

“As pessoas não estão habituadas a criar almofadas para variações de juros”

Pedro Brinca Professor da Nova SBE teme que cenário de subida das taxas de juro na zona euro encontre as empresas portuguesas a braços com o fim das moratórias de crédito

Entrevista

Sérgio Anibal Texto
Daniel Rocha Fotografia

Com a inflação anual alta a mudar as expectativas dos agentes económicos, o economista Pedro Brinca antecipa a possibilidade de o Banco Central Europeu (BCE) ter de subir as taxas de juro de forma significativa. Um cenário que, em Portugal, trará a empresas, famílias e Estado desafios muito significativos.

O BCE atrasou-se na resposta à subida da inflação?

O BCE está a ser mais lento que a Reserva Federal norte-americana (Fed) a responder. A Fed já adoptou um discurso sobre a necessidade de intervenção para controlo da inflação há mais tempo e deverá agir já em Março, mas o BCE tem resistido a esse tipo de discurso. Mais recentemente mudou um pouco a retórica, mas tem estado muito assente na ideia de que todos estes fenómenos que têm estado a alimentar a inflação são temporários e que, uma vez corrigidos, fazem acabar a espiral inflacionista. Muita gente acreditou na bonomia deste compromisso do BCE de só subir as taxas de juro a partir de 2023, mas isto vale o que vale. É preciso lembrar que a 12 de Março de 2020, Christine Lagarde também veio dizer que a pandemia não era a mesma coisa que a crise da dívida soberana e que não seria necessária uma intervenção do mesmo tipo. Os mercados reagiram de uma forma muito negativa e seis dias depois, o BCE teve de dizer que, afinal, não era bem assim e lançou um programa de compras de dívida que era cerca de cinco vezes mais elevado do que aquele que estava planeado. Portanto, estes compromissos dos bancos centrais são eternos enquanto duram.

Mas o BCE não tem razão ao dizer que a situação é diferente da dos EUA?

A maior ameaça, dentro desta narrativa benevolente de que estes factores – como os preços da energia ou a disrupção das cadeias de distribuição – são temporários, é que quanto mais persistentes no tempo eles forem, mais as pessoas, as empresas, os trabalhadores vão incorporar nas suas expectativas sobre o futuro essas dinâmicas. O perigo é que as expectativas de inflação fiquem ancoradas a valores mais elevados.

É o risco de uma espiral inflacionista na zona euro?

Com esta persistência da inflação mais alta, começamos a ter reivindicações salariais mais elevadas. Essas reivindicações mais elevadas vão transformar-se em crescimento nominal de salários. Esse crescimento nominal de salários vai levar a um aumento dos custos reais do trabalho, algo que na Europa ainda não se verificou, mas se acontecer, vai novamente aumentar os preços. É esta espiral inflacionista que se instala e, perante isso, o BCE não tem outra hipótese que não seja aplicar uma política de correcção, ou seja, subir taxas de juro, com todas as consequências que podem daí advir.

Até onde é que o BCE pode ter de ir nessa subida?

Depende da taxa de inflação. Neste momento, podemos pensar em valores para inflação entre os 2,5% e os 6%. Se for um valor mais baixo, no BCE, com o fim das compras de dívida e beneficiando do desaparecimento dos factores temporários que estão a fazer subir a inflação, pode ser que não seja preciso uma subida muito forte das taxas de juro. Mas se a taxa de inflação continuar acima de 5% durante um ano, não há dúvida que a taxa de juro vai subir e bastante. É que se o BCE não tiver

políticas de combate à inflação, as próprias expectativas das famílias e das empresas passam a ser de que o BCE não tem um compromisso forte com o combate à inflação.

Isso só por si pode conduzir a uma subida ainda mais forte da inflação. **O intervalo de previsões para a inflação é ainda muito grande...**

Do ponto de vista quantitativo, a coisa mais difícil para um economista é dizer que não sabe. A saída mais fácil é dizer que “por um lado é assim, por outro lado é assado”. Mas existe uma razão para isto: estamos a falar de sistemas imensamente complexos, milhões de agentes a interagirem uns com os outros, cadeias complexas de produção, estamos a falar de inflação importada que pode vir do facto de a inflação na China aumentar, não se sabe se amanhã há uma guerra no Médio Oriente que pode aumentar o preço do petróleo. Tudo isto pode acontecer e é muito difícil de prever. Mas esta subida da inflação não tem nada de inesperado. Todas as teorias que se possa pensar que existem em economia apontavam que iria haver inflação, fosse por onde fosse. Fosse pelos défices elevados, fosse pelos pacotes de ajudas que foram muito maiores que o hiato do produto que estávamos a observar. Nos EUA, o hiato do produto estimava-se que andava nos 900 mil milhões de dólares e os pacotes de ajudas foram mais de três vezes maiores. Não há milagres, é óbvio que a pressão inflacionista vinha aí. E muita gente escreveu sobre isso: o [Olivier] Blanchard, o Larry Summers.

Na economia portuguesa, a inflação tem sido mais baixa do que no resto da Europa.

Portugal acaba por estar numa situação um bocadinho irónica. Na pandemia, Portugal apostou num modelo de ajudas públicas muito mais assente em moratórias de



Neste momento, podemos pensar em valores para inflação entre os 2,5% e os 6%

Muita gente acreditou na bonomia deste compromisso do BCE de só subir as taxas de juro a partir de 2023, mas isto vale o que vale

crédito e fiscais, que é um modelo que resolve o problema da liquidez, mas que não resolve o problema da solvabilidade. O que se fez foi empurrar o problema com a barriga um pouco para a frente, em que as empresas que já não conseguiam pagar, ficavam a dever. Só que o “ficar a dever” acabou agora em Dezembro, com o fim das moratórias. Outros países, como a França e a Alemanha, aproveitaram a suspensão das regras para fazer ajudas directas às empresas e estas foram maciças, principalmente na Alemanha. Existe hoje a percepção que essas ajudas até foram longe de mais. Já em Portugal, adoptou-se uma política que, *ex-post*, parece ter sido mais acertada, porque a inflação não subiu tanto, ao passo que uma inflação mais elevada nesses países mostra que as ajudas foram longe de mais. Ainda assim, o que é certo é que Portugal, por ter sido bom aluno, não vai recolher os benefícios, porque não



é à nossa inflação que o BCE vai reagir, é à da totalidade da zona euro. E nós, apesar de não termos contribuído para o problema, vamos levar com o martelo na mesma se o banco central subir as taxas de juro. E com uma diferença, que é sermos um dos países com mais créditos em moratória.

É um peso acrescido para as empresas num cenário de subida dos juros?

Para se ter uma ideia, se 25% do crédito sob moratória em Portugal entrar em incumprimento, o total de crédito malparado vai ser igual à capitalização de todos os bancos em Portugal incluindo provisões. Este problema já existe, e se as taxas de juro aumentarem tornam esse cenário muito mais provável.

A estratégia de aposta nas moratórias foi arriscada?

Até agora, tudo dá razão ao Governo na sua estratégia, a inflação foi baixa, o desemprego não disparou e não dispararam as

insolvências. Mas é a partir de agora que vamos ver qual é a capacidade que a economia tem de se aguentar sem estes apoios.

As empresas reduziram o endividamento antes da pandemia. Isso não as ajuda?

Toda a almofada que se possa ter criado é importante. O encargo sobre essa dívida é o maior obstáculo à produtividade das empresas no sentido em que têm custos de capital muito elevados. Mas a percepção que tenho é que a dívida já pode estar, com as moratórias, mais elevada do que estava antes.

Nas famílias o problema é semelhante?

Primeiro, se a actividade económica começar a abrandar, isso vai ter efeito nos salários e nos rendimentos. E, depois, o maior problema é que em Portugal a grande maioria dos empréstimos é a taxa variável. E mais do que isso, é uma taxa variável que não tem variado quase nada nos últimos

anos. As pessoas não estão habituadas a criar almofadas para as variações das taxas de juro. Se as taxas de juro do crédito à habitação subirem, estamos a falar de aumentos de prestações, se estivermos por exemplo a falar de dois pontos percentuais de subida das taxas, podem chegar a 300 euros em alguns casos, o que para muitas famílias pode ser um efeito muito forte no seu orçamento.

E as contas do Estado, podem ser menos afectadas? Os empréstimos foram obtidos a taxas de juro fixas.

A estrutura da dívida soberana portuguesa tem hoje maturidades muito mais longas e a taxas de juro fixas mais baixas. Mas, ainda assim, se a taxa de juro for superior à taxa de crescimento da economia, partindo que a receita fiscal cresce à taxa de crescimento do PIB, temos de ter um orçamento superavitário, para que a dívida não expluda. Isto é, mais austeridade.

BCE: efeitos nas famílias, empresas e Estado

Com o Banco Central Europeu a poder ser forçado a reagir à inflação mais cedo do que estava à espera, a economia portuguesa prepara-se para ter de enfrentar um cenário de subida das taxas de juro que nos últimos anos tem conseguido evitar.

Prestações a subir para as famílias

Para as famílias, o impacto faz-se sentir por via das taxas Euribor. A grande maioria dos empréstimos para a compra de casa foi contratada a taxa variável, tendo como indexantes as taxas Euribor (a três, seis ou doze meses). Por isso, uma vez que as taxas Euribor são fortemente influenciadas pela evolução das taxas de juro de referência do BCE, muitas famílias portuguesas podem vir a sofrer um agravamento das suas prestações de crédito. Quase a completar sete anos em terreno negativo (desde Abril de 2015), a Euribor a três meses deverá ter batido no fundo, ou seja, atingido o seu mínimo histórico, a 14 de Dezembro, em -0,605%, o que compara com -0,516% da sessão de ontem (14 de Fevereiro), um novo máximo desde Novembro de 2020. No prazo a seis meses, o que ainda está presente na maioria dos empréstimos existentes, o valor mais baixo de sempre foi atingido em 20 de Dezembro, em -0,554%, estando o mais recente em -0,448%. Esta taxa está em valores negativos desde Novembro de 2015. Finalmente, no prazo a 12 meses, que é praticamente o único que está a ser utilizado pelos bancos desde a entrada das taxas em terreno negativo, registou o valor mais baixo também a 20 de Dezembro, em -0,518%. E é este o que regista maior subida, uma vez que na última sessão se situou em -0,283%. A recuperação de valor da Euribor é sentida por quem vai pedir novos empréstimos para compra ou construção de habitação, mas também chega aos contratos de crédito já existentes e indexados às Euribor, que são revistos periodicamente. As revisões dos contratos ocorrem a cada três, seis ou 12 meses, conforme o prazo da Euribor adoptado no momento da contratação. As Euribor são fixadas diariamente no mercado monetário, a partir dos juros a que um conjunto alargado de bancos está

disposto a conceder empréstimos entre si.

Empresas sem moratórias

O acesso das empresas a financiamento junto do sector bancário também está a ficar mais caro. Isso, porque a maioria dos empréstimos concedidos às empresas também está associada às taxas Euribor. Tal como no crédito à habitação, de particulares, os empréstimos às empresas estão associados aos prazos de a três, seis e 12 meses, acrescido de um spread ou margem comercial, definida em função do risco de cada empresa. Por isso, a subida ou recuperação de valor das Euribor reflectem-se em custos mais elevados, quer para novos empréstimos, quer para os que são revistos periodicamente, ou de renovação sucessiva. O problema para as empresas é que podem vir a ser obrigadas a enfrentar o agravamento de encargos resultante de uma subida das taxas de juro ao mesmo tempo em que estão a lidar com o fim das moratórias de crédito permitidas durante a pandemia. Principalmente nos sectores mais afectados pela crise, as empresas tentam garantir que têm as receitas necessárias para voltar a pagar as suas prestações de crédito. E um agravamento das prestações com a subida dos juros é algo que não as ajuda a fazer face a esse desafio.

Estado endividado, mas protegido por taxas fixas

Para o Estado, a dívida assumida foi contraída a taxa fixa, não estando indexada a qualquer taxa variável como a Euribor. O que isto significa é que o Estado irá continuar a pagar os mesmos juros pelas obrigações e bilhetes do Tesouro emitidos ao longo dos anos e pelos empréstimos concedidos pelos parceiros europeus durante os tempos da *troika*. Isto evita que o impacto de uma conjuntura de taxas de juro mais altas seja tão imediato para as contas públicas. No entanto, esse impacto existe. À medida que o BCE deixar de comprar tantos títulos de dívida pública (reduzindo a procura de obrigações nos mercados) e depois começar a subir as suas taxas de referência, os juros das novas emissões vão subir.

Rosa Soares e Sérgio Aníbal