



QUANTITATIVE EASING: O QUE SIGNIFICA PARA PORTUGAL

António de Macedo Vitorino

O anúncio pelo Banco Central Europeu do início do Programa de *Quantitative Easing* foi recebido com o aplauso, mais ou menos entusiasmado, daqueles que mais têm pugnado pelo fim dos programas de ajustamento e de austeridade, em Portugal e na Europa. O programa prevê a compra de obrigações emitidas por administrações centrais da área do euro, organismos e instituições europeias num montante combinado mensal de até €60 mil milhões e durará até setembro de 2016, podendo vir a ser prolongado até 2017.

As medidas de *Quantitative Easing* criam um estímulo monetário ao permitir aos bancos e outros investidores vender o seu portefólio de certos ativos ao BCE, libertando assim liquidez que poderá ser reinvestida ou utilizada para financiar a economia. Num cenário ideal, os bancos voltariam a emprestar dinheiro a empresas e famílias levando a um aumento do consumo e do investimento.

Em termos simples, as medidas de estímulo monetário têm como efeito o aumento da procura e da inflação, o que, na atual conjuntura, serviu de justificação ao BCE, alarmado com a inflação a rondar 0%, perigosamente perto de se transformar em deflação. Em geral, os economistas keynesianos são os grandes defensores de estímulos económicos deste género, sobretudo quando os governos estão relutantes em prosseguir políticas expansionistas por via da despesa pública como pugnava Keynes.

O que perturba este raciocínio é a premissa na qual se baseia: que a queda no investimento e no consumo foram provocadas pela escassez de crédito. Sucede que tal não é exato porque na Europa, em geral e, muito em particular, em Portugal não escasseia o financiamento bancário. Na realidade, o que falta são os projetos merecedores de crédito. Por outro lado, mantêm-se manifestamente elevados os níveis de dívida pública e privada. A recente crise portuguesa foi, em grande medida, provocada pelo excesso de endividamento dos setores público e privado.

No que respeita ao setor privado, que é o que interessa para o caso, o endividamento das empresas e famílias ascendia, segundo dados do Banco de Portugal, a 231,8% do Produto Interno Bruto em Setembro de 2014, representando a dívida das empresas não financeiras 145,3% do PIB e a dívida dos particulares 86,5%. O rácio de dívida sobre o PIB de 231,8% representa, ainda assim, um valor significativamente inferior ao verificado 2012, quando ascendia a 255,4% do PIB, ou seja 23,6% mais do que em 2014. Este decréscimo reflete uma contração do crédito total concedido a empresas e particulares num impressionante valor global de € 22.262 milhões, distribuídos entre as famílias (€10.998 milhões) e as empresas (€11.264 milhões).

A contração no volume de crédito concedido a que assistimos nos últimos dois anos resulta de dois fatores: primeiro, os reembolsos feitos por particulares feitos nos contratos de crédito à habitação e de crédito ao consumo, e, segundo, o reembolso e reestruturação da dívida das empresas. Este processo (designado de desalavancagem) é efeito da recessão económica e da pressão colocada sobre os bancos, as famílias e as empresas para se adaptarem a uma nova envolvente económica. Assinale-se que a redução do crédito concedido acontece numa altura em que se vêem pequenos sinais de retoma económica que não assenta no aumento de crédito e que, pela primeira vez quicá na história económica portuguesa, se assistiu ao reconhecimento de crédito malparado pelos bancos que operam em Portugal.



Com efeito, em 2014, os bancos reconheceram como malparado 15% do crédito concedido a empresas e 4,9% do crédito a particulares, contra 10,6% e 4,1%, em 2012. Mais impressionante é a cifra total do crédito malparado em Portugal, que ascendia em 2014 a € 21.163 milhões, contra €14.978 milhões em 2011 e €10.917 milhões em 2009. Contudo, isto não quer dizer que a situação tenha piorado entre 2012 e 2014 mas apenas que os bancos se viram forçados, muito em especial pela novas normas de supervisão bancária e pela pressão do BCE e dos mercados financeiros, a reconhecer e provisionar o crédito malparado, abrindo assim caminho à sua renegociação e redução do peso da dívida sobre a economia.

No entanto, apesar do esforço, estamos muito acima dos níveis de dívida das empresas e famílias alemãs ou da nossa vizinha Espanha. O processo de redução do endividamento terá de prosseguir.

No mesmo período, entre final de 2012 e 2014, as taxas de juro médias cobradas pelos bancos nos empréstimos a empresas reduziram-se mais de metade, de 5,69% para 2,23%. Contudo, essa redução não se traduziu num aumento do investimento porque o investimento não é possível enquanto o nível de endividamento (e alavancagem) das empresas portuguesas se mantiver nos níveis atuais.

Voltando ao tema do *Quantitative Easing* poderá questionar-se se não terá o efeito perverso de voltar a estimular investimento e consumo através do endividamento, invertendo o processo iniciado em 2012. Para respondermos a esta pergunta, temos de ter em conta que as decisões do BCE têm impacto na zona Euro como um todo e mesmo para lá da sua esfera de influência e do continente europeu pelo que o impacto em cada um dos membros da Zona euro dependerá tanto do que os agentes económicos de cada país fizerem, como do que for feito para lá da Europa.

O primeiro efeito do *Quantitative Easing* europeu foi, como seria de esperar, a descida da cotação do Euro, embaratecendo as exportações para fora da Zona Euro e aumentando o custo das importações. Esse efeito é positivo para as empresas portuguesas que exportam para fora da Europa, embora não tenha efeitos nas transações dentro da Zona Euro, destino da maior parte das exportações portuguesas, nem contribua para reduzir o desequilíbrio nas balanças de transações correntes dos países do norte exportadores e dos importadores do sul.

Em segundo lugar, a compra de títulos pelo BCE também provocará uma descida acentuada nas taxas de juro de referência, nomeadamente a Euribor, que serve de indexante aos empréstimos a empresas e famílias, reduzindo assim os custos financeiros dos empréstimos em vigor. Reduzirá ainda os custos da dívida pública existente e da nova dívida que vier a ser emitida bem como os custos de financiamento bancário para novos projetos, ao reduzir mais as margens (*spreads*) bancárias, embora, como se refere acima, seja difícil encontrar hoje empresas com capacidade de endividamento, tendo em conta os níveis de capitais próprios do tecido empresarial português.

Tudo isto são efeitos positivos que darão um impulso à economia europeia e portuguesa em 2015 e 2016. Contudo, as medidas de *Quantitative Easing* e o conseqüente excesso de liquidez nos mercados financeiros podem levar os investidores a uma corrida desenfreada pela rentabilidade, o que se traduzirá no financiamento de projetos não merecedores desse capital, na criação de bolhas especulativas em determinados ativos, nomeadamente no mercado imobiliário, e na apropriação dos benefícios da liquidez colocada à disposição dos mercados nas mãos de uns poucos. Curioso é notar que à esquerda e à direita, os discípulos de Keynes e grandes apologistas das medidas de *Quantitative Easing* como panaceia para os problemas europeus, não se tenham insurgido contra medidas que favorecerão, em primeira linha, os grandes investidores financeiros com acesso aos mercados de capitais, permitindo-lhes liquidar com lucro



investimentos produtivos menos rentáveis e lançar-se em novos investimentos financeiros mais ou menos especulativos.

Devemos recordar, porque a memória é curta, que as políticas de expansão monetária quando prolongadas no tempo sempre se traduziram em inflação e bolhas especulativas na bolsa e no mercado imobiliário. É esse o receio do banco central alemão, Bundesbank, que votou contra o *Quantitative Easing*, e deve ser essa a preocupação do BCE e das autoridades monetárias na Zona Euro na monitorização do programa e na sua política de supervisão dos bancos. É essencial que os bancos que operam em Portugal continuem o processo de alienação e reestruturação do crédito malparado e reconheçam a totalidade do crédito vencido e evitem retomar os mesmos processos de alavancagem das empresas e do investimento financeiro especulativo que vimos no passado.

Em resumo, os primeiros impactos em Portugal das medidas do BCE deverão ser positivos na medida em que baixarão os custos financeiros para o Estado, as empresas e as famílias e poderão, de alguma forma, facilitar o financiamento de alguns projetos. Contudo, mal estaremos se, à boleia do *Quantitative Easing*, os bancos perderem o ímpeto no processo de desalavancagem permitindo que, aliviados os custos financeiros, as empresas inviáveis não sejam reestruturadas e ajudando a criação de uma nova bolha no crédito imobiliário e nos mercados bolsistas. Se tal suceder, o retrocesso será duramente pago pelas empresas e famílias na próxima crise financeira ao virar da esquina.

Lisboa, 20 de Fevereiro de 2015

O presente artigo reflete apenas a opinião pessoal do seu autor, não vinculando a Macedo Vitorino & Associados. As opiniões expressas neste artigo que versem sobre assuntos jurídicos são de carácter genérico, pelo que não deverão ser consideradas como aconselhamento profissional. Caso necessite de aconselhamento jurídico sobre estas matérias deverá contactar um advogado. Caso seja cliente da Macedo Vitorino & Associados, pode contactar-nos por correio eletrónico dirigido a mva@macedovitorino.com.