., Lang, F., Torfs, W. & Gvetadze, S. (2016). European Small Business Finance Outlook. EIF Working Paper 2016/35, EIF Research & Market Analysis, June 2016.
- Melitz, M. J. (2003). The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity. *Econometrica* 71, 1695-1725.
- Ono, A., Uesugi, I. & Yasuda, Y. (2013). Are lending relationships beneficial or harmful for public credit guarantees? Evidence from Japan's Emergency Credit Guarantee Program. *Journal of Financial Stability* 9, 151-167.
- Ribeiro, L. (2025). Insuring internationalization? The impact of credit guarantees on firms' exports. Master Dissertation at the Faculty of Economics of the University of Porto.
- Rodrigues, V., Leitão, A., Nascimento, Á., Santos, F., Oliveira, F., & Ribeiro, R. (2018). The Mutual Guarantees System in Portugal: Economica nad financial additionality over the 2011-2016 period. Report prepared for the Sistema Português de Garantia Mútua.
- Uesugi, I. (2008). Efficiency of credit allocation and effectiveness of Government Credit Guarantees: Evidence from Japanese small businesses. Bank of Japan Working Paper Series 08-E-2.
- Uesugi, I., Sakai, K., & Yamashiro, G. M. (2010). The effectiveness of public credit guarantees in the Japanese loan market. *Journal of The Japanese and International Economies* 24, 457-480.
- Zecchini, S., & Ventura, M. (2009). The impact of public guarantees on credit to SMEs. *Small Business Economics* 32, 191-206.



COMO CITAR ESTE DOCUMENTO

Grilo, F., Jorge, J., & Zhao, S. (2026). *Garantias públicas de crédito e seguro de liquidez: o caso português*. S4P-24 Policy Brief 6593/2024. PLANAPP – Centro de Planeamento e de Avaliação de Políticas Públicas.

CONTACTO

science4policy@planapp.gov.pt

COPYRIGHT

© PLANAPP, 2026



[Ciência para as políticas públicas](#)



[PLANAPP](#)



[Newsletter](#)



[PLANAPP](#)



[@planapp_](#)



[PLANAPP podcasts](#)



Este *policy brief* foi desenvolvido no âmbito do Science4Policy 2024 (S4P-24): Concurso de Estudos de Ciência para as Políticas Públicas, uma iniciativa do Centro de Planeamento e de Avaliação de Políticas Públicas (PLANAPP), em parceria com a Fundação para a Ciência e a Tecnologia (FCT), financiada pelo Plano de Recuperação e Resiliência de Portugal. Linha temática S4P-24/11: Digitalização, inovação e qualificação / Competitividade e Internacionalização das empresas portuguesas.