

# **Poupança e Financiamento da Economia Portuguesa**

**Fernando Alexandre, Luís Aguiar-Conraria, Pedro Bação e Miguel Portela**

**Janeiro, 2017**



**© Associação Portuguesa de Seguradores 2017**

**Fernando Alexandre.** Professor Associado da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho. Doutorado em Economia pela Universidade de Londres - Birkbeck College, mestre e licenciado em Economia pela Universidade de Coimbra. É Pró-Reitor para a Valorização do Conhecimento da Universidade do Minho. Anteriormente exerceu as funções de Presidente do Conselho Pedagógico e de Presidente da Escola de Economia e Gestão da UMinho e de Diretor do Departamento de Economia da UMinho. Entre 2013 e 2015 exerceu as funções de Secretário de Estado Adjunto do Ministro da Administração Interna. Tem diversos artigos publicados em revistas científicas internacionais e livros sobre a economia portuguesa. É colunista do jornal ECO.

**Luís Aguiar-Conraria:** Professor Associado com Agregação da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho. Doutorado em Economia pela Cornell University, mestre em Economia pela Universidade do Porto e licenciado em Economia pela Universidade de Coimbra. Foi Diretor do Departamento de Economia e é, atualmente, Vice-Presidente para a Investigação e Internacionalização da Escola de Economia e Gestão. Em 2011 recebeu o Prémio Gulbenkian para a Internacionalização das Ciências Sociais. Em 2010 e 2013 recebeu o Prémio de Mérito na Investigação, EEG/UMinho. Já recebeu diversas bolsas FCT para diversos projetos. É colunista do jornal Observador.

**Pedro Bação:** Professor Auxiliar da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Doutorado em Economia pela Universidade de Londres – Birkbeck College e licenciado em Economia pela Universidade de Coimbra. Investiga nas áreas da macroeconomia e da econometria aplicada. Publicou diversos artigos científicos em revistas como *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, *Economis Letters*, *Scottish Journal of Political Economy*, entre outros, e é co-autor dos livros *A Crise Financeira Internacional* (Imprensa da Universidade de Coimbra) e *Crise e Castigo* (Fundação Francisco Manuel dos Santos).

**Miguel Portela:** Professor Associado da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho. Doutorado em Economia pela Universidade de Amesterdão. É diretor do Programa de Doutoramento em Economia da Universidade do Minho e foi Vice-Presidente da Escola de Economia e Gestão. É, igualmente, afiliado do NIPE, CIPES e IZA, Bona. Os seus interesses de investigação centram-se nas áreas de Economia do Trabalho e da Educação e Econometria Aplicada. Tem diversos artigos científicos publicados em revistas de referência, incluindo *Econometrica*, *Scandinavian Journal of Economics* e *Regional Studies*. É consultor do Banco de Portugal.

## **Conselho consultivo**

António Bagão Félix

Jorge Bravo

Miguel Cadilhe

Pedro Seixas Vale

## Índice geral

Prefácio .....	11
1. Introdução.....	13
2. Desequilíbrios e estagnação: uma perspetiva global .....	19
2.1. A circulação internacional da poupança: oportunidades e riscos .....	20
2.2. Os desequilíbrios na economia global .....	31
2.3. Zona do euro: equilíbrio externo versus desequilíbrios internos .....	35
2.4. Estagnação e taxas de juro no limite .....	42
2.5. Políticas monetárias não convencionais: formas e limites .....	50
2.6. Conclusão .....	56
3. O declínio da poupança .....	58
3.1. O que conta para a poupança .....	58
3.2. Poupança e endividamento externo .....	60
3.3. O contexto do declínio da poupança .....	67
3.3.1. Crescimento e expectativas .....	67
3.3.2. A conquista da inflação e as baixas taxas de juro .....	73
3.3.3. A redução das restrições de liquidez.....	76
3.3.4. O Estado.....	81
3.4. Demografia e desempenho macroeconómico .....	87
3.5. Conclusão .....	91
4. Poupança e endividamento das famílias.....	94
4.1. Poupança ou consumo.....	94
4.2. Endividamento: para quem e para quê? .....	102
4.3. Quem são os aforradores? .....	113
4.4. As causas da queda da taxa de poupança .....	122
4.5. Conclusão .....	127
5. A riqueza das famílias.....	128
5.1 A composição da riqueza das famílias .....	129
5.2. Habitação .....	138
5.3. Aplicações financeiras.....	143
5.4. Conclusão .....	153
6. Poupança, endividamento e financiamento das empresas .....	155
6.1. Investimento e necessidades de financiamento das empresas .....	155
6.2. A poupança das empresas .....	161
6.3. O endividamento das empresas .....	170

6.4. Conclusão .....	176
7. Políticas públicas e a poupança.....	178
7.1. Poupança ótima .....	179
7.2. Políticas direcionadas.....	181
7.3. Demografia, distribuição do rendimento e poupança .....	183
7.4. Demografia, distribuição do rendimento e crédito.....	184
7.5. Os desafios das taxas de juro baixas .....	187
7.6. Poupança e Segurança Social .....	189
7.7. Os efeitos da tributação e dos benefícios fiscais na poupança.....	197
7.8. Propostas para promover a poupança.....	200
7.8.1. Subsídio e Plano Poupança Desemprego.....	201
7.8.2. Planos de poupança emigrante.....	202
7.8.4. Planos de poupanças automáticas.....	203
7.8.5. A lotaria dos depósitos.....	204
7.8.6. Criação de cheques prenda na forma de produtos de poupança .....	205
7.9. Conclusão .....	205
8. Conclusão.....	207

## Índice de figuras

Figura 2.1: Taxa de juro para efeitos dos critérios de convergência (%) .....	26
Figura 2.2: Balança corrente nas principais áreas económicas (% PIB).....	32
Figura 2.3: Investimento nas principais áreas económicas (% PIB) .....	33
Figura 2.4: Poupança nas principais áreas económicas (% PIB) .....	33
Figura 2.5: Balança corrente em países do euro excedentários (% PIB).....	36
Figura 2.6: Taxa de poupança países do euro excedentários (% PIB) .....	37
Figura 2.7: Balança corrente em países do euro deficitários (% PIB).....	38
Figura 2.8: Taxa de poupança dos países do euro deficitários (% PIB) .....	39
Figura 2.9: Taxa de investimento dos países do euro deficitários (% PIB) .....	39
Figura 2.10: Taxas de juro dívida pública.....	44
Figura 2.11: Taxas de inflação dos EUA, Japão, RU e Alemanha.....	46
Figura 2.12: Taxas médias de crescimento do PIB (%).....	49
Figura 2.13: Taxas de juro de referência dos bancos centrais da Zona do Euro, dos Estados Unidos, do Japão e do Reino Unido .....	52
Figura 3.1: Poupança, investimento e balança corrente (% PIB) .....	63
Figura 3.2: Contributos para a taxa de poupança (% PIB) .....	64
Figura 3.3: Capacidade líquida de financiamento (% PIB) .....	66
Figura 3.4: Posição líquida de investimento internacional (% PIB).....	67
Figura 3.5: Taxa de crescimento do PIB real <i>per capita</i> e diferencial de crescimento face à UE15 (pp) .....	69
Figura 3.6: Taxa de desemprego (%).....	69
Figura 3.7: Taxa de poupança e riqueza líquida das famílias (em percentagem do rendimento disponível).....	73
Figura 3.8: Taxa de inflação (% , calculada com base no IPC) .....	74
Figura 3.9: Taxas de juro real e nominal de longo prazo (%) .....	74
Figura 3.10: Taxas de juro de longo prazo (%) .....	75
Figura 3.11: Ativos dos bancos (% PIB) e número de estabelecimentos financeiros em Portugal .....	80
Figura 3.12: Receitas, despesas e saldo orçamental (% PIB).....	82

Figura 3.13: Despesa pública (% PIB) .....	83
Figura 3.14: Dívida pública (% PIB) .....	84
Figura 3.15: Despesas do Estado em Educação, Saúde e Segurança Social (% PIB).....	85
Figura 3.16: Projeções demográficas para Portugal .....	88
Figura 4.1: Poupança das famílias em percentagem do seu rendimento disponível .....	95
Figura 4.2: Rendimento disponível, consumo e poupança das famílias (% PIB) .....	99
Figura 4.3: Taxa de crescimento nominal do consumo e do rendimento disponível das famílias .....	100
Figura 4.4: Taxa de poupança das famílias, com e sem remessas dos emigrantes (% do rendimento disponível).....	101
Figura 4.5: Endividamento das famílias em 2013 (% RDB).....	103
Figura 4.6: Endividamento das famílias (% PIB) .....	104
Figura 4.7: Repartição por finalidade do crédito concedido às famílias em Portugal (% saldo em fim de período) .....	105
Figura 4.8: Endividamento por tipo de crédito, 2015 (%).....	106
Figura 4.9: Endividamento total por faixa etária (%).....	107
Figura 4.10: Distribuição do crédito à habitação por faixa etária (%).....	108
Figura 4.11: Montante e taxa de juro dos novos empréstimos à habitação .....	111
Figura 4.12: Empréstimos à habitação: rácio de crédito vencido e número de devedores .....	112
Figura 4.13: Distribuição da poupança, em percentagem da poupança total, por decis de poupança (%) .....	114
Figura 4.14: Distribuição da poupança em percentagem da poupança total, por decis de rendimento (%) .....	115
Figura 4.15: Taxa de poupança em percentagem do rendimento, por decis de rendimento (%).....	116
Figura 4.16: Distribuição da poupança por escalões etários (%).....	117
Figura 4.17: Taxa de poupança agregada por escalão etário (%).....	118
Figura 4.18: Taxa de poupança mediana por escalão etário (%) .....	119
Figura 4.19: Taxa de juro Euribor (%) .....	124
Figura 4.20: Simulação do modelo.....	126

Figura 5.1: Composição da riqueza das famílias (% RD) .....	130
Figura 5.2: Composição da riqueza das famílias (% da riqueza total) .....	131
Figura 5.3: PSI geral .....	132
Figura 5.4: Riqueza líquida média por escalão etário (euros) .....	135
Figura 5.5: Riqueza líquida média por quintil de rendimento (euros).....	136
Figura 5.6: Composição da riqueza das famílias por faixa etária (%) .....	137
Figura 5.7: Composição da riqueza por quintil de rendimento (%) .....	137
Figura 5.8: Riqueza em habitação das famílias (% RD) .....	138
Figura 5.9: Riqueza em habitação por faixa etária (%).....	139
Figura 5.10: Riqueza em habitação por faixa etária (%).....	140
Figura 5.11: Peso da construção de habitações na formação bruta de capital (%) .....	141
Figura 5.12: Peso da construção de habitações no PIB (%) .....	141
Figura 5.13: Índice do preço real da habitação com base em 1995 .....	142
Figura 5.14: Alojamentos familiares clássicos (milhões) .....	143
Figura 5.15: Riqueza financeira por escalão etário, 2010 (%).....	145
Figura 5.16: Riqueza financeira por quintis de rendimento (%) .....	145
Figura 5.17: Composição dos depósitos das famílias (% dos depósitos totais).....	147
Figura 5.18: Distribuição dos PPRs por escalão etário (%) <b>.Error! Bookmark not defined.</b>	
Figura 5.19: Distribuição dos PPRs por quintil de rendimento (%) .... <b>Error! Bookmark not defined.</b>	
Figura 6.1: Poupança, Investimento e Capacidade líquida de financiamento das empresas (não financeiras) (% PIB).....	156
Figura 6.2: Formação bruta de capital fixo (em milhões de euros, a preços de 2014)....	159
Figura 6.3: Contributo das empresas para a poupança (% RDB).....	161
Figura 6.4: Poupança das sociedades não financeiras (SNF) e das sociedades financeiras (SF) (milhões de euros) .....	162
Figura 6.5: Poupança das sociedades não financeiras (milhões de euros) .....	163
Figura 6.6: Saldo dos rendimentos primários das sociedades não financeiras (milhões de euros) .....	164



Figura 6.7: Rendimentos de propriedade pagos (sociedades não financeiras, milhões de euros) .....	164
Figura 6.8: Juros totais pagos empresas (em milhões, a preços de 2014).....	166
Figura 6.9: Evolução do peso dos principais sectores nos juros totais .....	167
Figura 6.10: Lucros distribuídos pelas empresas (em milhões de euros, a preços de 2014) .....	168
Figura 6.11: O peso dos principais setores nos dividendos totais .....	169
Figura 6.12: Capacidade líquida de financiamento e endividamento das empresas (% PIB) .....	170
Figura 6.13: Endividamento das SNF (% do PIB). .....	171
Figura 6.14: Endividamento (títulos de dívida, empréstimos e outros débitos e créditos do património financeiro) das SNF (% do PIB).....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
Figura 6.15: Rácio Juros/EBIDTA .....	174
Figura 6.16: Rácio Juros/EBIDTA por dimensão da empresa .....	175
Figura 7.1: Taxa de poupança (% RNB, média no período 2001-2015) .....	180
Figura 7.2: Taxas de poupança contrafactuais.....	182
Figura 7.3: Projeção do impacto demográfico na taxa de poupança .....	184
Figura 7.4: Projeção do impacto demográfico na dívida das famílias .....	185
Figura 7.5: Projeção do valor em dívida dos empréstimos à habitação.....	186
Figura 7.6: Projeção da repartição etária da dívida gerada por empréstimos à habitação .....	187

## **Índice de tabelas**

Tabela 4.1: Distribuição da poupança por nível de rendimento e escalão etário (%), 2010 .....	120
Tabela 4.2: Taxa de poupança por nível de rendimento e escalão etário (%), 2010 .....	121
Tabela 4.3: Contribuição para a variação da taxa de poupança 2005-2010 (%) .....	122

## **Prefácio**

Portugal viveu recentemente um período de quatro anos de emergência nacional.

Este período, muito condicionado sob o ponto de vista económico e financeiro, - fruto de um programa de ajustamento definido como contrapartida ao Acordo de Assistência Financeira de cerca de 78 milhões de euros – permitiu-nos continuar a honrar os nossos compromissos para com os credores externos.

Com uma “saída limpa” no final deste programa, Portugal começou a mostrar sinais de recuperação da sua economia, expressos quer pela melhoria de alguns indicadores macroeconómicos (crescimento económico, emprego, melhoria das contas públicas) quer pela maior facilidade de acesso autónomo ao mercado, através de emissões de dívida pública.

Mais recentemente, a economia manteve a trajectória de recuperação iniciada em 2014, ainda que todos ambicionemos ver um crescimento mais sustentável, condição necessária para alcançarmos uma economia mais competitiva, mais exportadora, mais amiga do investimento, e com reflexos positivos no emprego, na valorização das empresas, e na sociedade em geral.

Sendo necessário considerar a influência de outras variáveis, nomeadamente a instabilidade política/económica do projecto Europa, uma das fragilidades existentes em Portugal prende-se com os níveis de investimento, quer público quer privado na nossa economia. Não sendo um problema novo, é um problema que toma uma dimensão mais crítica pela dependência do investimento estrangeiro, já que a taxa de poupança interna encontra-se em níveis historicamente baixos.

Mas uma poupança interna robusta é condição para uma economia mais sólida e resiliente. Nesse sentido importa analisar as razões porque chegamos ao ponto de Portugal apresentar neste momento uma das mais baixas taxas de poupança a nível da zona euro, quer das famílias, quer das empresas.

O tema da Poupança é um tema prioritário para o sector segurador. Nesse sentido, em 2011, a APS apresentou o estudo “A Poupança em Portugal”, curiosamente numa altura em que a taxa de poupança interna mostrava alguns sinais de recuperação, ainda que não sustentáveis, face ao início do período de ajustamento já mencionado.

Porque o tema continua atual, e porque o processo de ajustamento da economia tem implicações significativas para o comportamento da poupança das famílias, das empresas

e do Estado, decidimos na APS - e com o envolvimento das seguradoras associadas - voltar a debater este tema e, em parceria com a Universidade do Minho e a Universidade de Coimbra, apresentar o estudo “Poupança e Financiamento da Economia Portuguesa”.

Neste estudo tivemos, ainda, o enorme privilégio de poder contar com os contributos de quatro personalidades que aceitaram integrar o Conselho Consultivo – Miguel Cadilhe, António Bagão Félix, Jorge Bravo e Pedro Seixas Vale - a quem é devido um especial agradecimento pela leitura atenta e comentários pertinentes que foram fazendo chegar aos autores ao longo da preparação do estudo.

Acreditamos que o conteúdo deste estudo será uma mais-valia para as seguradoras, mas também para os vários intervenientes no modelo económico e social que suportam a nossa sociedade. É neste sentido que esperamos que este estudo contribua de forma significativa para o debate de como transformar este modelo em Portugal.

Porque todos ambicionamos um Portugal mais próspero, mais amigo do desenvolvimento. E todos desejamos o bem-estar da nossa sociedade.

José Galamba de Oliveira

Presidente da APS

## 1. Introdução

A economia portuguesa vive, desde o início do século XXI, num regime de baixo crescimento económico. Em 2016, os níveis de produção e de emprego eram ainda inferiores aos registados antes da crise financeira internacional de 2008. A recuperação iniciada em 2013 tem sido lenta, com taxas de crescimento inferiores a 2% e taxas de desemprego elevadas. A experiência histórica de outras crises financeiras tem mostrado que os processos de recuperação económica dependem do que esteve na origem do endividamento. Em particular, as crises que resultam de diminuições da poupança tendem a originar recessões mais graves, com maiores perdas de produto e de emprego, do que as crises em que o endividamento resultou de aumentos do investimento<sup>1</sup>.

No caso português, como no caso grego, o endividamento externo, acumulado ao longo da década que precedeu a crise financeira internacional e o pedido de resgate à *troika*, deveu-se, essencialmente, à redução da taxa de poupança. Durante o século XXI, as taxas de poupança de Portugal e da Grécia situaram-se entre as mais baixas da OCDE. Por outro lado, no caso da Espanha e da Irlanda, outros dois países intervencionados pela *troika*, as taxas de poupança mantiveram-se em valores elevados, sendo os défices externos no período anterior à crise financeira internacional causados por um forte aumento do investimento (sobretudo em habitação). A recuperação mais vigorosa da Irlanda e da Espanha e as maiores dificuldades de Portugal e da Grécia parecem confirmar que o endividamento externo causado por quebras na poupança torna as economias menos resilientes.

O contributo do Estado, das famílias e das empresas para a acumulação do endividamento externo também influencia o processo de recuperação económica e as políticas económicas. Essa contribuição pode ser avaliada pelas necessidades de financiamento, isto é, pela diferença entre a poupança e o investimento de cada um daqueles setores. Esta análise permite-nos concluir que o Estado, as famílias e as empresas deram contributos muito diversos para o endividamento dos quatro países resgatados pela *troika*. Apesar das baixas taxas de poupança, no período entre a criação do euro e a crise financeira internacional, as famílias portuguesas, destacaram-se por serem as únicas que apresentaram capacidade líquida de financiamento positiva em todo o período. Isto é, em termos agregados, a sua poupança foi suficiente para financiar o seu investimento

---

<sup>1</sup> Ver, por exemplo, Eduardo Cavallo, Barry Eichengreen e Ugo Panizza (2016). *Can countries rely on foreign saving for investment and economic development?* CEPR DP 11451. Centre for Economic Policy Research. Londres.

(essencialmente em habitação). Por outro lado, Portugal e a Grécia destacaram-se pelas elevadas necessidades de financiamento dos seus Estados, decorrentes dos défices orçamentais elevados durante todo aquele período. Para além do Estado, na origem do endividamento externo da economia portuguesa estiveram as enormes necessidades de financiamento das empresas, que registaram uma quebra contínua na sua taxa de poupança e se tornaram das mais endividadas do mundo (em % do PIB, ultrapassadas apenas pelas empresas islandesas e irlandesas).

Assim, para compreendermos a natureza da crise económica portuguesa temos de compreender o que esteve na origem na diminuição da taxa de poupança. A taxa de poupança da economia portuguesa iniciou uma trajetória descendente na década de 80, atingindo mínimos históricos durante a crise financeira internacional. A recuperação que se seguiu à crise financeira internacional, que contribuiu para a eliminação do défice externo, não retirou Portugal do grupo dos países da OCDE com taxas de poupança mais baixas. O reequilíbrio externo – talvez o maior sucesso do programa de assistência financeira – só foi alcançado porque o investimento manteve a sua trajetória descendente, posicionando-se em mínimos históricos, que põem em causa a reposição do *stock* de capital existente e que constituem uma restrição ao crescimento da economia.

As possibilidades de financiamento da economia portuguesa junto do exterior são ainda muito limitadas em resultado do regime de baixo crescimento, que dura há cerca de 15 anos, do elevado endividamento e da incerteza em relação à sua sustentabilidade. Este contexto, a que se soma a incerteza em relação ao futuro da área do euro e da própria União Europeia, dificulta também o investimento em ativos portugueses, podendo levar os indivíduos com rendimentos mais elevados a investir as suas poupanças em ativos estrangeiros. Neste contexto, a poupança e a criação de condições para a sua aplicação em ativos nacionais assumem um papel central no processo de correção (que ainda não está concluído) dos desequilíbrios e na criação das condições necessárias ao financiamento do investimento.

Neste trabalho, procuramos identificar os fatores que determinaram o comportamento da poupança das famílias e das empresas. As contribuições negativas do Estado para a poupança nacional têm estado no centro da política económica e têm sido amplamente discutidas. Por essa razão, a atenção que daremos à poupança do Estado e aos fatores que a condicionam (por exemplo, o desenvolvimento do Estado Social) terá em vista, essencialmente, os seus efeitos na poupança privada. Discutiremos ainda o papel das políticas públicas na promoção da poupança.

A diminuição da poupança contribuiu para o desenvolvimento de desequilíbrios na nossa economia porque resultou num aumento das necessidades líquidas de financiamento. Num período em que o país se encontrava num processo de convergência com o nível de rendimento médio da União Europeia e carecia de investimento, as necessidades de financiamento das famílias e, sobretudo, das empresas tiveram de ser financiadas com o recurso ao endividamento externo. Neste processo, por altura da crise financeira internacional, as famílias e, sobretudo, as empresas portuguesas estavam entre as mais endividadas da OCDE. Este facto deveu-se a fatores externos e a fatores internos.

No capítulo 2, descrevemos o contexto internacional que favoreceu o aumento do endividamento e a redução da poupança. A globalização financeira e a criação de um mercado financeiro global aumentaram as possibilidades de circulação das poupanças e de acesso ao crédito. Isto permitiu que o investimento se desligasse da poupança nacional, dando origem a desequilíbrios externos com uma amplitude e uma duração nunca antes observadas. Os riscos destes desequilíbrios foram desvalorizados pelos mercados, pelos decisores de política económica e pela maioria da comunidade académica. Prevalencia, então, a visão que salientava os benefícios da globalização financeira para a atividade económica.

Essa visão benigna dos desequilíbrios externos parecia fazer ainda mais sentido no âmbito da construção da zona euro, com a integração do mercado de capitais, associada a um processo de convergência entre países da periferia e do centro. Para aquela visão benigna contribuía também o facto de a União Europeia, globalmente, se encontrar numa posição de equilíbrio externo. Mas essa visão benigna explica também a ausência de mecanismos de sinalização e correção na União Económica e Monetária. A forte interdependência entre os Estados e o sistema financeiro propagou e amplificou a crise financeira internacional, levando à paragem brusca do financiamento aos países com défices externos elevados e persistentes. Na zona euro, a consequência foi a crise das dívidas soberanas. A própria existência do euro foi colocada em causa, pondo fim ao princípio da sua irreversibilidade.

Para além do contexto internacional favorável ao aumento do endividamento, um conjunto de fatores associados ao processo de desenvolvimento desde os anos 60, sobretudo após o fim do Estado Novo, explicam a redução da taxa de poupança da economia portuguesa desde a década de 80. No capítulo 3, discutimos os fatores internos que afetaram o comportamento de poupança das famílias: as expectativas muito positivas relativamente à evolução do rendimento futuro; a descida das taxas de inflação e das taxas de juro; o desenvolvimento do sistema financeiro; a universalização do Estado Social; a dinâmica demográfica.

A dinâmica demográfica dos países desenvolvidos aponta para uma redução significativa da população e para o seu envelhecimento. Portugal pertence ao grupo de países onde essas tendências são mais pronunciadas. A população portuguesa está, desde 2010, numa trajetória decrescente, fruto dos efeitos cumulativos de um número de óbitos maior do que o de nascimentos e de saldos migratórios negativos. A taxa de natalidade situa-se entre as mais baixas da União Europeia. Alguns autores têm atribuído o 'excesso' de poupança na economia mundial ao envelhecimento da população dos países desenvolvidos. No entanto, esse efeito não atingiu ainda a população portuguesa, tendo a poupança das famílias atingido mínimos históricos e, em 2016, foi mesmo negativa em alguns períodos do ano.

Da nossa análise, no capítulo 4, concluímos que a tendência de descida da taxa de poupança resultou da maior facilidade de acesso ao crédito. No entanto, não é demais salientar que o efeito da liberalização do sector financeiro no endividamento e na taxa de poupança só terá sido possível pelas circunstâncias em que ocorreu, nomeadamente num ambiente com expectativas otimistas e desenvolvimento do Estado Social. A perceção de que o ritmo de crescimento da economia portuguesa tinha abrandado fortemente na primeira década do século XXI, interrompendo o processo de convergência com a UE15, não foi imediata. O abrandamento do crescimento não foi de molde a promover uma revisão tempestiva das expectativas muito otimistas que a experiência do passado recente havia criado. Apesar de tudo, o crescimento do consumo das famílias no período entre a criação do euro e a crise financeira internacional situou-se entre os mais baixos da OCDE, estando em linha com o crescimento do consumo na zona do euro. A crise da dívida acabaria por ser uma surpresa e levaria a um movimento de correção, à semelhança do que aconteceu nas outras economias da zona do euro, com uma forte quebra no consumo e um aumento muito significativo da poupança das famílias em 2009. No entanto, a partir desse ano, a poupança entraria novamente numa trajetória decrescente, que acelerou a partir de 2013. Esta quebra da poupança sugere que as famílias percecionaram o início da recuperação económica e dos rendimentos como permanente e estará, assim, associada à melhoria das expectativas em relação à evolução da economia. As baixas taxas de juro também não favoreceram o aumento da poupança.

A habitação constitui a principal componente da riqueza das famílias, mas tem vindo a perder peso nos últimos anos. As alterações demográficas que referimos acima deverão também afetar a composição da riqueza das famílias, sendo de esperar que o peso da riqueza em habitação continue a diminuir. Para essa tendência deverão contribuir a menor dimensão das novas gerações, o excesso de habitações e as mudanças no mercado de trabalho. O facto de, atualmente, o crédito à habitação a indivíduos com menos de 30 anos



ser praticamente inexistente parece confirmar essa tendência. Por outro lado, desde o início do século XXI, o investimento em habitação está em queda e os preços apresentam uma tendência decrescente em termos reais. A riqueza financeira tem vindo a ganhar peso na riqueza total das famílias, sendo a sua distribuição muito desigual, com as famílias pertencentes ao grupo com rendimentos mais elevados a deterem a quase totalidade dos ativos financeiros. Os depósitos bancários constituem a principal aplicação financeira das famílias. Discutimos estas questões no capítulo 5.

Para romper com o longo período de estagnação que afeta a economia portuguesa, é necessária a recuperação do investimento das empresas, que se encontra ainda cerca de 12% abaixo do nível anterior à crise financeira internacional. O elevado endividamento das empresas constitui uma restrição às suas decisões de investimento. Assim, no capítulo 6 analisamos a poupança, o investimento e o endividamento das empresas. Os dados ao nível da empresa permitem-nos fazer uma análise sectorial e por dimensão das empresas. Concluimos que as necessidades de financiamento das empresas, que estiveram na origem do seu endividamento, decorreram sobretudo de uma forte diminuição da sua poupança.

A diminuição da poupança das empresas até à crise financeira internacional teve a sua raiz no aumento dos encargos com juros e na distribuição de dividendos, que se encontravam (e ainda se encontram) muito concentrados num número relativamente reduzido de empresas. A posterior recuperação da poupança é explicada pela diminuição dos encargos com juros, decorrente da descida das taxas de juro e também da diminuição da distribuição de lucros. A recuperação da poupança, associada à diminuição do investimento, permitiu que as empresas apresentassem capacidade líquida de financiamento a partir de 2012. A difícil situação dos bancos obriga as empresas a financiarem uma parte do seu investimento com poupanças internas. Num quadro de elevado endividamento, não será fácil cumprir este desiderato. No entanto, o financiamento com capitais próprios obrigará a uma escolha mais criteriosa dos investimentos, que poderão assim gerar um retorno superior aos que foram financiados com endividamento no período anterior à crise financeira internacional.

Num contexto de elevado endividamento, com baixo crescimento, grande incerteza e dificuldades de acesso aos mercados financeiros internacionais, aumentar a poupança nacional torna-se uma condição necessária para a recuperação da economia. A definição de políticas económicas eficazes implica o conhecimento da natureza dos desequilíbrios e da composição da poupança das famílias e das empresas. Na análise do endividamento e da poupança das famílias damos especial atenção à distribuição por escalões de

rendimento e por escalões etários. No caso das empresas, a nossa análise do endividamento e da poupança centra-se na dimensão e setores de atividade. Com base naquelas análises procuramos identificar grupos de famílias ou setores de empresas que poderão ser alvo de políticas direcionadas de promoção da poupança.

No capítulo 7, onde propomos políticas para a promoção da poupança, utilizamos aquela informação para simular o impacto de mudanças de comportamento em grupos da população na poupança total da economia. Simulamos também o impacto das alterações demográficas, projectadas para as próximas décadas pelo INE, no crédito bancário às famílias para aquisição de habitação. Discutimos igualmente os desafios que as alterações demográficas irão colocar à sustentabilidade da Segurança Social e propomos medidas para fazer face a esses desafios.

Como temos vindo a salientar, para além das suas dificuldades internas, a economia portuguesa enfrenta ainda um ambiente de grande incerteza internacional, com o espectro da 'estagnação secular' a pairar. O regime de baixo crescimento em que as economias desenvolvidas parecem ter caído não favorece o retorno da poupança. A caça às rendibilidades pode desviar a aplicação de poupança em ativos de economias mais frágeis, como a portuguesa. Na ausência de melhores alternativas, a política monetária ocupou a centralidade da política económica, adotando políticas não convencionais, com efeitos ainda incertos na economia. O ativismo dos bancos centrais tem suscitado muitas reservas, em especial pelos seus efeitos redistributivos entre devedores e credores e também na estabilidade financeira. No entanto, para países muito endividados como Portugal, as baixas taxas de juro têm constituído um forte alívio, traduzindo-se num aumento do rendimento disponível. A possibilidade de as taxas de juro voltarem a subir no futuro próximo porá novamente em cheque a estabilidade financeira da economia portuguesa. Um aumento da poupança que permita reduzir a dependência face ao financiamento externo é a melhor defesa para aquela eventualidade.

## **2. Desequilíbrios e estagnação: uma perspetiva global**

Neste capítulo, descrevemos a intensificação dos fluxos internacionais de poupança desde os anos 80 e os desequilíbrios externos que se foram avolumando, conduzindo à crise financeira internacional e à crise da zona do euro. Até ao eclodir daquelas crises, a visão dominante entre economistas e decisores de política económica centrava-se nos benefícios da maior circulação de capitais na economia global para a afetação internacional de recursos e o crescimento económico. Ao mesmo tempo, eram subestimados os riscos decorrentes dos desequilíbrios externos e do excesso de endividamento.

A visão benigna do endividamento, e a desvalorização dos riscos a ele associados, impôs-se num contexto de forte crença na eficiência dos mercados e de excesso de confiança na capacidade dos decisores de política económica em controlarem o ciclo económico. Além disso, a visão benigna do endividamento era alimentada pelos efeitos benéficos da revolução das tecnologias da informação e comunicação e pela convicção de que as inovações financeiras desse período favoreciam uma melhor afetação do risco e, assim, uma redução do risco agregado.

No seio da zona do euro, a eliminação do risco cambial e os sinais de convergência entre os países da periferia e os países do centro intensificou ainda mais a circulação de capitais. No caso dos países da periferia da zona euro, em particular da Grécia e de Portugal, a magnitude dos défices externos e a sua duração atingiram valores máximos. Nestes casos, a acumulação de défices externos coincidiu com a queda da taxa de poupança, o que alguns estudos sugerem estar associado a processos de recuperação pós-crise mais lentos e com maiores perdas de produto.

As baixas taxas de crescimento nos países desenvolvidos, em particular desde a crise financeira internacional, levaram à recuperação da expressão 'estagnação secular'. Esta expressão associa o baixo crescimento ao declínio demográfico e à escassez de procura global. O baixo crescimento reflete-se nas baixas taxas de juro reais. A tendência decrescente destas e as pressões deflacionistas obrigam os bancos centrais a adotar políticas não convencionais, como a fixação de taxas de juro negativas. Os efeitos destas políticas na economia e no sistema financeiro são discutidos na parte final deste capítulo.

## **2.1. A circulação internacional da poupança: oportunidades e riscos**

A globalização e a inovação financeira nas décadas que precederam a crise financeira internacional foram fatores decisivos para o crescimento da economia mundial desde a década de 70. No entanto, os enormes fluxos de capitais e os desequilíbrios acumulados, associados ao extraordinário crescimento do crédito e ao desenvolvimento de bolhas em mercados como o da habitação, estiveram na origem da crise financeira internacional. Adicionalmente, a forte interligação entre os mercados financeiros contribuiu para a propagação da crise financeira internacional, iniciada nos Estados Unidos, e para o contágio da crise das dívidas soberanas na zona do euro.

Uma economia globalizada permite uma maior integração das economias emergentes e das economias desenvolvidas, com potenciais vantagens para ambos os blocos económicos. Um dos desenvolvimentos mais relevantes do processo de integração financeira, nas décadas que antecederam a crise financeira internacional, foi a criação de um mercado financeiro global que aumentou as possibilidades de circulação das poupanças e a sua afetação às necessidades da economia mundial. Esta liberalização da circulação de capitais permitiu que, por exemplo, as poupanças geradas na China, nos países produtores de petróleo ou nos países do centro da Europa pudessem ser investidas nos Estados Unidos, em Portugal ou na Grécia.

A integração internacional dos mercados financeiros permitiu que a poupança nacional se desligasse de forma significativa do investimento. Isto é, o investimento deixou de estar dependente da poupança nacional (como acontece nas economias fechadas ou sem acesso aos mercados financeiros internacionais), podendo mais facilmente ser financiado nos mercados financeiros internacionais, através da canalização da poupança das economias com excedentes externos – ver, entre outros, Taylor (2002) e Cavallo *et al.* (2016).<sup>2</sup>

### **Desequilíbrios benignos**

---

<sup>2</sup> Em 1980, Martin Feldstein e Charles Horioka publicaram um texto no qual mostravam a existência de uma associação muito forte entre as taxas de poupança e de investimento nacionais no período 1960-74. Isto é, naquele período a associação entre poupança nacional e investimento sugeria que a primeira determinava o segundo. Este resultado ficou conhecido como o ‘*puzzle Feldstein-Horioka*’.

O aumento da circulação internacional de capitais, associada ao crescimento do comércio internacional no pós-II Guerra Mundial, conduziu ao colapso do sistema de câmbios fixos de Bretton Woods. Apesar da discussão que se seguiu em torno da instabilidade das taxas de câmbio flexíveis, prevaleceu a visão que salientava os benefícios da globalização financeira para a atividade económica: aquela permitiria melhorar a afetação dos recursos na economia mundial. Desta forma, países pobres, com baixas taxas de poupança, poderiam romper com o círculo vicioso da pobreza, financiando o seu *stock* de capital com défices da balança corrente. Por outro lado, os aforradores nos países com excedentes poderiam encontrar oportunidades de investimento mais favoráveis nos países deficitários, mas com taxas de retorno do investimento mais elevadas. Adicionalmente, os países excedentários beneficiariam da diversificação do risco proporcionada pela aquisição de ativos externos, com retornos menos dependentes da evolução da economia nacional.

A visão benigna dos desequilíbrios externos – e o aumento dos saldos (positivos e negativos) das balanças correntes – persistiu apesar das várias crises financeiras, associadas a fluxos de capitais significativos, durante as décadas de 80 e 90, que afetaram várias economias emergentes, como o México, a Malásia, a Tailândia, a Coreia do Sul, a Indonésia ou a Índia. O facto de a estas crises financeiras se terem seguido recuperações rápidas, e os efeitos terem sido limitados a um grupo de países emergentes, terá também contribuído para robustecer a visão benigna dos desequilíbrios externos.

Desde os anos 90 até ao eclodir da crise financeira, a desvalorização dos riscos do endividamento resultou da conjugação de diversos fatores. Em primeiro lugar, o facto de o endividamento resultar de decisões individuais (mais do que do endividamento dos Estados como tinha acontecido nos anos 80), numa época em que a crença nas expectativas racionais era forte e se esperava que os mercados funcionassem de forma eficiente, promovendo uma afetação ótima dos recursos. Em segundo lugar, os países onde se concentrava o endividamento eram países ricos e, por isso, com menor risco associado – as graves crises de balanças de pagamentos dos anos 80 atingiram sobretudo países em vias de desenvolvimento da América Latina. Em terceiro lugar, desde meados da década de 80, as economias pareciam ter entrado num novo regime de maior estabilidade macroeconómica, com baixa inflação – período que ficou conhecido como ‘A Grande Moderação’ para os macroeconomistas –, tendo levado economistas como o prémio Nobel Robert Lucas ou políticos como o ex-Primeiro-Ministro Gordon Brown a declararem, nos primeiros anos do século XXI, o fim dos ciclos económicos. Essa estabilidade que caracterizou as economias ocidentais, no contexto de uma revolução tecnológica, alimentou o sentimento de que se vivia numa ‘nova era’ e que ‘desta vez era diferente’,

contribuindo para a desvalorização do risco do endividamento.<sup>3</sup> Adicionalmente, os mercados acreditaram que a onda de inovação financeira que caracterizou o período anterior à crise financeira internacional permitiria uma melhor repartição do risco, diminuindo dessa forma o risco para o conjunto das economias.

### **Zona euro: um porto seguro?**

Alguns dos fatores que descrevemos acima fizeram-se sentir de forma ainda mais intensa na zona do euro. Com a sua criação, esperava-se um aprofundamento da integração dos mercados, contribuindo assim para o processo de aceleração da convergência dos níveis de rendimento dos países da periferia para os níveis de rendimento dos países do centro da União Europeia. O fluxo de capitais do centro para a periferia da zona do euro fazia assim todo o sentido.

Essa era a análise que, em 2002, Olivier Blanchard e Francesco Giavazzi faziam, num artigo publicado na *Brookings Papers on Economic Activity*, dos défices externos que vinham a ser acumulados, desde meados da década de 90, pela Grécia e por Portugal:

“O facto de tanto Portugal como a Grécia serem membros da União Europeia e do euro e de serem os mais pobres sugere uma explicação natural para os seus défices atuais nas contas correntes. Eles são exatamente o que a teoria económica espera que sejam e devem ocorrer quando os países veem os mercados de bens e os mercados financeiros ficarem mais integrados. Na medida em que são países com taxas de retorno esperadas mais elevadas, os países pobres deverão ver o investimento a aumentar. E na medida em que estes países têm melhores perspetivas de crescimento, deverão ver as poupanças a diminuir. Portanto, de qualquer das formas, os países mais pobres deverão ter défices nas suas balanças correntes maiores e, simetricamente, os países mais ricos deverão ter maiores excedentes.” (p.148)

Na análise de Blanchard e Giavazzi, os défices externos de Portugal e da Grécia eram benignos dado que os capitais estariam a deslocar-se dos países do centro para países com taxas de retorno mais elevadas ou para financiar investimentos mais produtivos. Apesar desta visão benigna dos défices externos no contexto da união económica e

---

<sup>3</sup> Na explicação do sentimento de excesso de confiança que se vivia nos mercados financeiros desde a década de 90, Robert Shiller, no seu livro de 2000, *Irrational Exuberance*, e Kenneth Rogoff e Carmen Reinhart, no seu livro de 2009, *This Time is Different*, desenvolvem, respetivamente, as ideias de ‘nova era’ e de ‘desta vez é diferente’.

monetária, Blanchard e Giavazzi defenderam a continuação do cálculo da balança corrente individual para cada país da zona euro, para que se pudesse avaliar o contributo do défice público para o défice externo. Esta avaliação seria necessária porque as regras orçamentais na área do euro poderiam não ser suficientemente fortes para garantir o bom comportamento dos governos em matéria orçamental.<sup>4</sup>

Por outro lado, impôs-se também a doutrina da desvalorização dos défices externos dos Estados-membros no âmbito de uma União Económica e Monetária, mantendo-se as preocupações com o saldo externo global da zona do euro. As origens dessa doutrina podem encontrar-se no chamado Relatório Werner. Este relatório “ao Conselho e à Comissão sobre a realização faseada da união económica e monetária na Comunidade” foi dirigido pelo primeiro-ministro luxemburguês, Pierre Werner, e apresentado em 1970. Referindo-se a uma união na qual os orçamentos nacionais fossem geridos de forma harmonizada, com intervenção da Comunidade sobre o conteúdo desses orçamentos nacionais, o relatório afirmava que “para tal união apenas os saldos globais da balança de pagamentos da Comunidade com o resto de mundo tinham alguma importância” (p.10).

O Relatório Werner perspectivava uma Europa onde, embora se mantivesse algum poder de decisão nacional em matéria orçamental, os governos estivessem limitados nas suas opções, de forma a evitar que défices orçamentais num país pusessem em causa a estabilidade da moeda única. Se tal objetivo fosse alcançado, só o défice externo do conjunto da área do euro face ao resto do mundo seria importante, pois influenciaria o valor da moeda nos mercados financeiros internacionais e isso influenciaria tanto a competitividade da produção europeia, como o estatuto da moeda europeia enquanto moeda com circulação internacional.

Em 1989, um comité dirigido pelo presidente da Comissão Europeia, Jacques Delors, apresentou um novo relatório sobre a união económica e monetária na Comunidade Europeia. No que diz respeito aos orçamentos nacionais, este relatório referia-se à necessidade de haver “coordenação da política macroeconómica, incluindo regras eficazes para as políticas orçamentais” (p. 16), talvez ajudada por “forças de mercado”, que podem exercer um efeito disciplinador via penalizações nos mercados financeiros. Contudo, o relatório alertava para o seguinte:

---

<sup>4</sup> É justo referir que o economista Pierre Gourinchas, num comentário ao artigo de Olivier Blanchard e Francesco Giavazzi, questionou a visão otimista dos défices externos da Grécia e Portugal. Em 2007, num artigo importante sobre a crise da economia portuguesa, Blanchard reconheceria que tinha sido demasiado otimista em relação à benignidade dos défices daqueles países.

“No entanto a experiência sugere que as percepções dos mercados nem sempre asseguram a existência de sinais fortes e persuasivos e que o acesso a mercados de capitais alargados pode até, durante algum tempo, facilitar o financiamento de desequilíbrios económicos. Em vez de conduzir a ajustamentos graduais dos custos de financiamento, a visão que o mercado tem sobre a credibilidade de devedores oficiais tende a mudar de forma abrupta, levando a que os países vejam fechadas as suas possibilidades de financiamento junto dos mercados. Estes constrangimentos impostos pelos mercados tanto podem ser demasiado lentos e fracos, como abruptos e disruptivos. Assim, os países teriam de aceitar que participar num mercado e numa moeda comuns exigiria restrições de políticas.” (p.20)

*A posteriori*, estas palavras parecem premonitórias. A crise da dívida soberana na Europa seguiu o guião descrito neste parágrafo do Relatório Delors. Na fase inicial, os mercados financeiros mobilizaram a poupança dos países excedentários para emprestarem aos países deficitários a taxas baixas, refletindo uma “perceção” muito favorável quanto às perspetivas para esses países. No final de 2009, essa perceção começou a mudar de forma muito rápida (embora os *spreads* em relação à Alemanha já viessem a crescer desde, pelo menos, 2006). A esta rapidez na alteração das percepções não será alheia a enorme diferença entre o horizonte temporal das decisões tomadas nos mercados financeiros e o das decisões orçamentais. No caso dos mercados financeiros, as decisões são tomadas debaixo da pressão das flutuações segundo-a-segundo das cotações. No caso das autoridades orçamentais, as decisões só poderão apresentar resultados definitivos no final de cada ano fiscal, sendo normalmente necessários vários anos para conseguir fazer “consolidações orçamentais” significativas.

Feito este aviso, o Relatório Delors tinha a dizer o seguinte quanto à balança de pagamentos:

“Com as paridades irrevogavelmente fixadas, os mercados de câmbios deixariam de forçar correções das políticas nacionais que restaurassem equilíbrios entretanto perdidos. Acresce a isto que as dificuldades estatísticas e de interpretação dos desequilíbrios económicos seriam exacerbadas num sistema de contabilidade da balança de pagamentos totalmente integrado. Ou seja, aquele que é atualmente um indicador de desequilíbrios económicos de grande visibilidade e sensibilidade deixaria de prestar tal serviço como guia de políticas. Apesar de tudo, se não se corrigirem os desequilíbrios nas contas, estes manifestar-se-ão como desequilíbrios económicos regionais. Medidas



que promovessem a mobilidade dos fatores de produção e a flexibilidade de preços ajudariam a lidar com tais problemas.” (p.17)

Esta formulação do Relatório Delors sugere uma mudança de posição face ao relatório Werner. Em vez de ver a área do euro como um país multinacional onde existe alguma, mas limitada, descentralização dos orçamentos nacionais, o relatório Delors dispensa a centralização e manifesta confiança nos políticos para, ao nível comunitário, criarem regras orçamentais eficazes e, ao nível nacional, organizarem os orçamentos de acordo com aquelas regras. Por outras palavras, se os orçamentos nacionais contribuíssem para a poupança de modo a evitar desequilíbrios graves, a moeda única seria bem-sucedida e apenas a balança de pagamentos face ao resto do mundo seria importante. As crises da balança de pagamentos que haviam afetado anteriormente países como Portugal não se repetiriam neste cenário.

A visão presente no Relatório Delors teve eco em Portugal. A 23 de Fevereiro de 2000, no seu discurso de tomada de posse como Governador do Banco de Portugal, Vítor Constâncio afirmou:

“Sem moeda própria não voltaremos a ter problemas de balança de pagamentos iguais aos do passado. Não existe um problema monetário macroeconómico e não há que tomar medidas restritivas por causa da balança de pagamentos. Ninguém analisa a dimensão macro da balança externa do Mississippi ou de qualquer outra região de uma grande união monetária. Isto não significa que não exista uma restrição externa à economia. Simplesmente esta é o resultado da mera agregação da capacidade de endividamento dos vários agentes económicos. O limite depende essencialmente da capacidade de endividamento dos agentes internos (incluindo os bancos) perante o sistema financeiro da zona euro. Se e quando o endividamento for considerado excessivo, as despesas terão que ser contidas porque o sistema financeiro limitará o crédito. O equilíbrio restabelece-se espontaneamente, por um mecanismo de deflação das despesas, e não têm que se aplicar políticas de ajustamento. A ressaca após um forte endividamento pode ter consequências recessivas, mas não é um problema macroeconómico de balança de pagamentos.”<sup>5</sup>

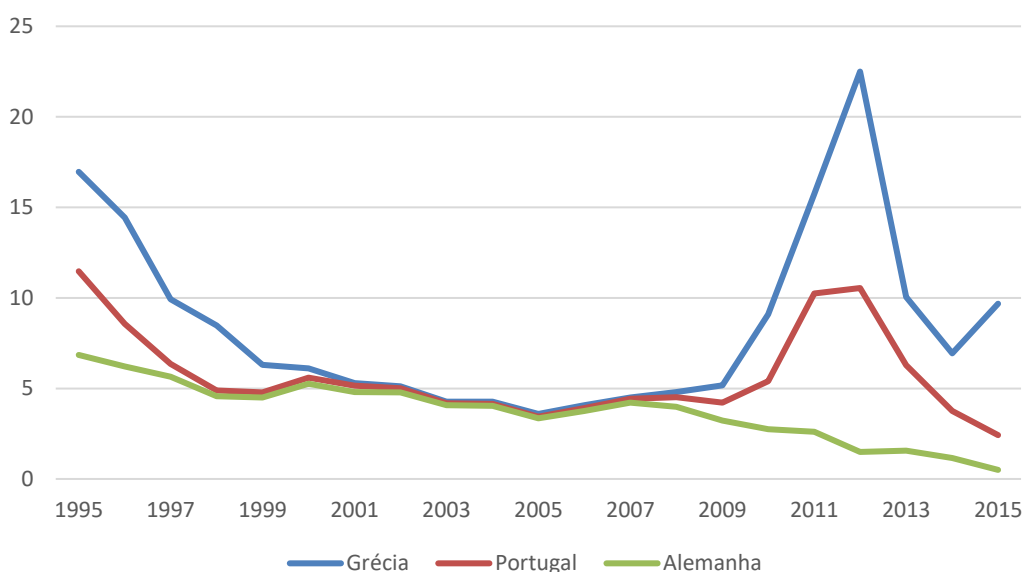
---

<sup>5</sup> Disponível em <https://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/IntervencoesPublicas/Paginas/intervpub20000223.aspx>

Uma diferença importante em relação às passagens citadas do Relatório Delors é que o discurso de Vítor Constâncio, refletindo o espírito da época, revela mais confiança na capacidade de os mercados financeiros imporem a disciplina necessária ao sucesso da moeda única (“porque o sistema financeiro limitará o crédito”). Neste ponto, a realidade parece não ter correspondido à convicção manifestada por Vítor Constâncio.

A este propósito vale a pena recordar que uma das características principais do processo de integração europeia, nomeadamente a criação da moeda única, foi a convergência entre as taxas de juro dos diferentes países – ver Figura 2.1. Em 1995, a diferença em relação à taxa de juro alemã era 10 pontos percentuais no caso da Grécia e 4,6 no caso de Portugal; em 2003, a diferença era de 0,2 no caso da Grécia e 0,1 no caso de Portugal – os capitais disponíveis nos países excedentários aceitaram financiar o aumento da despesa nos países deficitários como se o risco associado a estes países fosse praticamente igual ao risco associado à Alemanha.

De facto, apesar de logo nos primeiros anos de vida do euro, o pacto de estabilidade e crescimento ter sido violado e subsequentemente suavizado, os mercados financeiros continuaram, até 2005, a não penalizar o custo de endividamento dos países. Como podemos ver na Figura 2.1, só com a crise financeira internacional o custo de financiamento da Grécia e de Portugal divergiu de forma significativa do custo de endividamento da Alemanha. Em relação a Portugal, a avaliação dos mercados era confirmada pelas agências de *rating* – a agências *Fitch* e *Moody's* mantiveram a sua avaliação, no seu terceiro nível mais elevado, inalterada até 2010.



**Figura 2.1:** Taxa de juro para efeitos dos critérios de convergência (%)

**Fonte:** Eurostat.

Em face disto, Jean-Paul Fitoussi perguntava em 2005 por que motivo os mercados financeiros ainda não tinham penalizado os países com maus desempenhos orçamentais através de taxas de juro mais elevadas. Segundo Fitoussi, tal devia-se ao facto de as regras orçamentais não serem credíveis, nem antes, nem depois da revisão do pacto de estabilidade e crescimento. No fundo, os mercados parecem ter acreditado que, em última instância e ao contrário do que está previsto no Tratado da União Europeia, um país membro da zona que estivesse em risco de incumprimento seria sempre resgatado pelos outros Estados-membros.

No entanto, a visão que prevaleceu até à crise das dívidas soberanas foi a de que os défices externos e o endividamento eram parte de um processo que contribuiria para uma melhor afetação dos recursos na zona euro. De facto, as análises da primeira década do euro, como as realizadas pela Comissão Europeia (2008) ou por Marco Buti e Vítor Gaspar (2009) salientavam os sucessos da moeda única – a afirmação da credibilidade do BCE, a estabilidade dos preços e macroeconómica, melhorias no funcionamento dos mercados, entre outros. Salientava-se também o bom comportamento da zona do euro na crise financeira internacional, tendo a moeda única funcionado como um porto seguro para os Estados-membros. O desenrolar da crise financeira internacional mostraria que essa análise era precipitada. Para além disso, na discussão sobre os desafios que se colocavam à moeda única, os desequilíbrios externos e o endividamento continuavam a ser ignorados.

Com este contexto económico, financeiro e intelectual, desenvolveram-se desde meados da década de 90 profundos desequilíbrios externos nos países da zona do euro, apesar de esta, como um todo, manter uma posição externa muito próxima do equilíbrio – aprofundaremos este tema nas secções seguintes.

### **O regresso do risco**

A crise financeira internacional, em 2007, e a crise da zona euro, em 2009, com as paragens súbitas de financiamento externo e processos de ajustamento com elevados custos em termos de PIB e de emprego, vieram pôr em questão a benignidade dos desequilíbrios externos e dos fluxos internacionais de capitais<sup>6</sup>. A crise do euro tem sido associada por diversos autores – ver, por exemplo, Baldwin *et al.* (2015) – aos excessos

---

<sup>6</sup> Martin Wolf, no seu livro de 2009, *Fixing Global Finance*, foi um dos primeiros a fazê-lo.

de endividamento externo, que alimentou o endividamento interno público e privado, nos países da zona do euro que viriam a ser resgatados pela *troika*: Chipre, Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal. Na visão de Baldwin *et al.* (2015) os responsáveis pela crise foram os intensos fluxos de capitais dos países do centro da Europa, como a Alemanha ou a Holanda, para os países da periferia.

Os países da periferia da zona euro, com elevados e persistentes défices externos – que descrevemos mais à frente – são os países mais afetados pela paragem brusca de financiamento decorrente da perda de confiança dos mercados na sua capacidade de cumprirem os compromissos assumidos com os credores. Em 2015, daquele grupo de países, apenas a Irlanda tinha superado de forma significativa (mais 10%) o PIB que tinha em 2007. A Grécia tinha em 2015 um PIB inferior em 26% ao PIB de 2007, e a taxa de desemprego mantinha-se em torno dos 25%. Por sua vez, Espanha e Portugal apresentavam, em 2015, um PIB inferior, respetivamente, em 5,5% e 3,3%, ao registado em 2007. Em Espanha, a taxa de desemprego mantinha-se em valores superiores a 20%. Em Portugal, a taxa de desemprego situa-se atualmente em torno dos 11%, um valor muito inferior ao máximo atingido em janeiro de 2013 (17,4%), mas historicamente ainda muito elevado.

Em face deste contexto, em que vários países apresentam um desempenho económico mau na sequência da crise da dívida, vários comentadores têm vindo a salientar os riscos do endividamento, em particular os que decorrem da substituição da poupança interna por poupança externa para financiar o investimento e o crescimento.

Cavallo, Eichengreen e Panizza — num trabalho de 2016, sugestivamente intitulado *Can Countries Rely on Foreign Saving for Investment and Economic Development?*, chamam a atenção para os riscos de financiar o investimento com poupanças externas. Mostram que economias com défices externos elevados (superiores a 4% do PIB) por um longo período de tempo (igual ou superior a 10 anos) são afetadas por processos de ajustamento abruptos, com uma redução muito acentuada do investimento. De acordo com os seus resultados, as paragens súbitas de financiamento da economia, no contexto de uma crise da balança de pagamentos, levam a que nos cinco anos pós-crise todos os acréscimos de produto, decorrentes do endividamento externo, sejam eliminados.

Barry Eichengreen e os seus coautores concluem também que os défices da balança corrente se devem mais à quebra das taxas de poupança do que a aumentos do

investimento.<sup>7</sup> No entanto, em muitos casos, o investimento também regista aumentos nos países deficitários. Como referimos acima, o endividamento externo pode ser benigno se se destinar a financiar investimento, porquanto o investimento em equipamentos é um elemento-chave do crescimento económico – como mostram, por exemplo, DeLong e Summers, professores nas Universidades de Berkeley e de Harvard, num trabalho publicado em 1991.

Eichengreen e os seus coautores concluem que, nos países com défices da balança corrente elevados e persistentes, as importações de equipamentos são reduzidas, a despeito de apresentarem rácios importações/PIB muito elevados. Este facto ajuda a explicar as baixas taxas de crescimento dos países deficitários e, em consequência, as dificuldades em cumprirem os compromissos com os seus credores. Na mesma linha, o ex-Governador do Banco Central da Índia e professor de economia na Universidade de Chicago, Raghuram Rajan no seu livro *Fault Lines*, salienta que não basta investir, é preciso investir bem. Adair Turner, no seu livro *Entre a Dívida e o Diabo*, publicado em 2016, discute as implicações do endividamento se ter destinado, nas últimas décadas, a financiar, em grande medida, transações financeiras e ativos imobiliários (muitos deles já construídos) e não os investimentos em equipamentos que contribuem para aumentar a produtividade e crescimento da economia.

### **Amplificação e propagação de choques**

Uma dimensão em que tem havido unanimidade na análise dos efeitos da globalização financeira é na sua contribuição para a amplificação e propagação dos choques e das crises. A amplificação e propagação dos choques é intensificada pela teia de ligações no sistema financeiro internacional, pela forte interligação entre o sistema financeiro e a economia real e, finalmente, pela interdependência entre os Estados e o sistema financeiro - em particular, o sistema bancário. A forma como a crise financeira internacional, iniciada no mercado *subprime* nos Estados Unidos, se propagou rapidamente à Europa e culminou na crise do euro ilustra bem aquelas interconexões.

Logo no início da crise financeira internacional, no Verão de 2007, os bancos europeus, em particular os franceses e os alemães (sobretudo os bancos estatais regionais,

---

<sup>7</sup> Cavallo et al. (2016) estimam que, face ao grupo de controlo, as taxas de poupança são inferiores entre 8 e 10 pontos percentuais

*Landesbank*), foram fortemente afetados pela sua elevada exposição ao mercado *subprime* americano. Os receios que então começaram a surgir em relação à liquidez e/ou solvência dos bancos paralisaram o mercado interbancário, que se havia transformado numa importante fonte de financiamento dos bancos. Sem conseguirem aceder ao mercado interbancário para renovarem os seus créditos de curto prazo, muitos bancos tiveram de ser socorridos pelos Estados. Todavia, muitos desses Estados tinham deteriorado a sua posição orçamental com o aumento da despesa na resposta à crise financeira internacional. As dúvidas sobre a solvabilidade dos bancos e a necessidade de serem resgatados pelos Estados transmitiu-se aos mercados obrigacionistas, aumentando os custos do endividamento. Por sua vez, a desvalorização dos títulos de dívida dos Estados fragilizou ainda mais os balanços dos bancos, que tinham nos seus ativos montantes elevados de títulos de dívida pública. Por exemplo, testes de *stress* realizados, em 2010, a 91 bancos da zona do euro concluíram que os bancos franceses e alemães detinham títulos de dívida dos países da periferia do euro (que viriam a ser resgatados pela *troika*) correspondentes a cerca de 5% do PIB. O mesmo estudo concluiu que os bancos dos países da periferia detinham montantes muito elevados de dívida pública dos próprios países: um montante correspondente a 25% do PIB no caso da Grécia, 20% do PIB no caso da Espanha, e 10% do PIB nos casos da Itália e Portugal.<sup>8</sup> A fragilização dos bancos resultante da desvalorização da dívida pública aumentou ainda mais a pressão sobre os Estados, que poderiam ter de resgatar os bancos em dificuldades, agravando ainda mais os seus custos de financiamento. Esta ligação entre os Estados e os bancos, através da dívida pública, foi designada de ‘ciclo diabólico’.

A fragilidade dos bancos e dos Estados obrigou-os, respetivamente, a reduzir o crédito à economia e a reduzir os défices, gerando ambos efeitos recessivos na economia. A desaceleração da economia e o aumento do desemprego agravaram ainda mais a situação orçamental dos Estados em dificuldades e também dos bancos, que viram as situações de incumprimento no crédito aumentar. Todos estes mecanismos de transmissão e amplificação de choques se fizeram sentir com particular acuidade na zona euro, dadas as falhas institucionais para fazer face a possíveis situações de incumprimento por parte de Estados-membros. A perceção dessas falhas pelos mercados amplificou os efeitos da perda de confiança, refletidos no aumento do prémio de risco da dívida pública desses Estados e numa paragem brusca da circulação de capitais, obrigando ao resgate pela

---

<sup>8</sup> Ver, por exemplo, o trabalho *The Euro's Three Crises* publicado em 2012 de Jay Shambaugh, professor na Universidade de George Washington e economista-chefe do Conselho dos Assessores Económicos da Casa Branca entre 2009 e 2011.

*troika*, em 2010, da Grécia e da Irlanda, em 2011, de Portugal, e, em 2012, da Espanha e do Chipre. As dificuldades nos processos de ajustamento daqueles países viriam a pôr em causa a existência do euro, levando a Comissão Europeia a instituir, em 2011, um mecanismo de alerta de desequilíbrios macroeconómicos que possam fazer perigar a estabilidade económica e financeira.<sup>9</sup>

Na mesma linha, alguns economistas têm chamado a atenção para os riscos do ‘ciclo financeiro global’ e também para os limites das políticas monetárias nacionais para garantirem a estabilidade macroeconómica e financeira. Por exemplo, Hélène Rey, professora na *London Business School* defende a necessidade de instrumentos de política adicionais, como políticas macroprudenciais e controlo de capitais para evitar a acumulação de desequilíbrios financeiros como os que estiveram na origem da crise financeira internacional e da crise da zona euro. Esta economista salienta também a exposição dos países às decisões da Reserva Federal americana, que afetam os fluxos de capitais, a volatilidade e o endividamento do setor financeiro de outras partes do mundo.

## **2.2. Os desequilíbrios na economia global**

Nesta secção descrevemos a evolução da balança corrente, desde 1970, nas principais economias mundiais: China, Euro-12, EUA e Japão. Uma forma de analisar o efeito da globalização financeira, isto é, da intensificação do fluxo de poupanças nos mercados internacionais, é através da evolução dos saldos das balanças correntes daquelas grandes áreas económicas.<sup>10</sup>

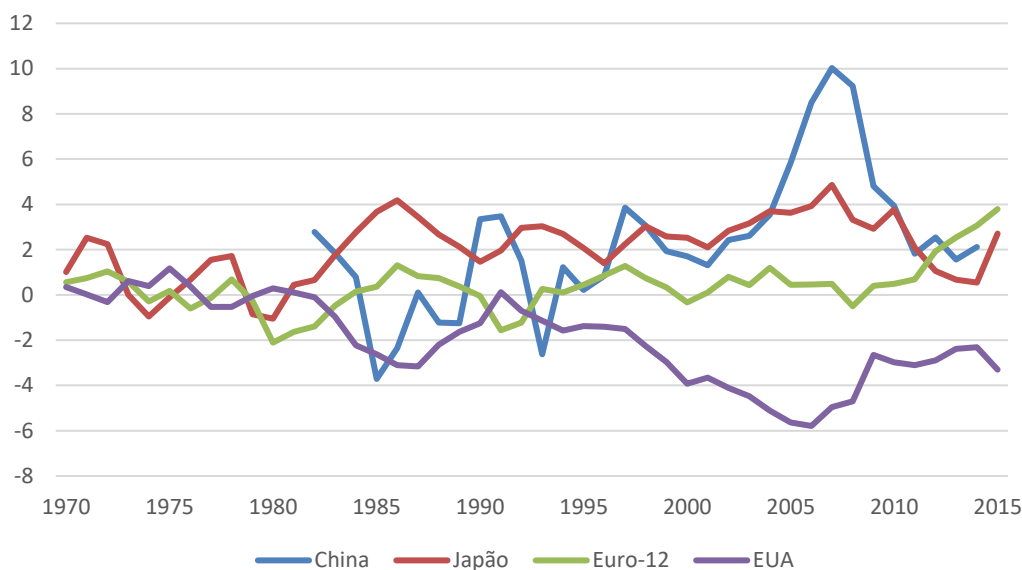
O efeito da globalização financeira e da desvalorização dos riscos decorrentes do desenvolvimento de desequilíbrios externos, que descrevemos na secção anterior, é visível no aumento da amplitude dos saldos da balança corrente: do intervalo de -2% a 2%, nos anos 80, passou-se para um intervalo de -4% a 4%, nos anos 90, e de -6% a 12% no século XXI – ver Figura 2.2.

---

<sup>9</sup> Para uma descrição das mudanças institucionais da Comissão Europeia no âmbito da resposta à crise das dívidas soberanas ver, por exemplo, o Prefácio de José Manuel Durão Barroso ao livro *Crise e Castigo – Os desequilíbrios e o resgate da economia portuguesa*.

<sup>10</sup> Vários economistas, como Claudio Borio do *Bank for International Settlements*, têm chamado a atenção para o facto de os saldos da balança corrente apenas refletirem fluxos líquidos de capitais e serem, por isso, uma medida imperfeita das condições de financiamento das economias. Ver, por exemplo, Borio e Disyatat (2016). *Capital flows and the current account: Taking finance (more) seriously*. BIS Working Papers No 525. Bank of International Settlements. Basileia.

Na Figura 2.2, destacam-se o aumento dos excedentes externos da China e dos défices externos dos Estados Unidos desde a década de 90 até ao início da crise financeira internacional em 2007, tendo atingido, respetivamente, valores máximos de 10% e 5,8% do PIB. Desde os anos 80, o Japão apresenta regularmente excedentes externos: acima de 2% do PIB até 2000; valores próximos dos 5% em 2007. Finalmente, até à crise financeira internacional, a zona do euro manteve, globalmente, uma situação próxima do equilíbrio em termos de contas externas.



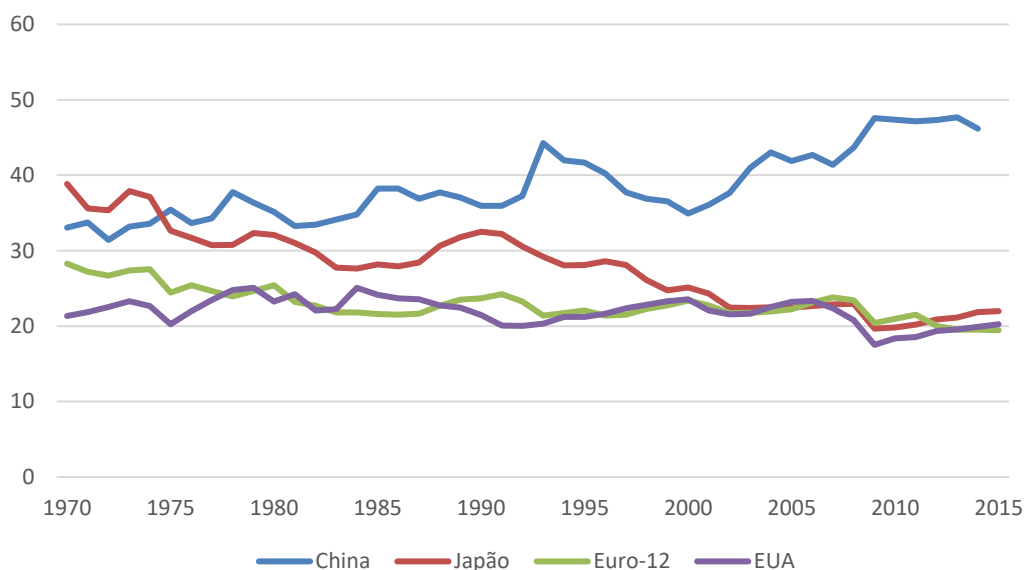
**Figura 2.2:** Balança corrente nas principais áreas económicas (% PIB)

Fontes: Banco Mundial no caso da China e AMECO para os restantes.

Na Figura 2.2, é também visível a forte correção dos desequilíbrios externos que se seguiu à crise financeira internacional. A forte interdependência das economias levou a uma paragem brusca na circulação de capitais e a um processo de ajustamento brusco nas economias em maiores dificuldades. A correção dos desequilíbrios resultou numa redução dos saldos da balança corrente para valores entre -4% e 4%. Ao contrário das outras grandes áreas económicas, a zona do euro tem, desde essa altura, vindo a aumentar o excedente externo, situando-se atualmente num valor próximo dos 4%.

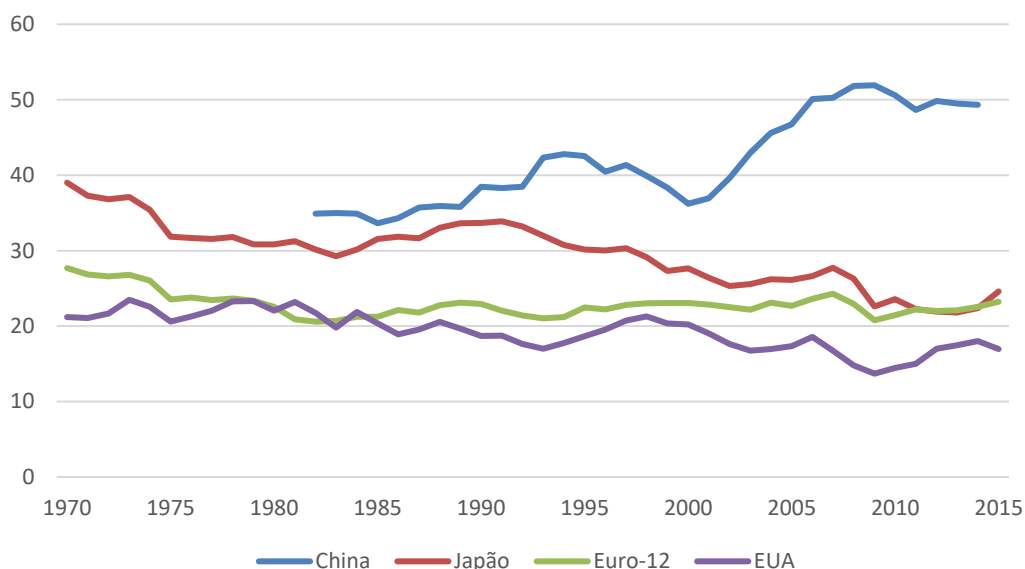
Para podermos discutir a natureza dos desequilíbrios, nas Figuras 2.3 e 2.4 apresentamos as taxas de investimento e as taxas de poupança daquelas quatro grandes áreas económicas.





**Figura 2.3:** Investimento nas principais áreas económicas (% PIB)

Fontes: Banco Mundial no caso da China e AMECO para os restantes.



**Figura 2.4:** Poupança nas principais áreas económicas (% PIB)

Fontes: Banco Mundial no caso da China e AMECO para os restantes.

Começamos a nossa análise pelos países excedentários, isto é, a China e o Japão. A China apresenta excedentes externos consistentes desde meados dos anos 1990, atingindo valores máximos no período imediatamente anterior à crise financeira internacional – superou os 10% do PIB em 2007. Nos anos seguintes, registou-se um processo de correção do desequilíbrio externo, tendo o excedente permanecido em torno

dos 2% do PIB desde 2011. A China apresentou uma taxa de investimento crescente desde o início da década de 80, tendo atingido 44% do PIB em 1993. Iniciou nessa altura uma trajetória descendente, atingindo 34% do PIB em 2000. No início do século XXI, a taxa de investimento da China iniciou uma trajetória ascendente, atingindo 47% do PIB em 2009 e mantendo-se estável em torno desse valor. O aumento da taxa de investimento como resposta à crise financeira internacional explica a redução brusca do seu excedente externo, dado que a poupança se manteve relativamente estável (ver Figura 2.4).

A taxa de poupança na China destaca-se por ser muito mais elevada do que nas outras áreas económicas, tendo ultrapassado os 50% do PIB em 2006, mantendo-se em torno desse valor desde essa altura. Devido às implicações que o desempenho macroeconómico deste país tem para a economia global, o comportamento da taxa de poupança na China tem sido objeto de muitas análises e discussões entre académicos e decisores políticos – voltaremos a este tema na última secção deste capítulo, quando analisarmos a tendência global decrescente observada nas taxas de juro. A maioria dos estudos tem atribuído este comportamento da taxa de poupança da economia chinesa à ausência de políticas sociais no domínio da educação, da saúde e das pensões de reforma, e também à ineficiência do sistema financeiro deste país, em larga medida controlado por quatro bancos estatais que direcionam a poupança para o investimento em formação bruta de capital fixo.<sup>11</sup> No entanto, no período pós-crise financeira internacional, o endividamento das famílias e do Estado, que até aí era residual, aumentou de forma significativa.

Na secção anterior, discutimos os riscos dos défices externos e a sua associação a crises prolongadas, como aconteceu no caso da crise do euro. Porém, como podemos ver na Figura 2.2, a crise da economia japonesa, que eclodiu no início da década de 90 com o fim da bolha no mercado da habitação, aconteceu numa economia com um excedente externo elevado e prolongado. Depois de se ter mantido em torno dos 30% do PIB até ao início da década de 90, a taxa de investimento entrou numa fase descendente, situando-se, desde os anos 2000, em torno dos 20% do PIB – esses valores são muito próximos dos observados na área do euro e nos EUA.

No início dos anos 90, quando o Japão entrou na longa estagnação, a taxa de poupança era superior a 30% do PIB. Desde então iniciou uma trajetória descendente, tendo-se situado um pouco acima dos 20% do PIB nos últimos anos. Os esforços do governo

---

<sup>11</sup> Para uma análise dos fatores determinantes da taxa de poupança na República Popular da China ver, por exemplo, Chamon e Prasad (2008).

japonês para reanimar a economia através de défices orçamentais explicam esta descida da taxa de poupança.

Os Estados Unidos apresentam défices externos persistentes. Todavia, com a crise financeira internacional, verificou-se uma inversão da sua tendência crescente, com os valores dos défices a situarem-se à volta dos 3% do PIB desde 2010. O facto de os EUA serem deficitários é um sinal de que continua forte a procura de dólares pelo resto do mundo para a aquisição de títulos de dívida e outros ativos dos EUA. Esta acumulação de ativos dos EUA por parte do resto do mundo significa que o resto do mundo está a financiar o investimento nos EUA. Ou seja, os capitais estão a deslocar-se para o país mais rico do mundo. Dado que a taxa de investimento se manteve aproximadamente nos 20% do PIB, o aumento dos défices externos nos EUA deve-se à descida da taxa de poupança desde finais dos anos 90 – desde 2000 que a taxa de poupança se encontra abaixo dos 20%, tendo atingido um mínimo de 13,7% em 2009.

A diminuição da taxa de poupança nos EUA é parcialmente explicada pelos défices orçamentais da administração Bush; no entanto, outra importante causa terá sido a baixa taxa de juro de longo prazo. As baixas taxas de juro nos EUA, por sua vez, estimularam a redução da taxa de poupança das famílias americanas, o aumento do consumo e o aumento endividamento (ajudado pela inovação financeira da titularização dos créditos) até este se ter tornado insustentável, conduzindo à crise financeira internacional de 2007. A partir de 2009, a taxa de poupança regressou a uma trajetória positiva, aproximando-se dos 20% do PIB nos últimos anos.

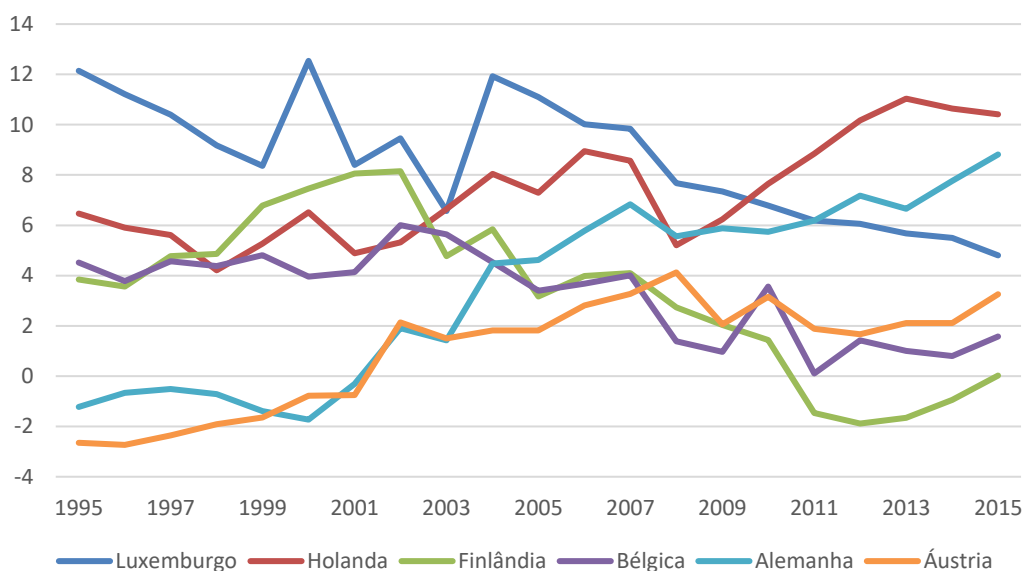
No caso da área do euro, a taxa de investimento e a taxa de poupança mantiveram-se relativamente estáveis, com valores um pouco acima dos 20% do PIB, garantindo um ligeiro excedente da balança corrente até 2011, que aumentou, como vimos, para cerca de 4% do PIB nos últimos anos. Na próxima secção analisamos com maior detalhe os desequilíbrios externos dentro da zona do euro no período que antecedeu a crise das dívidas soberanas.

### **2.3. Zona do euro: equilíbrio externo versus desequilíbrios internos**

Como vimos acima, no seu conjunto, até à crise das dívidas soberanas, a balança corrente da zona euro estava próxima do equilíbrio, apresentando mesmo um ligeiro excedente – ver Figura 2.2. No entanto, no período anterior à crise, o equilíbrio global na área do euro escondia uma grande heterogeneidade entre os países que a compõem. Um conjunto de

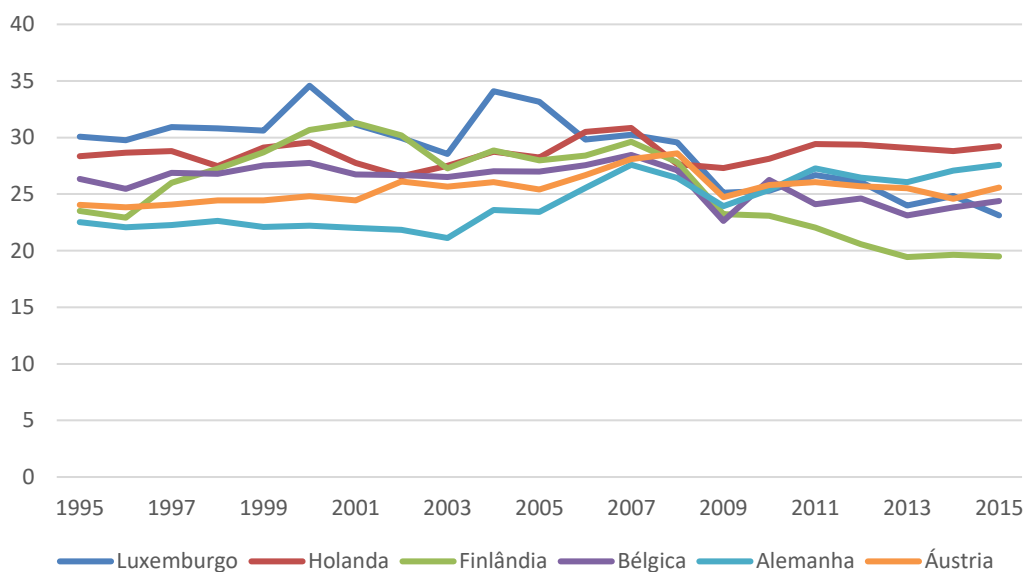
países, entre os quais a Alemanha, a Áustria, a Bélgica, a Holanda e o Luxemburgo, apresentaram de uma forma sistemática excedentes da balança corrente nas duas últimas décadas – ver Figura 2.5. Destacam-se a Alemanha e a Holanda, com uma tendência crescente dos saldos da balança corrente desde meados da década de 90, que se acentuaram a partir da crise financeira internacional.

No caso da Alemanha, desde 2006, o excedente da balança corrente foi sempre superior a 5% do PIB, tendo atingido 8,8% em 2015. Uma característica dos países da área do euro com balança corrente excedentária é o valor elevado e estável da taxa de poupança – ver Figura 2.6. Com a exceção da Finlândia, que sofreu uma quebra da taxa de poupança após a crise financeira internacional (mantendo-se desde essa altura à volta dos 20%), os países excedentários, representados na Figura 2.5, apresentam taxas de poupança em torno dos 25%.



**Figura 2.5:** Balança corrente em países do euro excedentários (% PIB)

Fonte: AMECO.



**Figura 2.6:** Taxa de poupança nos países do euro excedentários (% PIB)

Fonte: AMECO.

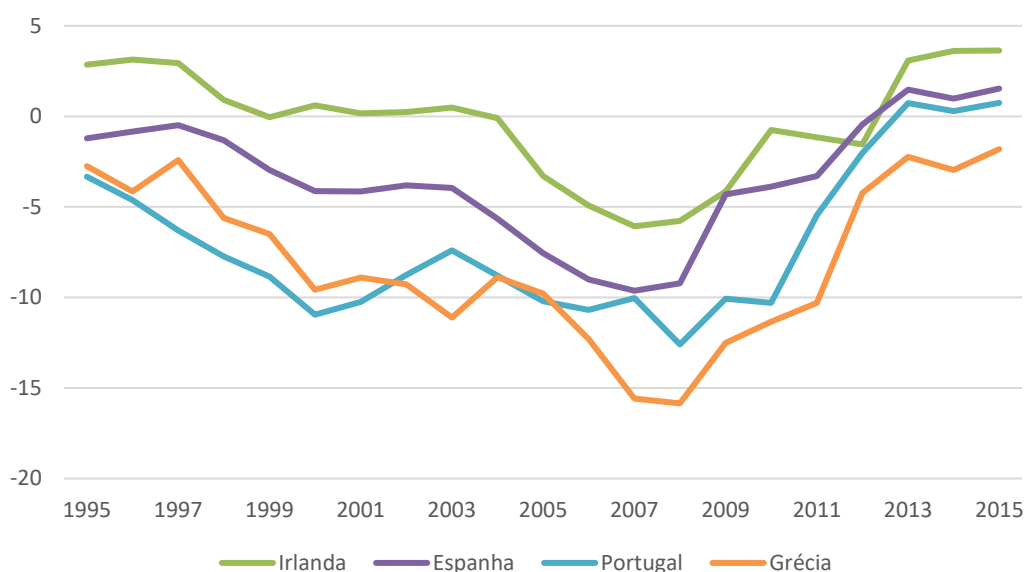
Ao invés, os denominados países da periferia da zona euro, que viriam a ser afetados pela crise das dívidas soberanas – Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal –, apresentaram desde o final da década de 90 défices externos elevados – ver Figura 2.7. Entre os países deficitários, destacam-se a Grécia e Portugal, apresentando ambos défices externos de enorme dimensão: no período 2000-2010, com médias anuais de 11% e 10% do PIB, respetivamente; em 2008, atingiram os valores máximos de 15,8% e 12,5%, respetivamente. A Espanha não andou muito longe, com o seu défice externo a aproximar-se dos 10% do PIB nos anos que precederam a crise financeira internacional, tendo daí em diante iniciado um rápido processo de correção. A Irlanda apresenta, no final da década de 90 e nos primeiros anos do século XXI, excedentes da balança corrente, ainda que relativamente pequenos.

Desde a crise financeira internacional, todos aqueles países iniciaram um processo de correção do défice externo. Com a exceção da Grécia, que em 2015 ainda apresentava uma balança corrente deficitária, todos os restantes países apresentam excedentes desde 2013. A conjugação destes excedentes com o aumento dos excedentes de países como a Alemanha e a Holanda explicam o aumento dos excedentes externos da zona euro.

### **Variação da poupança e do investimento**

Como vimos na secção 2.1, para a dinâmica da economia e do processo de ajustamento que se segue a uma paragem súbita de entrada de capitais, é importante avaliar o

contributo (positivo) da variação do investimento e o contributo (negativo) da variação da poupança. Com esse objetivo, apresentamos a evolução da taxa de poupança e da taxa de investimento dos países da periferia nas Figuras 2.7 e 2.8.



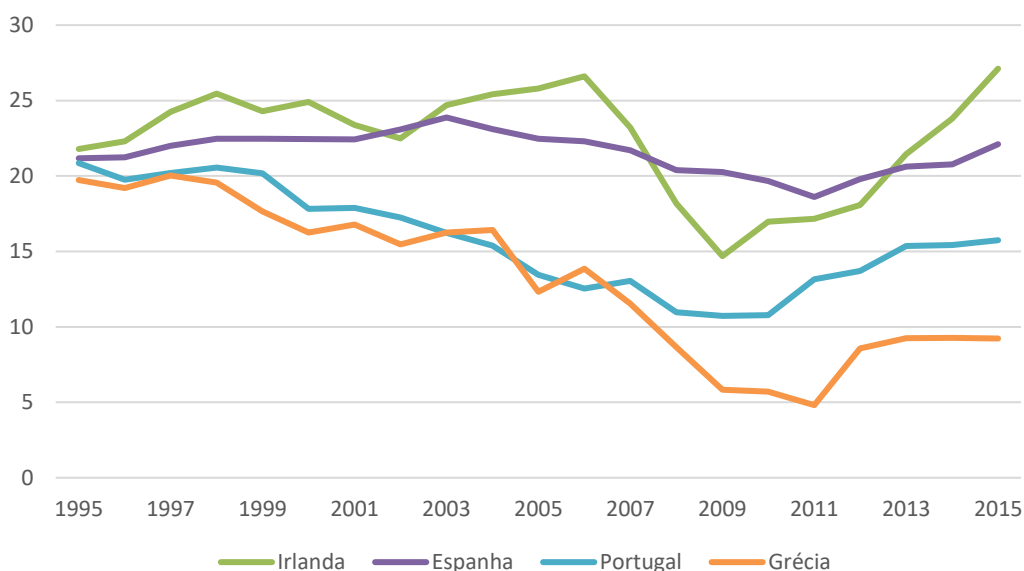
**Figura 2.7:** Balança corrente em países do euro deficitários (% PIB)

Fontes: AMECO.

Quando analisamos a taxa de poupança dos países da área do euro com défices na balança corrente – Figura 2.8 –, podemos distinguir dois subgrupos de países. A Irlanda e a Espanha mantiveram até à crise financeira internacional taxas de poupança razoavelmente elevadas, comparáveis com as taxas de poupança registadas nos países excedentários, ligeiramente superiores a 20% do PIB. Ou seja, os défices da balança corrente daqueles países resultaram dos aumentos do investimento desde meados dos anos 90, tendo acelerado após a introdução euro; a taxa de investimento em ambos os países ultrapassou os 30% do PIB nos anos que antecederam a crise financeira internacional – ver Figura 2.9. Uma parte significativa do investimento naqueles dois países foi em habitação, mercado em que se desenvolveu uma bolha, cujo reventamento levou a uma queda abrupta do investimento.

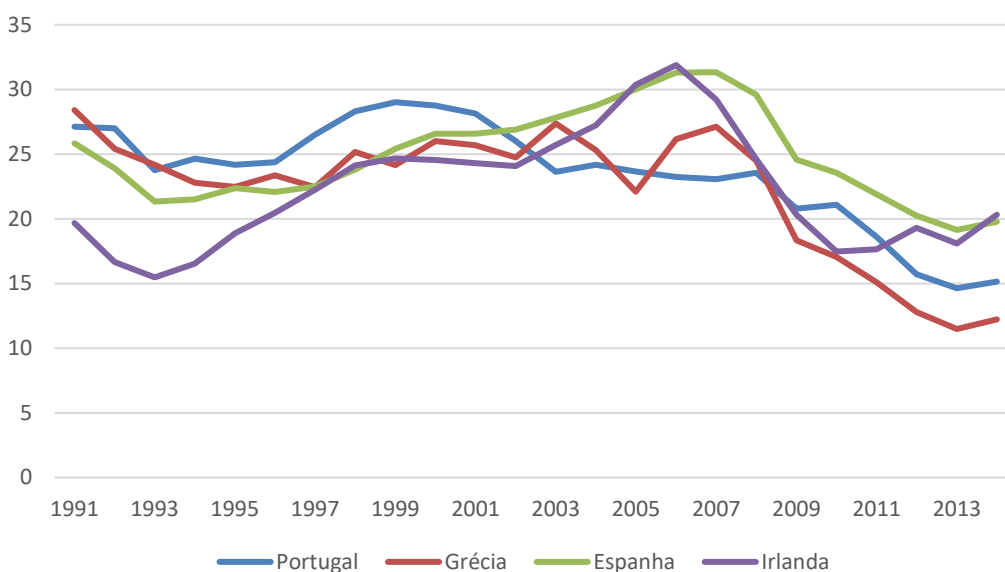
A análise do comportamento das taxas de poupança e investimento de Portugal e da Grécia mostra que os elevados défices da balança corrente, entre a adesão ao euro e a crise financeira internacional, são essencialmente explicados pela redução da poupança. No caso da economia portuguesa, a taxa de investimento apresentou mesmo uma trajetória decrescente desde a adesão ao euro; na Grécia a taxa de investimento oscilou em torno dos 25%. Ambos os países apresentam uma taxa de poupança com uma tendência

decrecente a partir de meados da década de 90, que se acentuou desde a adesão à moeda única. Em Portugal, a taxa de poupança diminuiu de cerca de 20% do PIB em 1995 para cerca de 11% em 2008. Na Grécia, 4,8% é o valor mínimo da taxa de poupança, registado em 2011. Na altura da crise financeira internacional, a Grécia e Portugal encontravam-se no grupo dos países da OCDE com taxas de poupança mais baixas.



**Figura 2.8:** Taxa de poupança dos países do euro deficitários (% PIB)

Fonte: AMECO.



**Figura 2.9:** Taxa de investimento dos países do euro deficitários (% PIB)

Fonte: AMECO.

### **Necessidades de financiamento: famílias, empresas e Estado**

A capacidade líquida de financiamento dos diferentes setores – Estado, famílias e empresas – dá-nos, aproximadamente, a diferença entre a poupança e o investimento, permitindo aferir o contributo de cada setor para o desequilíbrio externo das economias nacionais.

A análise da capacidade líquida de financiamento dos países da periferia mostra diferenças importantes na contribuição dos diferentes setores para os desequilíbrios externos. Em Portugal e na Grécia, entre a criação da moeda única e o início da crise financeira internacional, os elevados défices orçamentais refletiram-se em necessidades líquidas de financiamento significativas dos Estados. Na Espanha e na Irlanda, os excedentes orçamentais em vários anos permitiram aos Estados apresentarem uma posição bem mais favorável, tendo tido em diversos anos capacidade líquida de financiamento positiva.<sup>12</sup>

Há também diferenças importantes a assinalar no comportamento das necessidades líquidas de financiamento das famílias e das empresas, no período entre a criação do euro e a crise financeira internacional. Em relação às famílias, deste conjunto de quatro países, Portugal é o único que, naquele período, apresentou sempre capacidade líquida de financiamento positiva. Na situação oposta estão as famílias gregas e irlandesas, que apresentaram sempre necessidades de financiamento elevadas, isto é, a sua poupança não foi suficiente para financiar o investimento realizado.

No que diz respeito às empresas, Portugal e Espanha destacam-se por elevadas necessidades de financiamento. Ao contrário, as empresas irlandesas e gregas apresentam capacidade líquida de financiamento.

Voltaremos a este tema nos capítulos 4 e 6, quando tratarmos, respetivamente, da poupança e do financiamento das famílias e das empresas.

### **Uma construção imperfeita**

---

<sup>12</sup> Os excedentes orçamentais revelaram-se transitórios, em parte por resultarem do acréscimo de receitas fiscais decorrente da bolha no mercado da habitação.



A visão benigna dos défices externos e a subvalorização do risco do endividamento, que descrevemos na secção 2.1, contribuiu para a acumulação de défices muito elevados por um período de tempo muito longo. No entanto, a ausência de mecanismos de sinalização e de correção dos défices externos também teve um papel nos desenvolvimentos que resultariam na crise da zona do euro.

A construção da União Económica e Monetária, que conduziu à criação do euro em 1999 e engloba 19 países da União Europeia, é, na opinião de muitos — ver por exemplo o livro *The End of Alchemy* de Mervyn King, ex-governador do Banco de Inglaterra, publicado em 2016 —, o mais ambicioso projeto da história da moeda. Apesar dos argumentos económicos que procuraram fundamentar a sua criação — aprofundamento da integração dos mercados financeiros e dos bens, de que resultariam economias de escala, mais concorrência e eficiência — o euro foi essencialmente um projeto político, que refletia a ambição da França de se libertar das restrições que a condução da política monetária do Bundesbank impunha à sua política económica.

A dificuldade dos países europeus em controlar a taxa de inflação nos anos 70 e 80 foi um forte incentivo para abdicarem da sua moeda. Partilhando a mesma moeda que a Alemanha, ganhariam a credibilidade e a reputação necessárias à estabilização da taxa de inflação.<sup>13</sup> Do ponto de vista económico, as razões para a Alemanha aceitar abdicar do marco não são tão evidentes.<sup>14</sup>

Na realidade, os países que viriam a formar a zona do euro não reuniam, e continuam a não reunir, as condições necessárias para formar uma zona monetária ótima, isto é, para partilharem uma mesma moeda.<sup>15</sup> Os países da zona euro têm estruturas produtivas muito diferentes, o que leva a que choques económicos — como a recessão num parceiro comercial importante ou alterações nos preços do petróleo — os afetem de forma diversa e exijam respostas de política económica também diversas. Aquela heterogeneidade, que se estende às preferências políticas, torna o ajustamento aos choques mais difícil.

---

<sup>13</sup> Para Kenneth Rogoff (2016), o desejo de estabilizar a inflação foi o grande impulso para a criação do euro.

<sup>14</sup> Para uma história da criação do euro ver, por exemplo, David Marsh (2009). *The Euro: The Battle for the New Global Currency*. Yale University Press. Marsh apresenta a adesão da Alemanha ao euro como a moeda de troca exigida pela França para a reunificação alemã.

<sup>15</sup> O conceito de zona monetária ótima foi desenvolvido pelo prémio Nobel da economia Robert Mundell.

Essas dificuldades no processo de ajustamento podem ajudar a explicar o facto de, em 2016, vários países da zona euro continuarem a ter um valor do PIB inferior ou apenas ligeiramente superior ao que tinham em 2007, antes do início da crise financeira internacional. Embora, em 2014, os EUA e o Reino Unido já tivessem superado o PIB de 2007, a UE e, em particular, os países da zona do euro, oito anos depois do início da crise financeira internacional, parecem estar em dificuldades para retomar as taxas de crescimento do período anterior. O baixo crescimento nos países desenvolvidos tem sido atribuído a fatores muito diversos – que discutiremos na secção seguinte. No entanto, a falta de mecanismos para a correção dos desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente os elevados níveis de endividamento, é, sem dúvida, uma das causas da lenta recuperação das economias afetadas pela crise das dívidas soberanas.

As dificuldades do processo de ajustamento dos países da zona do euro têm estado na origem de conflitos latentes entre os países, bem como de antagonismos políticos dentro dos países, com os partidos que defendem posições nacionalistas e contra o euro a ganharem mais expressão. As dificuldades de ajustamento e aqueles conflitos têm suscitado dúvidas sobre a sobrevivência da moeda única europeia. A irreversibilidade do euro tornou-se uma questão em aberto. A saída de países da moeda única é uma solução defendida por alguns. Por exemplo, em relação a Portugal, esse caminho tem sido defendido quer por economistas portugueses como João Ferreira do Amaral ou Francisco Louçã, quer por economistas estrangeiros como Joseph Stiglitz no seu último livro.

A resposta da União Europeia à crise do euro traduziu-se numa tentativa de reforço da integração política e da coordenação entre os países membros. Procurou-se suprir as falhas no desenho institucional do euro, nomeadamente através da criação da União Bancária e de instrumentos de política macroprudenciais que permitam evitar o desenvolvimento de desequilíbrios dentro da zona do euro.

Este contexto tem condicionado a ação do Banco Central Europeu. O BCE tem sido obrigado a fazer o que é necessário para garantir a estabilidade do euro (algo que antes seria tomado como adquirido), adotando para esse fim decisões que são, na sua essência, políticas – voltaremos a esta questão na última secção deste capítulo.

#### **2.4. Estagnação e taxas de juro no limite**

O longo período de recessão e baixo crescimento que se seguiu à crise financeira internacional nos Estados Unidos e na Europa reavivou as preocupações com a adoção

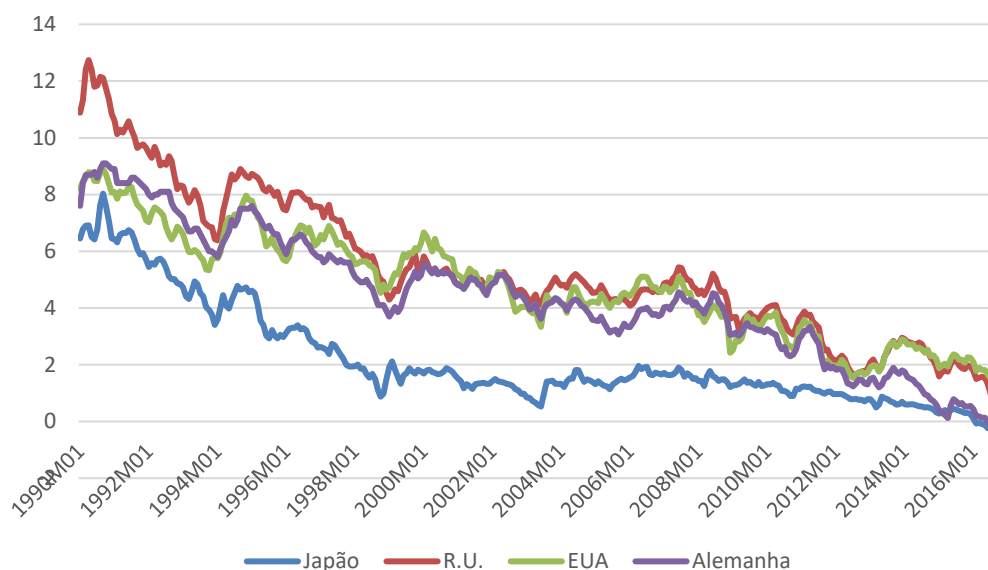
de políticas económicas que fortaleçam o produto potencial. De facto, na maioria das economias desenvolvidas, o produto ainda não recuperou a tendência de crescimento anterior à crise financeira internacional. As projeções de crescimento económico de longo prazo mantêm-se decepcionantes. As baixas taxas de crescimento põem em causa o pleno emprego, a sustentabilidade das políticas sociais adotadas pelos Estados no pós-II Guerra Mundial (em particular os sistemas de pensões e de saúde), a estabilidade do sistema financeiro (o sistema bancário encontra-se ainda com níveis de alavancagem muito elevados) e a remuneração das poupanças (e, assim, o bem-estar futuro dos pensionistas que delas dependem).

No entanto, as preocupações com a remuneração da poupança e a estabilidade do sistema financeiro têm deslocado a atenção para as baixas taxas de juro. Como podemos ver na Figura 2.10, as taxas de juro nominais (aqui representadas pelo custo do endividamento da Alemanha, dos Estados Unidos, do Japão e do Reino Unido) estão em mínimos históricos, muito próximas do zero ou mesmo com valores negativos (no caso da Alemanha e do Japão). A discussão em torno das causas das baixas taxas de juro colocaram os bancos centrais no centro da discussão.<sup>16</sup> Em primeiro lugar, pela centralidade que as suas ações têm ocupado no estímulo às economias e na estabilidade dos sistemas financeiros desde a crise financeira internacional. Em segundo lugar, porque o contexto de baixas taxas de juro reduz a eficácia da política monetária. Como resposta, os bancos centrais têm vindo a adotar um conjunto de políticas apelidadas de não convencionais. Estas políticas não convencionais têm suscitado muitas críticas, apesar de os seus efeitos serem ainda muito incertos.

Na próxima secção, discutiremos as formas e possíveis implicações das políticas monetárias não convencionais. Por agora, discutimos as possíveis causas das baixas taxas de juro, nomeadamente o papel dos bancos centrais nas últimas décadas na estabilização da inflação e as possíveis causas das alterações na poupança e investimento a nível global, incluindo a tese da 'estagnação secular'.

---

<sup>16</sup> Ver, por exemplo, EIOPA-BoS-15/202, 23 de Março de 2016, onde se discutem os riscos para as seguradoras e se refere a pressão que os bancos centrais têm colocado para a descida das taxas de juro.



**Figura 2.10:** Taxas de juro da dívida pública  
 Fonte: OCDE

### Uma estratégia bem-sucedida de combate à inflação

As pressões inflacionistas sentidas nos Estados Unidos e nos países europeus, desde o início dos anos 70, e os avanços na compreensão do fenómeno da inflação<sup>17</sup>, estiveram na origem de importantes alterações institucionais dos bancos centrais. Entre essas alterações, destaca-se o reforço da independência dos bancos centrais para prosseguirem o objetivo da estabilidade dos preços (definido como uma taxa de inflação de 2%), uma maior transparência na comunicação com os mercados e a responsabilização dos bancos centrais pelo cumprimento do objetivo para a taxa de inflação. Esta estratégia, que foi sendo adotada pela maior parte dos bancos centrais, incluindo o BCE, tem o nome de *'inflation targeting'*<sup>18</sup>. A referência aos objetivos de crescimento e pleno emprego foi desaparecendo dos estatutos dos bancos centrais, como ilustra o artigo 127º do Tratado da União Europeia, que define a estabilidade dos preços como o objetivo primordial da ação do Banco Central Europeu. Essa formulação vem geralmente acompanhada de uma

<sup>17</sup> Devendo destacar-se nesse âmbito os contributos de Milton Friedman, Edmund Phelps, e os líderes da revolução das expectativas racionais como Robert Lucas e Thomas Sargent, todos eles vencedores do Prémio Nobel da economia.

<sup>18</sup> Para uma descrição dessa estratégia ver, por exemplo, o livro da autoria de Ben Bernanke, Thomas Laubach, Frederic Mishkin e Adam Posen, publicado em 2000, *Inflation Targeting – Lessons from the international experience*.

referência à contribuição da estabilidade dos preços para o crescimento e criação de emprego.

Um objetivo e um instrumento (a taxa de juro) tornaram esta estratégia bem-sucedida na estabilização da inflação e da economia: como referimos atrás, o período entre meados dos anos 80 e o início da crise financeira internacional ficou conhecido como a 'Grande Moderação', caracterizando-se por flutuações pouco pronunciadas do produto e do emprego e por baixas taxas de inflação.<sup>19</sup> Até à crise financeira internacional, predominava a visão de que a estabilização dos preços contribuía para a estabilização da economia como um todo, não devendo a política monetária ter em consideração os movimentos verificados nos mercados financeiros que não tivessem repercussão sobre a estabilidade dos preços.<sup>20</sup> Também o Tratado de Maastricht se focou exclusivamente na estabilidade da política monetária e da política orçamental, deixando de fora as questões da estabilidade financeira.

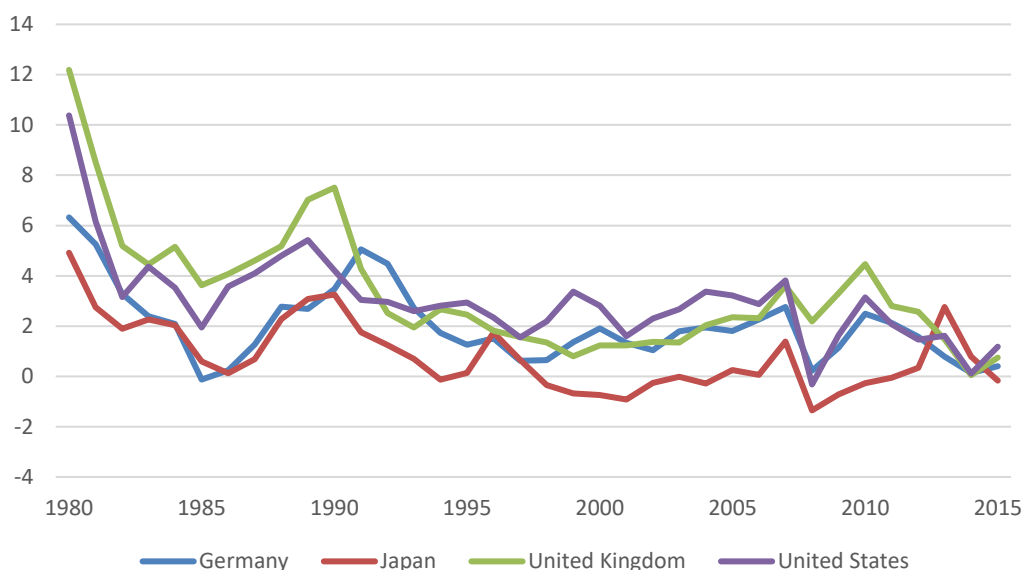
De facto, como podemos ver na Figura 2.11, desde meados da década de 90 que as taxas de inflação nas principais economias mundiais se situam em torno ou abaixo dos 2% e, desde 2014, muito próximas de zero. A descida dos níveis da taxa de inflação nas últimas décadas, devida em parte à eficácia da estratégia de política monetária que descrevemos acima, contribuiu para a descida das taxas de juro nominais que se observa desde o início dos anos 90: com taxas de inflação mais baixas, os investidores vão exigir as taxas de juros nominais mais baixas.<sup>21</sup> Na Figura 2.10, podemos ver que as taxas de juro nominais nas principais economias caíram de forma contínua: de valores entre os 6 e os 12% no início da década de 90 para valores em torno dos 2% a partir de meados dos anos 90.

---

<sup>19</sup> Ver, por exemplo, McConnell e Perez-Quiros (2000).

<sup>20</sup> Ben Bernanke, que viria a ser Governador da Reserva Federal no período da crise financeira internacional, foi um dos economistas que mais defendeu essa visão – ver, por exemplo, o seu artigo de 1999 com Mark Gertler.

<sup>21</sup> A equação de Fisher diz-nos que a taxa de juro nominal é igual à soma da taxa de juro real com a taxa de inflação esperada, a redução da taxa de inflação e da taxa de inflação esperada faz assim diminuir as taxas de juro nominais.



**Figura 2.11:** Taxas de inflação dos EUA, Japão, RU e Alemanha

Fonte: FMI

As taxas de juro nominais próximas de zero reduzem o espaço de atuação da política monetária, dado que esta, em situações de recessão, procura estimular a procura através de reduções da taxa de juro. Num contexto de fraco crescimento económico, como o que se vive atualmente na generalidade das economias desenvolvidas, os bancos centrais enfrentam assim o desafio de encontrar formas de estimular a economia que permitam ultrapassar o limite do ‘zero bound’.

### **Taxas de juros reais baixas: excesso de poupança *versus* escassez de investimento**

Para além do papel da redução das taxas de inflação, a redução das taxas de juro nominais nas últimas décadas também poderá ser explicada pela diminuição das taxas de juro reais. De facto, algumas estimativas, como por exemplo as do FMI, indicam que a taxa de juro real terá caído de cerca de 4% no início da década de 90 para valores em torno de 1% nos anos mais recentes. Várias explicações têm vindo a ser apontadas para as baixas taxas de juro reais que se observam atualmente.

As taxas de juro reais são determinadas pelas condições de poupança e de investimento.<sup>22</sup> Uma descida das taxas de juro reais poderá ser explicada por um aumento da propensão a poupar, por uma diminuição da propensão a investir ou por uma combinação das duas.

<sup>22</sup> A taxa de juro real natural é a taxa de juro real que garante o equilíbrio entre poupança e investimento correspondente à situação de pleno emprego da economia.

Alguns autores têm também destacado o papel das alterações na procura de ativos seguros relativamente à procura de ativos com risco.<sup>23</sup>

A redução das taxas de juro reais tem sido associada à teoria da ‘estagnação secular’. Keynes receava que à medida que as economias se fossem tornando mais ricas a poupança agregada crescesse mais depressa do que o investimento, provocando uma escassez de procura, que conduziria a um regime económico de baixo crescimento a que chamou ‘estagnação secular’. Este termo foi utilizado pelo economista americano Alvin Hansen numa intervenção na *American Economic Association* em 1938, intitulada *Economic Progress and Declining Population Growth*. Hansen previa uma forte contração do investimento e do consumo e, em consequência, uma redução do potencial de crescimento da economia, em resultado das projeções de redução da população e do ritmo de inovação tecnológica.<sup>24</sup> O ex-Secretário de Estado do Tesouro e Professor da Universidade de Harvard, Lawrence Summers, num artigo de 2014, recuperou esse conceito para explicar o atual regime de baixo crescimento económico, que ele atribui a uma escassez de procura.

O baixo potencial de crescimento nas economias desenvolvidas no período pós-crise financeira internacional e as perspetivas de acelerado envelhecimento e de redução da população da UE dão verosimilhança ao cenário da ‘estagnação secular’. Esta visão é apoiada por economistas como Coen Teulings e co-autores, que atribuem o aumento da poupança desejada ao facto de o aumento da idade de reforma não acompanhar o aumento da esperança média de vida. Essa seria, por exemplo, a explicação para as elevadas taxas de poupança da Alemanha onde, entre 1970 e 2010, a idade de reforma aumentou dos 60 para os 62 anos e a esperança média de vida aumentou de 71 para 81 anos.<sup>25</sup>

Autores como Adair Turner (2016) têm também relacionado o aumento da propensão para poupar com o aumento da desigualdade: as famílias mais ricas, que captam uma parte

---

<sup>23</sup> Para uma discussão detalhada dos fatores que poderão ter conduzido a uma redução das taxas de juro reais ver, por exemplo, o trabalho publicado pelo Centre for Economic Policy Research, em 2015: *Low for long? Causes and consequences of persistently low rates*.

<sup>24</sup> Apesar dos erros nas previsões económicas abundarem, não há muito casos de erro de previsão tão clamoroso como este: o *baby boom* teria lugar a seguir à Segunda Guerra Mundial e os anos trinta e as décadas seguintes foram um período de profundas alterações estruturais motivadas pelos avanços na tecnologia.

<sup>25</sup> No capítulo 3 é apresentada uma análise mais detalhada dos efeitos das alterações demográficas na poupança, bem como noutras dimensões da atividade económica.

cada vez maior do rendimento total das economias, têm uma maior propensão a poupar (como confirmaremos no capítulo 4), o que resulta numa maior propensão a poupar agregada.<sup>26</sup>

Uma explicação alternativa para o excesso de poupança na economia global, que pode ter contribuído para a tendência decrescente das taxas de juro reais, foi avançada pelo ex-Governador da Reserva Federal Ben Bernanke. Numa intervenção em 2005 e mais recentemente no seu blogue<sup>27</sup>, Bernanke atribuiu as baixas taxas de juro ao efeito do excesso de poupança com origem na China – ver Figura 2.1. No entanto, Adair Turner (2016) e Kenneth Rogoff (2016), por exemplo, põem em causa a explicação de Ben Bernanke para a descida das taxas de juros, salientando o facto de aquelas terem iniciado uma trajetória decrescente antes de os excedentes da balança corrente da China se terem tornado notórios.

Kenneth Rogoff (2016) atribui as baixas taxas de juro reais (e as baixas taxas de crescimento) aos elevados montantes de dívida acumulados nos anos que precederam a crise. A necessidade de famílias, empresas e do Estado pagarem as suas dívidas gera, em termos agregados, uma contração do investimento e do consumo, contribuindo assim para as baixas taxas de juro reais. Larry Summers (2016) utiliza como argumento para rebater a perspetiva do ciclo longo da dívida de Rogoff o facto de as baixas taxas de juro serem muito anteriores à crise da dívida e ao processo de desalavancagem que então se iniciou (de facto, as baixas taxas de juro costumam ser elencadas como uma das causas do excesso de endividamento e da crise financeira internacional).

### **Economias com baixo retorno**

Apesar das explicações que apresentamos acima para as baixas taxas de juro reais, é importante salientar que numa economia com baixas taxas de crescimento a taxa de juro real natural será sempre baixa, refletindo o baixo retorno do investimento. As taxas de juro reais só voltarão a valores mais elevados, garantindo melhores remunerações para a poupança, quando a economia recuperar taxas de crescimento mais elevadas. Numa

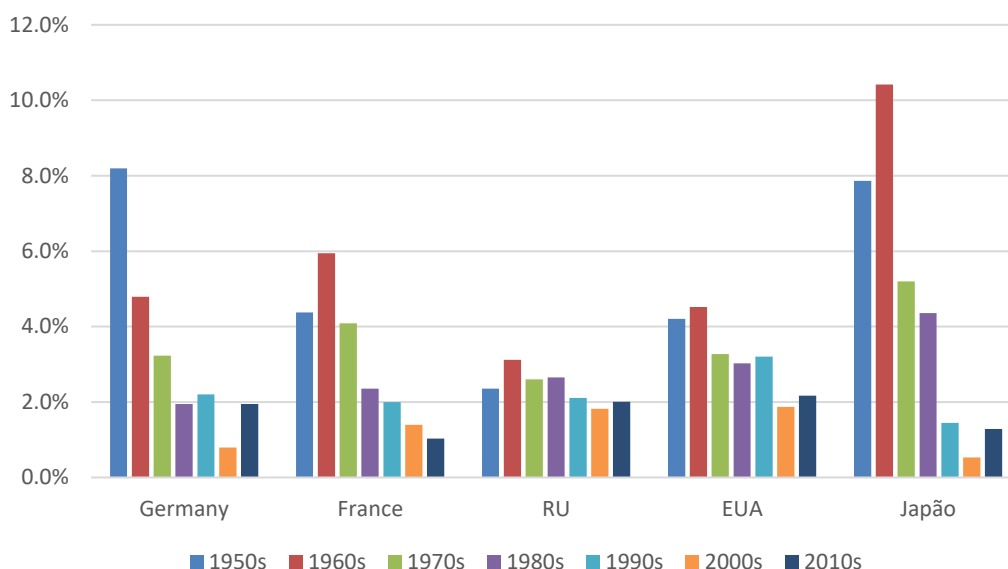
---

<sup>26</sup> Desde a década de 70, em resultado da globalização económica ou das alterações tecnológicas, a desigualdade tem vindo a aumentar, favorecendo os trabalhadores mais qualificados relativamente aos menos qualificados.

<sup>27</sup> Texto, no blogue de Ben Bernanke, sobre a estagnação secular: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/03/31/why-are-interest-rates-so-low-part-2-secular-stagnation/>



economia dinâmica, como a dos ‘gloriosos trinta anos’ que se seguiram à Segunda Guerra Mundial, o retorno esperado do capital era elevado e a taxa de juro real era elevada. No entanto, desde os anos 50 que se regista uma quebra contínua na taxa de crescimento das economias desenvolvidas – ver Figura 2.12.



**Figura 2.12:** Taxas médias de crescimento do PIB (%)

Fonte: *Penn World Tables* e cálculos dos autores

A queda das taxas de crescimento observadas tem suscitado discussões sobre a sua natureza. Nesta discussão, têm-se destacado duas visões opostas, que podemos designar por ‘otimismo tecnológico versus pessimismo tecnológico’. A perspetiva pessimista, que tem prevalecido, associada à ideia de ‘estagnação secular’ que já referimos acima, é partilhada por académicos como Tyler Cowen ou Robert Gordon. Este último, professor na Universidade de Northwestern, no seu livro sobre o extraordinário processo de crescimento da economia americana desde finais do século XIX, salienta a exceção do período 1930-1980, em que a produtividade total dos fatores cresceu a uma taxa média anual de 1,5%, contrastando com a taxa de 0,5% nas primeiras três décadas do século XX e nas últimas quatro décadas. Por outro lado, os economistas Erik Brynjolfsson e Andrew McAfee do MIT, no seu muito influente livro de 2014 *The Second Machine Age*, entusiastas da revolução digital em curso, identificam as razões para os efeitos da revolução digital não serem ainda visíveis no PIB.

Compreender a natureza da redução observada nas taxas de crescimento é uma condição necessária para encontrarmos as políticas que permitirão ultrapassar o ciclo de baixo

crescimento em que o mundo parece ter entrado e, assim, termos investimento com taxas de retorno mais elevadas e poupanças mais bem remuneradas.

## **2.5. Políticas monetárias não convencionais: formas e limites**

Os elevados níveis de dívida pública, em muitos casos resultantes das medidas de estímulo à procura tomadas pelos governos em 2008 para combater a forte contração na procura privada e também para garantir a liquidez e a solvência dos sistemas financeiros, têm limitado a capacidade de utilização da política orçamental como instrumento de estímulo à economia. Essa restrição terá contribuído para tornar a política monetária no principal instrumento para estimular as economias.<sup>28</sup>

A posição central que a política monetária ocupa atualmente como instrumento de política macroeconómica é surpreendente por várias razões. Em primeiro lugar, as políticas de estímulo às economias estão a ser implementadas desde o início da crise financeira internacional, isto é, há quase uma década, sendo bem conhecidos os limites da política monetária para influenciar o crescimento da economia no médio e no longo prazo. Podendo as baixas taxas de crescimento ter origem estrutural, como discutimos acima, a eficácia da política monetária é muito discutível neste contexto.

Em segundo lugar, no atual contexto, os canais pelos quais a política monetária pode estimular o crescimento das economias estão muito condicionados. Uma implicação da tese da 'estagnação secular' de Lawrence Summers é a taxa de juro real, que garante a igualdade entre a poupança e o investimento com pleno emprego, poder ser negativa. Neste contexto, o limite de zero para as taxas de juro nominais e as pressões deflacionistas têm levado os bancos centrais a adotar um conjunto de políticas, que têm sido designadas como não convencionais.

Das políticas não convencionais adotadas pelos bancos centrais, a que tem sido mais utilizada é o *quantitative easing*. O *quantitative easing* consiste na compra maciça de ativos com prazos longos, que podem incluir os habituais títulos de dívida pública, mas também títulos de dívida privada e até ações de empresas. A implementação destas políticas, adotadas desde 2008, no âmbito das respostas à crise financeira internacional, tem

---

<sup>28</sup> Nas palavras de Moahamed A. El-Erian, a política monetária tornou-se 'the only game in town'.

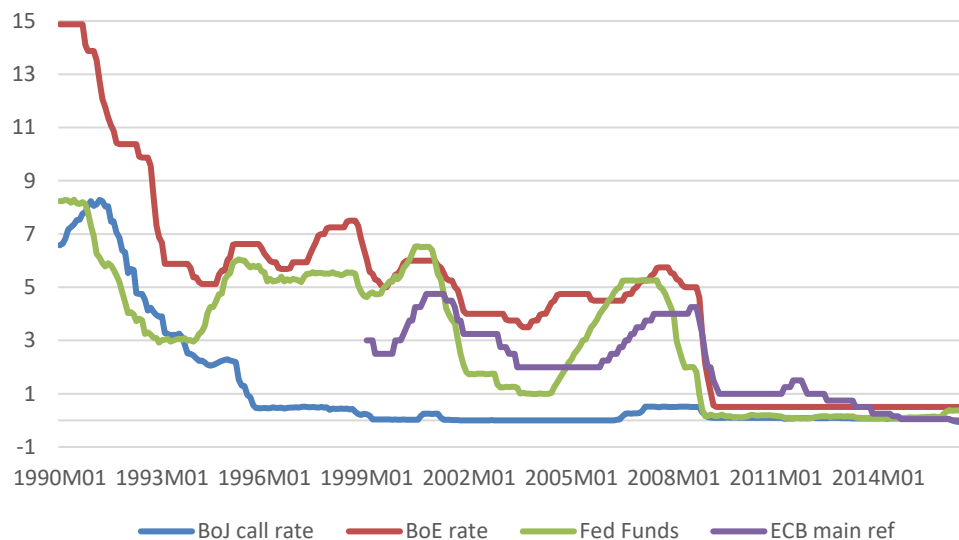
aumentado os balanços dos bancos centrais para níveis *record* (25% e 70% do PIB nos EUA e no Japão, respetivamente).

As compras maciças de ativos pelos bancos centrais estão associadas à quebra acentuada das taxas de juro das obrigações de longo prazo no período que se seguiu à crise financeira internacional – ver Figura 2.10. Nessas operações de compra de ativos, os bancos centrais, procurando estimular a procura agregada, têm privilegiado a compra de ativos de maturidades longas, obrigando os fundos de pensões e companhias de seguros a competir pelos ativos disponíveis no mercado, que veem assim o seu preço subir e, conseqüentemente, o retorno desse investimento a diminuir. Por essa razão, esta nova abordagem da política monetária, ao pressionar à baixa das taxas de juro nominais, tem vindo a ser referida como um risco para a sustentabilidade seguradoras e fundos de pensões – ver, por exemplo, o *Global Financial Stability Report* do FMI, publicado em outubro de 2016.

Alguns economistas, incluindo o ex-economista chefe do FMI Olivier Blanchard, defendem a adoção pelos bancos centrais de objetivos mais elevados para as taxas de inflação. Blanchard *et al.* (2010) colocam a possibilidade da adoção de um objetivo para a taxa de inflação de 4%, de forma a aumentar inflação esperada pelas famílias e pelos investidores e, por essa via, baixar as taxas de juro reais e estimular o consumo e investimento. No entanto, depois de décadas a defender um objetivo de 2% para a taxa de inflação não é óbvio que os bancos centrais consigam assumir esse novo objetivo de forma credível. Por outro lado, economistas como Stanley Fisher defendem que com taxas de inflação de 4% muitos preços podem começar a ser indexados, o que tornaria a política monetária ineficaz.<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> A este propósito deve, no entanto, referir-se que a Coreia do Sul e o México têm já um objetivo de 3% para a taxa de inflação.



**Figura 2.13:** Taxas de juro de referência dos bancos centrais da zona euro, dos Estados Unidos, do Japão e do Reino Unido  
 Fonte: OCDE, FRED, Banco de Inglaterra e BCE

Uma outra forma de política monetária não convencional que tem vindo a ser seguida por um número cada vez maior de bancos centrais são as políticas de taxas de juro negativas. Como podemos ver na Figura 2.13, os principais bancos centrais mantêm desde 2009 as suas taxas de juro de referência muito próximas do zero ou mesmo negativas. Carlos Arteta e co-autores salientam que os países com taxas de juro negativas representam já cerca de 25% do PIB mundial.<sup>30</sup>

Nos últimos anos, o BCE, os bancos centrais do Japão, da Dinamarca, da Suécia, da Suíça e da Hungria têm vindo a aplicar taxas de juro negativas sobre as reservas excedentária dos bancos comerciais. À semelhança do que acontece com as políticas convencionais, as taxas de juro negativas pretendem estimular a economia através da redução das taxas de juro praticadas pelos bancos, do aumento do crédito, de alterações na carteira dos investidores ou da taxa de câmbio (desvalorização da moeda). O efeito da política de taxas de juro negativas pode ser limitado se os bancos não impuserem taxas de juro negativas aos depositantes.

<sup>30</sup> Carlos Arteta, M. Ayhan Kose, Marc Stocker e Temel Taskin (2016). *Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications*. CEPR DP11433. Centre for Economic Policy Research.

Os efeitos benéficos mais visíveis das políticas não convencionais fazem-se sentir sobre as famílias, as empresas e os Estados muito endividados, que conseguem assim reduzir os custos de desalavancagem. Nos capítulos 4 (sobre as famílias) e 6 (sobre as empresas), voltaremos a este tema, discutindo as implicações destas políticas para a economia portuguesa.

### **Os riscos das baixas taxas de juro**

A novidade das políticas monetárias não convencionais tem motivado muitas análises sobre o seu impacto na atividade económica e nos mercados financeiros. Os efeitos das políticas monetárias e orçamentais estão sempre envoltos em incerteza. Dada a sua novidade, Rogoff (2016) salienta a incerteza acrescida em relação aos efeitos das políticas não convencionais. No entanto, os analistas têm sido unânimes em salientar os riscos das baixas taxas de juro para a estabilidade financeira, sobretudo se as taxas de juro atingirem valores inferiores a -0,5% por períodos prolongados. Um dos maiores riscos é o levantamento maciço de depósitos, com uma fuga para a moeda papel e metálica para, assim, evitar os efeitos das taxas de juro negativas.<sup>31</sup>

As baixas taxas de juro das obrigações levam também os investidores a procurarem ativos com rendibilidades mais elevadas – ‘caça às rendibilidades’ –, aumentando assim o nível de risco no sistema financeiro e podendo promover o desenvolvimento de bolhas noutros mercados. A este propósito, convém recordar que na origem da crise financeira internacional estiveram, entre outras causas, as baixas taxas de juro.

Um dos maiores riscos das taxas de juro negativas são os efeitos negativos sobre a rentabilidade da atividade comercial dos bancos. Para mitigar esses efeitos, os bancos centrais têm acompanhado as suas políticas não convencionais de condições de financiamento muito favoráveis para os bancos.

As taxas de juro das obrigações a 10 anos próximas do zero nas principais economias colocam as companhias de seguros numa posição de grande vulnerabilidade, dado que têm de garantir taxas de retorno superiores a 1%. Dada a compatibilização de maturidades a que os fundos de pensões e as companhias de seguros estão obrigadas pelas entidades

---

<sup>31</sup> No seu último livro, Kenneth Rogoff discute a eliminação da moeda papel como forma de garantir uma maior eficácia para a política monetária: Kenneth Rogoff (2016). *The Curse of Cash*. Princeton University Press.

reguladoras, as taxas de juro próximas do zero ou mesmo negativas põem em causa a sustentabilidade daquelas entidades, podendo exigir, como já tem acontecido, um reforço do capital, isto porque o valor atual das responsabilidades futuras aumenta quando as taxas de juro diminuem.

O *Global Financial Stability Report* do FMI de abril de 2016 refere que, de acordo com o *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, mais de metade das seguradoras do ramo vida estão a garantir um retorno aos detentores dos seguros que excede a rendibilidade dos títulos de dívida pública a 10 anos. Este contexto de pressão surge numa altura em que as seguradoras do ramo vida se confrontam com os riscos decorrentes do aumento da esperança média de vida. Estes riscos estendem-se aos fundos de pensões, para muitos dos quais o valor presente dos passivos excede o valor de mercado dos seus ativos (GFSR, FMI, outubro de 2016).

### **Políticas orçamentais**

A impressão de moeda para resolver o problema da procura agregada, através do financiamento de grandes investimentos públicos, tem sido sugerida por um número cada vez maior de economistas. O próprio Governador do BCE, Mario Draghi, deixou recentemente essa possibilidade em aberto para a zona euro.

As baixas taxas de juro têm sido usadas como argumento – por Larry Summers e Paul Krugman de forma recorrente – em defesa de programas de investimento público, nos Estados Unidos e também na Europa, financiados com a emissão de dívida pública. No âmbito da União Europeia, devemos destacar a proposta da Comissão Europeia de um ambicioso plano de investimentos – *The European Investment Plan*, também conhecido por Plano Juncker – em infraestruturas e energia, no valor de 315 mil milhões de euros, a fim de promover o crescimento e o emprego na UE.

### **O poder discricionário do BCE**

Na zona euro, as políticas do BCE têm sido criticadas pelos seus efeitos redistributivos a favor dos países mais endividados. Esses efeitos têm gerado pressões políticas da Alemanha em relação à política do BCE. O Ministro das Finanças Wolfgang Schäuble e outros membros do governo têm feito críticas públicas à estratégia seguida, dados os

efeitos negativos das políticas expansionistas e de taxas de juro negativas sobre o retorno das poupanças das famílias alemãs e sobre a atividade dos bancos e das seguradoras.<sup>32</sup>

Num texto de 2016, Athanasios Orphanides, ex-Governador do Banco Central do Chipre e professor no MIT, discute as implicações das políticas não convencionais e discricionárias seguidas pelos bancos centrais e confronta-as com o estatuto de bancos centrais independentes. No caso do BCE, Orphanides salienta o poder discricionário que o BCE possui para tomar medidas que favoreçam determinado país ou grupos de países em detrimento de outros membros da zona euro. Este poder discricionário releva do desenho institucional e acentuou-se com o papel que o BCE teve de assumir com a crise financeira internacional e da zona euro. Estando em causa a integridade ou mesmo a sobrevivência da zona euro, o BCE teve de tomar medidas excecionais de forma a mitigar as lacunas existentes no edifício institucional da zona euro, nomeadamente a inexistência de uma autoridade orçamental comum.

Nas medidas de política monetária não convencionais e discricionárias tomadas pelo BCE, destacam-se os programas de compra de dívida pública dos diferentes Estados-membros e o apoio aos sistemas bancários dos diferentes países. O poder discricionário do BCE para aceitar ou não a dívida de um determinado Estado como colateral nas operações de política monetária é um elemento-chave na determinação dos custos de financiamento dos países. Em diversas ocasiões, as opções políticas do BCE suscitaram dúvidas sobre os benefícios de alguns países relativamente a outros.

As críticas dirigidas ao BCE, e aos bancos centrais que têm as suas taxas de referência em valores próximos do zero ou negativos, ignoram os limites da política monetária no controlo das taxas de juro. A este propósito, vale a pena recordar o *Greenspan's Conundrum*: apesar de a Reserva Federal dos Estados Unidos aumentar a taxa de juro a partir de abril de 2004, na tentativa de arrefecer o mercado da habitação, os efeitos nas taxas de juro de longo prazo não se fizeram sentir de forma significativa. A capacidade dos bancos centrais para influenciar as taxas de juro reais, isto é, o retorno real das aplicações dos investidores, é ainda mais limitada. No longo prazo, o que determina o retorno dos investimentos é a produtividade. Como lembra Ben Bernanke - em resposta às críticas, quando era governador da Reserva Federal, de estar a arruinar, com as baixas taxas de

---

<sup>32</sup> Ver, por exemplo, o artigo de Wolfgang Munchau, 'Defending German model threatens European stability', no Financial Times de 17 de abril de 2016.

juro, a vida dos idosos que vivem das poupanças -, só uma economia dinâmica, com crescimento, poderá remunerar a poupança com taxas elevadas.

O *Global Financial Stability Report* do FMI, publicado em outubro de 2016, considera que as taxas de juro baixas e negativas serão uma característica das economias desenvolvidas nos próximos anos. Coloca-se assim a questão de como ter um sistema financeiro robusto num ambiente de taxas de juro baixas e negativas. A longa estagnação da economia japonesa, iniciada com o rebentamento da bolha no mercado da habitação no início dos anos 90, levou o banco central japonês a adotar políticas monetárias muito agressivas a partir de meados daquela década, que se mantêm até hoje – ver Figura 2.13. Todavia, o crescimento não regressou de uma forma sustentada ao Japão. O debate em torno da estagnação secular reflete também os receios de que a crise da economia japonesa se repita agora nas economias desenvolvidas ocidentais.

## **2.6. Conclusão**

Neste capítulo, vimos como a globalização financeira, iniciada nos anos 70, permitiu que a poupança nacional se desligasse de forma significativa do investimento. Este “desligamento” deu origem a um aumento dos défices e excedentes externos observados desde então, estando estes associados a taxas de poupança decrescentes nos Estados Unidos e em muitos países europeus.

Grandes défices estiveram, como seria de esperar, ligados a algumas crises financeiras. No entanto, a estas crises seguiram-se recuperações rápidas, que promoveram o desenvolvimento e afirmação de uma visão benigna dos desequilíbrios externos. A desvalorização dos riscos dos desequilíbrios externos e do endividamento fez-se sentir com especial acuidade na zona euro. Esta focou-se na estabilidade monetária e orçamental e ignorou ou desvalorizou os riscos para a estabilidade financeira.

A crise financeira internacional de 2007 e a crise das dívidas soberanas desfizeram a ilusão da benignidade dos desequilíbrios externos. A forte interdependência dos sistemas financeiros das economias nacionais, a forte conexão entre Estados e sistemas financeiros via dívida pública e a forte ligação entre os sistemas financeiros e as economias reais resultaram numa amplificação e propagação dos choques. Estes choques atingiram de forma muito violenta e inesperada a zona euro. Os países mais afetados foram os países com maiores défices externos e mais endividados, em particular a Grécia e Portugal. Em ambos os países, os défices externos deveram-se a fortes quebras na poupança. Pelo



contrário, os défices externos da Espanha e da Irlanda deveram-se a aumentos no investimento, em particular em habitação.

À crise financeira internacional seguiu-se um longo período de recessão e de baixo crescimento, muito inferior à tendência de crescimento no período anterior. Este contexto, associado a projeções demográficas muito pessimistas, levou à recuperação do conceito de ‘estagnação secular’. No entanto, o elevado endividamento dos Estados tem limitado as opções de política macroeconómica. De facto, embora os seus efeitos reais se limitem ao curto prazo, tem sido a política monetária a ocupar o lugar central nas políticas de estímulo às economias.

As baixas taxas de juro e as pressões deflacionistas têm obrigado os bancos centrais a adotar políticas não convencionais, cujos efeitos são ainda muito incertos. As compras maciças de ativos e as taxas de juro negativas estão entre as políticas mais utilizadas pelos bancos centrais das principais economias. O ativismo dos bancos centrais tem suscitado muitas reservas, em especial pelos seus efeitos redistributivos entre devedores e credores e na estabilidade financeira.

As baixas taxas de juro, que instituições internacionais e muitos analistas antecipam poder continuar a caracterizar as economias desenvolvidas nos próximos anos, colocam muitos desafios ao sistema financeiro. No caso das seguradoras e fundos de pensões, dada a compatibilização de maturidades a que estão obrigados pelas entidades reguladoras, as baixas taxas de juro, ao aumentarem o valor atual das responsabilidades futuras, colocam grandes desafios à sua sustentabilidade.

Ao excesso de poupança global contrapõe-se o problema da escassez de poupança nacional – o tema deste trabalho. No entanto, num mundo globalizado, não podemos perceber a dinâmica da poupança nacional sem termos em conta as condições dos mercados financeiros internacionais. A importância destes torna-se ainda mais relevante para uma economia como a portuguesa, inserida na zona euro e com um elevado nível de endividamento externo.

### 3. O declínio da poupança

Neste capítulo, descrevemos as grandes tendências da poupança na economia portuguesa e os principais fatores determinantes da sua evolução. Começaremos por esclarecer o significado económico da poupança. Em seguida, relacionaremos a poupança com o endividamento externo. Mostraremos que os três pedidos de resgate de Portugal, dois ao FMI e o terceiro à *troika*, foram precedidos por decréscimos significativos da taxa de poupança associados a défices externos elevados.

No período anterior à crise do euro, os défices externos portugueses permaneceram em níveis elevados durante mais de uma década. Durante grande parte desse período, a taxa de poupança esteve em queda. De acordo com a nossa análise, essa queda deve ser associada a diversos fatores, com destaque para as expectativas, a estabilização nominal, o sistema financeiro e a despesa pública. O papel da despesa pública merece atenção especial, pois um dos pontos mais controversos na discussão sobre as origens da crise da economia portuguesa é o da responsabilidade do Estado. Concluiremos este capítulo com uma análise daquele que poderá ser o principal problema com que a economia portuguesa se terá de confrontar nas próximas décadas: a demografia.

#### 3.1. O que conta para a poupança

A palavra poupança tem várias interpretações. No discurso corrente, normalmente significa algo semelhante a “dinheiro acumulado” em casa ou no banco. Contudo, os dados estatísticos relativos à poupança correspondem ao conceito económico de poupança, segundo o qual a poupança de alguém (família, empresa ou administração pública) é a diferença entre o rendimento disponível desse alguém e a sua despesa de consumo final. A poupança de um país resulta da agregação das poupanças dos residentes nesse país, isto é, resulta da soma das poupanças das famílias<sup>33</sup>, das empresas (sociedades financeiras e não financeiras) e do Estado. Definida desta forma, a poupança nacional acaba por representar o valor disponível para financiar a acumulação de capital, sob a forma de investimento em ativos produtivos no país ou sob a forma de ativos estrangeiros. No cálculo da poupança das famílias, incluem-se na despesa de consumo final, entre outras, as despesas em educação e com a aquisição de bens duráveis. No caso dos bens

---

<sup>33</sup> De facto, no Sistema de Contas Nacionais é contabilizada a poupança dos particulares, que incluem as famílias e as instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias.

duráveis, como os automóveis, os eletrodomésticos ou o mobiliário doméstico, o seu valor é contabilizado na íntegra como consumo final no ano da aquisição; porém, as famílias usufruem dos seus serviços ao longo de vários anos. Ou seja, à semelhança dos bens de investimento, poderia fazer sentido não considerar o valor desses bens duráveis, na totalidade, como consumo no ano em que são adquiridos. O tratamento dado aos automóveis no sistema de contas nacionais contrasta com aquele que é dado à habitação, a outra componente com um grande peso nas contas das famílias. A aquisição de habitação é contabilizada como investimento. Feita a aquisição, o dono da habitação é encarado como sendo o produtor de um serviço de alojamento, seja ou não ele próprio o utilizador da habitação. À prestação desse serviço correspondem, naturalmente, o rendimento auferido pela prestação e o consumo desse serviço, avaliados através da renda estimada para habitações com as mesmas características.

No cálculo da poupança, é também controverso o tratamento dado nas contas nacionais às despesas em educação e, de certa forma, em saúde. As contas nacionais salientam o papel da poupança na acumulação de bens de capital, refletindo a importância destes para o crescimento económico. Contudo, tem sido cada vez mais reconhecida a importância para o crescimento económico de um outro tipo de capital: o capital humano. De forma sintética, o capital humano representa a capacidade de gerar rendimentos através do trabalho. O capital humano interage com os bens de capital no processo produtivo: níveis superiores de capital humano tornam possível o aumento da produção obtida com o mesmo conjunto de bens de capital. A educação da força de trabalho, com o contributo do estado de saúde dessa força de trabalho, é um elemento fundamental na determinação do *stock* de capital humano existente num país e, portanto, da produção que se pode obter com o *stock* de capital disponível nesse país. Vista nesta perspectiva, a despesa em educação tem características próximas das características dos bens de investimento, levando autores como Robert Eisner a considerar que a poupança está a ser subestimada por considerar as despesas em educação como consumo e não como investimento num tipo especial de capital.<sup>34</sup>

Para além das críticas referidas nos parágrafos anteriores, têm sido colocadas outras objeções ao modo de cálculo da poupança das famílias nas contas nacionais. Entre essas objeções destacam-se a não consideração das variações da riqueza resultantes, por exemplo, da alteração do valor das habitações, das ações e de outros ativos que as famílias

---

<sup>34</sup> Ver Eisner (1991). No entanto, é importante referir que as taxas de poupança nos EUA, quando as despesas em educação são contabilizadas como investimento, continuam a exibir uma tendência decrescente.

possuem; a não consideração do efeito da inflação sobre o valor real dos ativos detidos pelas famílias; e, mais importante, a não consideração na poupança das contribuições para a segurança social, que são subtraídas no cálculo do rendimento disponível das famílias, não sendo por isso consideradas poupança – voltaremos a discutir esta questão no capítulo 7, quando abordarmos o tema da Segurança Social.

Escrevemos acima que a poupança é a diferença entre o rendimento disponível e a despesa de consumo final. No caso do Estado (“Administrações Públicas”), são de salientar duas particularidades. A primeira é que o rendimento disponível das Administrações Públicas inclui os impostos cobrados aos restantes agentes económicos, além do resultado da atividade produtiva deste setor. A segunda é que o “consumo final” das Administrações Públicas compreende a maior parte dos bens e serviços produzidos pelas próprias Administrações Públicas, bem como bens e serviços adquiridos a terceiros pelas Administrações Públicas para serem consumidos pelas famílias.

No caso das empresas, não fazendo estas “consumo final” (apenas fazem consumo intermédio no decurso da sua atividade produtiva), a poupança será igual ao seu rendimento disponível. O rendimento disponível das empresas é a soma do saldo dos “rendimentos primários” e do saldo das “transferências correntes”. O saldo dos rendimentos primários é o excedente bruto de exploração (a parte do valor acrescentado das empresas que não é utilizada no pagamento das remunerações dos empregados, acrescida da diferença entre os subsídios e os impostos sobre a produção) mais o saldo dos rendimentos de propriedade (essencialmente a diferença entre os juros e dividendos recebidos e os pagos). O saldo das transferências correntes é a diferença entre as transferências correntes recebidas (como as indemnizações de seguros) e as pagas (como os impostos sobre o rendimento e o património e os prémios de seguros). Tal como no caso das famílias, as variações do valor dos ativos das empresas não afetarão o valor da poupança dessas empresas. Contudo, no caso das empresas, o valor dos bens duráveis adquiridos para serem utilizados na atividade produtiva será contabilizado como investimento e, portanto, não representa uma subtração à poupança das empresas.

### **3.2. Poupança e endividamento externo**

A causa imediata da crise portuguesa atual foi a acumulação de défices externos de grandes dimensões desde meados dos anos 1990. Dito de outra forma, e como discutimos no capítulo 2, durante esse período a poupança nacional foi insuficiente para financiar o investimento, tendo a parte em falta sido suprida através do recurso ao endividamento

externo. A magnitude dos desequilíbrios externos foi de tal ordem que, em termos líquidos, o valor da dívida externa passou a ser superior ao valor da produção anual (PIB) da economia portuguesa em 2009.<sup>35</sup> O endividamento externo satisfaz as necessidades de financiamento tanto das famílias como das empresas e do Estado, refletindo-se num aumento contínuo da dívida daqueles três setores. Com efeito, a dívida acumulada pelas famílias, pelas empresas e pelo Estado aumentou de cerca de 160% do PIB, em 1995, para cerca de 380% do PIB, em 2012.

O elevado endividamento e o longo período de estagnação, desde o início do século XXI, resultariam num corte súbito do acesso ao financiamento externo privado e no pedido de resgate à *troika* em abril de 2011, visando a substituição, no curto prazo, do financiamento privado por financiamento oficial no âmbito dos mecanismos do FMI e da União Europeia.

O défice externo pode ser interpretado como refletindo a escassez de poupança face ao nível de investimento, uma vez que o saldo da balança corrente com o exterior pode ser calculado como a diferença entre a poupança e o investimento. A análise do défice externo do ponto de vista da escassez da poupança para fazer face às necessidades de investimento é importante para compreendermos a natureza dos desequilíbrios da economia portuguesa.

Na Figura 3.1, apresentamos o saldo da balança corrente em percentagem do PIB, a taxa de poupança e a taxa de investimento desde 1970. Acompanhando o movimento de liberalização financeira descrito no capítulo 2, a partir dos anos 1970, a evolução da taxa de poupança desligou-se da evolução da taxa de investimento. Esta diferença ou “desligamento” refletiu-se ao longo deste período (com a exceção de alguns anos) em acentuados défices da balança corrente.

A Figura 3.1 mostra que a balança corrente portuguesa é estruturalmente deficitária. As três paragens súbitas no financiamento externo da economia portuguesa, que conduziram aos três pedidos de resgate, foram precedidas de défices da balança corrente elevados: em 1976, 11,9% do PIB; em 1982, 16% do PIB; e, em 2008, 12,6% do PIB. Os défices externos elevados no final dos anos 70 e no início dos anos 80 duraram pouco tempo, tendo sido corrigidos rapidamente. Contrariamente à correção rápida observada nesses períodos, o processo de acumulação de défices externos a partir de meados dos anos 90,

---

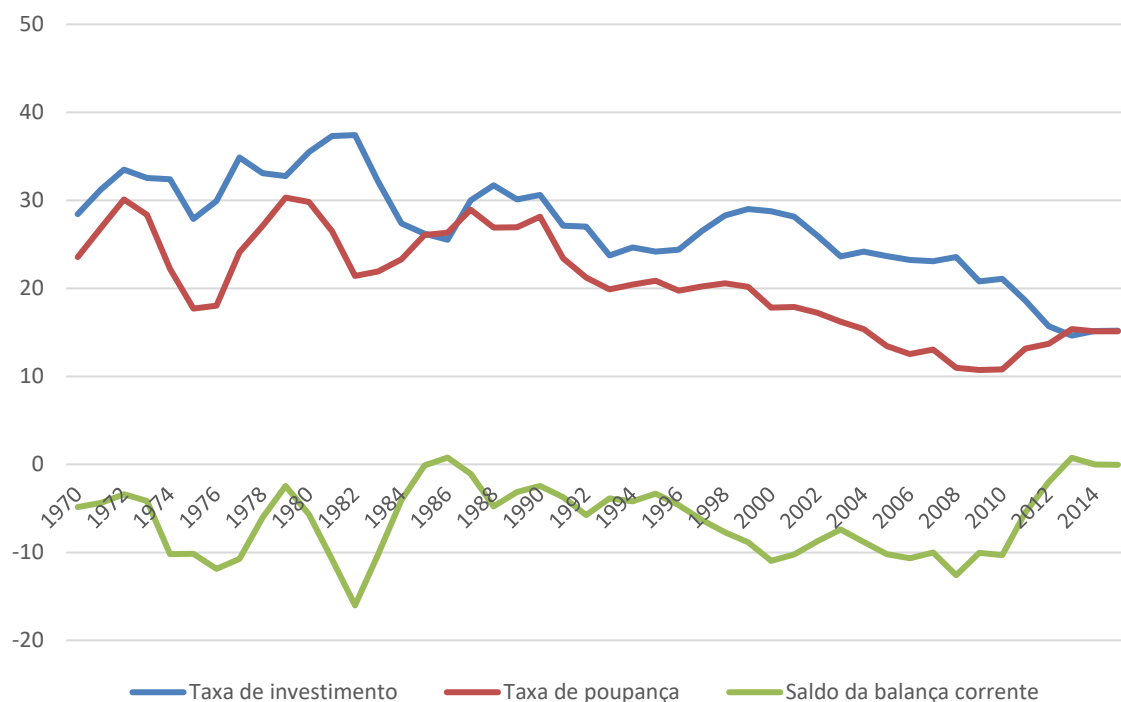
<sup>35</sup> Em rigor, esta afirmação refere-se à posição líquida de investimento internacional, que é a diferença entre o valor dos ativos financeiros externos detidos por residentes e o valor dos passivos financeiros dos residentes face ao resto do mundo. Os ativos e os passivos financeiros podem ser representados, por exemplo, por ações de empresas, títulos de fundos de investimento, títulos de dívida e moeda.

que conduziria à intervenção da *troika* em 2011, persistiu durante mais de uma década. A persistência do défice externo é ainda mais surpreendente por o valor do défice ter estabilizado num nível muito elevado: entre 2000 e 2010, em média, o défice anual da balança corrente foi aproximadamente 10% do PIB.

Como referimos no capítulo 2, a dinâmica de ajustamento que se segue a uma paragem súbita de entrada de capitais é em grande medida determinada pelo contributo relativo da variação do investimento e da poupança para o défice externo. Importa, por isso, avaliar o contributo da variação da poupança e da variação do investimento para o desequilíbrio externo da economia portuguesa nas últimas duas décadas.

### **Menos poupança**

O agravamento do défice externo teve início em meados da década de 90. Na segunda metade da década de 90, a poupança manteve-se estável em torno dos 20% do PIB. Assim, nesse período, o agravamento do défice externo resultou do aumento da taxa de investimento, que passou de 24% do PIB, em 1995, para 29% do PIB, em 2000. Neste ano, a taxa de investimento inicia uma trajetória descendente, estabilizando no intervalo 23%-24% do PIB, entre 2003 e 2008, e daí em diante diminuiu continuamente até se fixar em cerca de 15% do PIB a partir de 2013. Porém, a taxa de poupança teve uma queda ainda mais acentuada entre 2000 e 2008. Neste período, era das mais baixas dos países da UE, contribuindo para que o défice externo permanecesse em níveis muito elevados. A evolução da taxa de poupança é, assim, um elemento central na explicação da crise da economia portuguesa.



**Figura 3.1:** Poupança, investimento e balança corrente (% PIB)

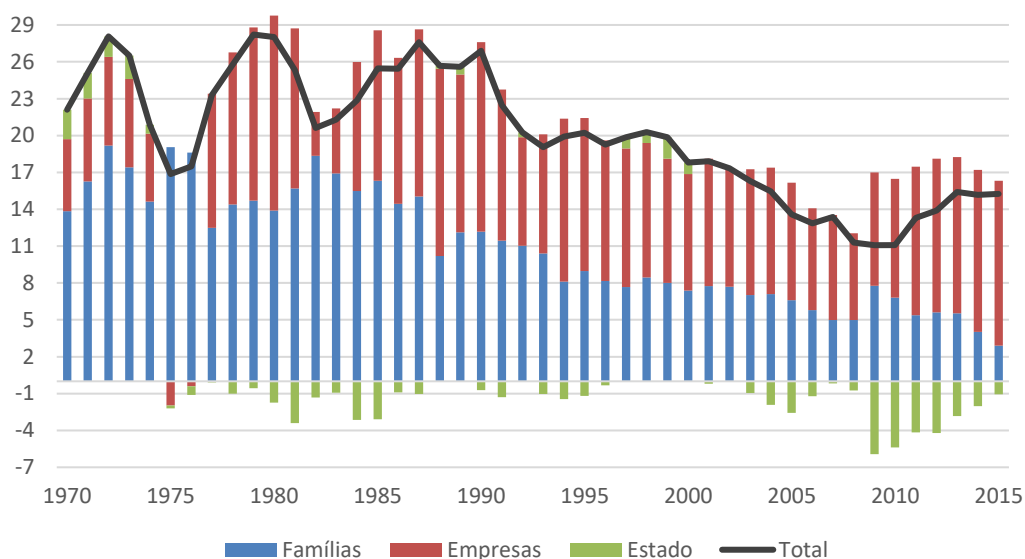
**Fonte:** cálculos dos autores com base em dados do Banco de Portugal e do INE.

O comportamento da taxa de poupança portuguesa pode ser dividido em três grandes períodos. Até ao início dos anos 1970, teve um período de duas décadas de crescimento, atingindo 30% do PIB. Seguiu-se um período de grandes oscilações, que corresponderam ao aparecimento, e subsequente correção, dos desequilíbrios externos que estiveram na base das duas primeiras intervenções do FMI em Portugal. Finalmente, veio o período de redução quase contínua da taxa de poupança: excetuando a estabilidade na segunda metade dos anos 1990 e a ligeira recuperação no período pós-resgate, a característica dominante da taxa de poupança neste período é a diminuição acentuada do seu valor: passou de 28%, em 1990, para 11%, em 2008. Desde 2013, a poupança tem sido 15% do PIB.

### **Contributo das famílias, das empresas e do Estado**

A análise da variação do investimento e da poupança sugere que para compreendermos a forte acumulação de endividamento externo, desde meados da década de 90, temos de analisar o contributo que os diferentes setores – famílias, empresas e Estado – deram para a diminuição da taxa de poupança nacional. A Figura 3.2 mostra a evolução dos contributos daqueles setores para a taxa de poupança da economia portuguesa, entre 1970 e 2015. Da análise desta figura destaca-se a redução do contributo das famílias e das empresas

entre 1990 e 2008 - embora o contributo das empresas manifeste alguma irregularidade. Destaca-se ainda a contribuição negativa do setor Estado na maior parte do período; a exceção são os anos anteriores à adesão ao euro, que exigiu o cumprimento dos critérios de convergência, nomeadamente no que diz respeito ao défice orçamental e à dívida pública. A contribuição negativa do Estado agravou-se significativamente com a resposta à crise financeira internacional. A redução do défice orçamental nos últimos anos contribuiu para a recuperação da poupança a partir de 2011.



**Figura 3.2:** Contributos para a taxa de poupança (% PIB)

**Fonte:** cálculos dos autores com base em dados do Banco de Portugal e do INE.

Quando calculamos os contributos relativos dos diferentes setores para a redução da poupança nacional concluímos que, em termos médios, a redução da taxa de poupança nacional no período 1977-1991 para o período 1992-2008 ficou a dever-se em 75% à redução da taxa de poupança das famílias, tendo os restantes 25% ficado a cargo da redução da poupança das empresas. Por conseguinte, apesar de a contribuição do Estado para a poupança ter sido quase sempre negativa neste período, a tendência decrescente da poupança na economia portuguesa é explicada integralmente pela queda da poupança do setor privado. Nos capítulos 4 e 6, analisaremos com detalhe, respetivamente, a poupança das famílias e das empresas.

## Poupança e endividamento



De modo simplificado, a diminuição da poupança representou um problema para a economia portuguesa porque significou uma diminuição da sua capacidade de financiamento, tendo o investimento passado a ser financiado em maior grau com recurso ao endividamento externo. Na Figura 3.3, apresentamos a evolução da capacidade líquida de financiamento da economia portuguesa, que corresponde essencialmente à diferença entre poupança e investimento dos setores Estado, famílias e empresas.

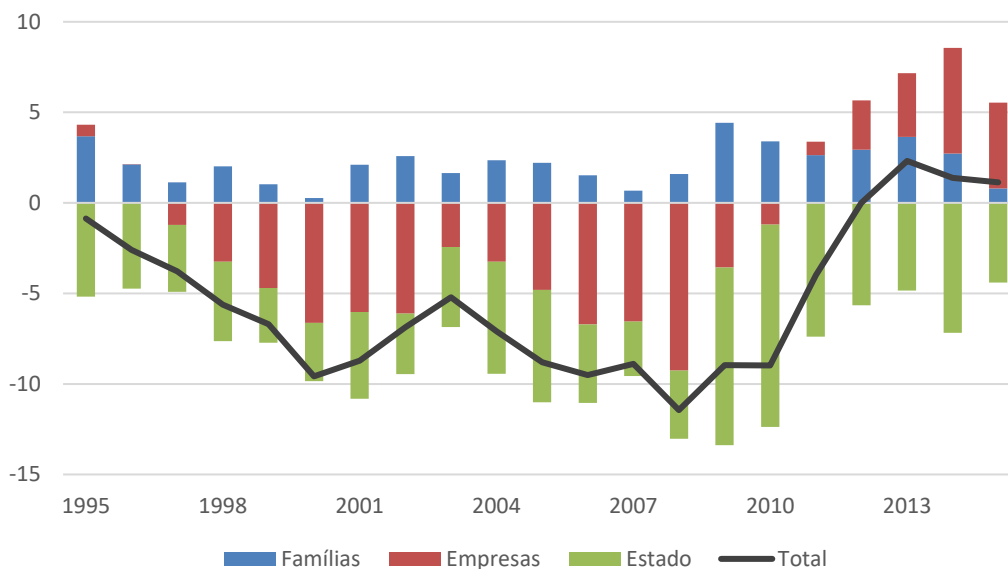
A capacidade líquida de financiamento total da economia apresenta um padrão de evolução muito similar ao da balança corrente e permite-nos aferir o contributo do Estado, das famílias e das empresas para o desequilíbrio externo da economia portuguesa. Depois de um longo período com uma capacidade de financiamento muito negativa – no período 2000-2010 aproximou-se muitas vezes dos -10%, tendo sido -11,4% do PIB em 2008 -, a partir de 2008 a capacidade de financiamento da economia melhorou, ficando equilibrada em 2012 e tornando-se positiva em torno dos 1%-2% desde 2013. Como iremos ver, a melhoria na capacidade de financiamento da economia deveu-se à redução das necessidades de financiamento do Estado e ao facto de as empresas, quase duas décadas depois, terem voltado a ter uma capacidade líquida de financiamento positiva.

Em relação às famílias, os dados mostram que a poupança (apesar de baixa) tem sido superior ao investimento, isto é, as famílias têm tido capacidade líquida de financiamento positiva ao longo do período em análise, embora em alguns anos tenha sido muito reduzida (em 2000 foi inferior a 1% do PIB) e nunca tenha sido superior a 5%. No entanto, como referimos no capítulo 2, é importante referir que, dos países resgatados pela *troika*, as famílias portuguesas são as únicas que apresentam capacidade líquida de financiamento positiva. As famílias gregas, por exemplo, apresentaram desde 2000 necessidades líquidas de financiamento significativas – sempre próximas dos 10% do PIB até 2007.

O Estado, pelo contrário, apresentou durante todo o período uma capacidade líquida de financiamento negativa. As necessidades de financiamento do Estado agravaram-se significativamente no período pós-crise financeira internacional, isto é, em 2009 e em 2010, tendo neste último ano ultrapassado os 11% do PIB.

Em 1995, as empresas tinham uma capacidade líquida de financiamento positiva, embora muito reduzida. Seguiu-se um longo período – especialmente entre 1999 e 2008 – em que as empresas foram o setor com maior necessidade líquida de financiamento, sendo este garantido pelos restantes setores, nomeadamente pelo resto do mundo. Em 2008, as necessidades líquidas de financiamento das empresas chegaram quase a 10% do PIB. Contudo, partir de 2009, fruto da crise financeira, as empresas reduziram as suas necessidades de financiamento: em 2011 voltaram a ter capacidade líquida de

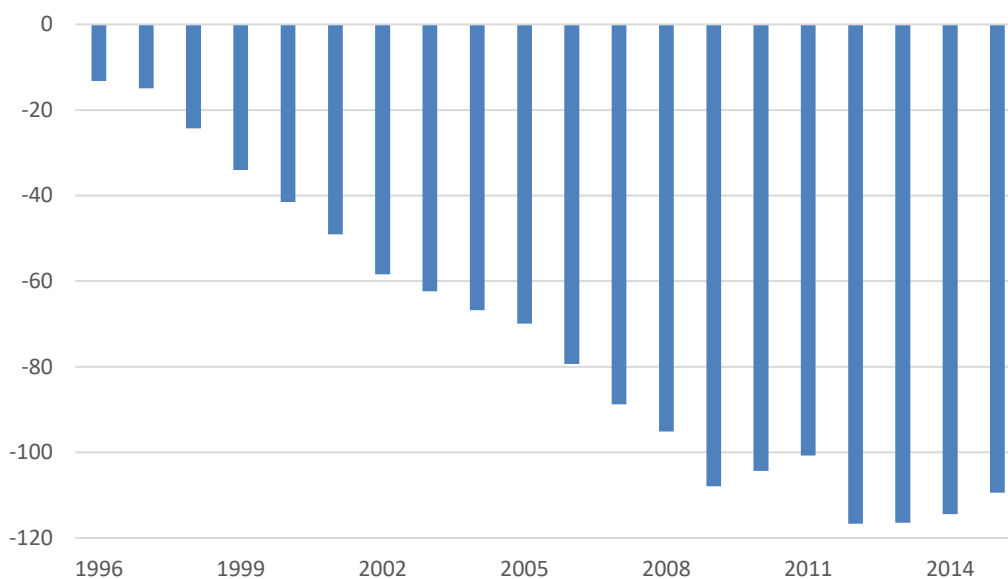
financiamento e em 2014 essa capacidade atingiu um valor de cerca de 6% do PIB. No capítulo 6, analisaremos alguns dos fatores que terão estado na origem das elevadas necessidades de financiamento das empresas portuguesas na primeira década do século XX, bem como da recuperação da capacidade de financiamento nos últimos anos.



**Figura 3.3:** Capacidade líquida de financiamento (% PIB)

Fonte: AMECO.

Os défices da balança corrente acumulados e as elevadas necessidades de financiamento da economia portuguesa resultaram numa posição de investimento internacional negativa, ultrapassando 100% do PIB português em 2009 e atingindo o valor máximo de 117% em 2012 – ver Figura 3.4. Esta posição de investimento internacional representa, *grosso modo*, a dívida externa líquida das famílias, das empresas e do Estado. O valor fortemente negativo desse indicador, em conjunto com a crise do euro, torna a poupança nacional cada vez mais importante para o financiamento da economia portuguesa.



**Figura 3.4:** Posição líquida de investimento internacional (% PIB)

**Fonte:** Banco de Portugal.

Nas secções seguintes, descrevemos o contexto económico que favoreceu o declínio da poupança da economia portuguesa nas últimas décadas e discutimos o papel que o Estado teve direta (dado que é responsável pela componente mais negativa da poupança nacional) e indiretamente nas tendências observadas na poupança nacional. A poupança das famílias e a poupança das empresas serão analisadas nos capítulos seguintes.

### 3.3. O contexto do declínio da poupança

No capítulo 2, descrevemos o contexto internacional que favoreceu o endividamento e a diminuição da poupança. Nesta secção, descrevemos os fatores internos que condicionaram a evolução da poupança nacional nas últimas duas décadas, destacando quatro fatores: as expectativas, a estabilização nominal (isto é, a diminuição das taxas de inflação e das taxas de juro), o desenvolvimento do sistema financeiro e o papel do Estado.

#### 3.3.1. Crescimento e expectativas

O sucesso dos primeiros anos de integração europeia contribuiu para o largo consenso em torno da participação de Portugal na criação da União Económica e Monetária (UEM). A adesão ao euro foi assumida como um desígnio nacional e como um elemento central da

política económica portuguesa e da estratégia de desenvolvimento económico, que visava a convergência para os níveis de rendimento dos países mais ricos da União Europeia.<sup>36</sup>

Pelo relevo que têm como medidas aproximadas de bem-estar, concentramo-nos na evolução do PIB *per capita* e na taxa de desemprego. O desempenho da economia portuguesa desde a integração europeia pode ser dividido em três subperíodos.<sup>37</sup> O primeiro vai de 1986 a 1998, que foram anos de forte expansão e convergência da economia portuguesa; inclui os primeiros seis anos de integração na CEE (1986-1991) e o período de preparação para a adesão à UEM (1992-1998). O segundo vai de 1999 a 2010 e corresponde ao novo regime da economia portuguesa, com a adesão ao euro. Neste período, o desempenho da economia portuguesa foi dececionante, tendo culminado com a crise da dívida soberana e no regresso do Fundo Monetário Internacional, agora integrado na *troika*, 25 anos depois da entrada na Comunidade Económica Europeia. Finalmente, a partir de 2011 é o período do “ajustamento”, na sequência da crise e do pedido de resgate. O desempenho económico pós-2011 foi ainda mais dececionante do que no período anterior.

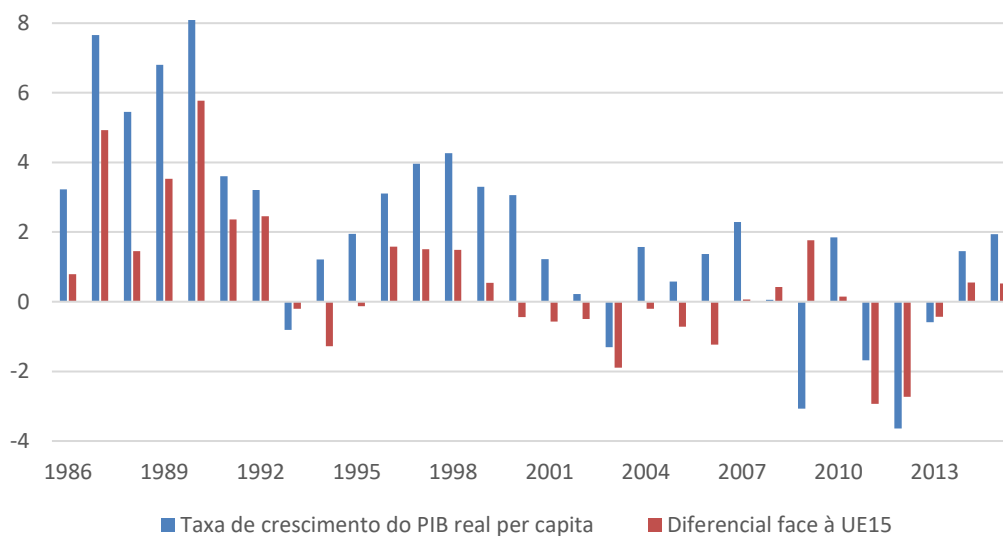
Entre 1986 e 1991, a economia cresceu a uma taxa anual média real de 5,7% – sempre acima de 3% ao ano – beneficiando, entre outros fatores, da estabilização alcançada em 1985, do clima externo favorável e da transferência de fundos comunitários. As elevadas taxas de crescimento naquele período resultaram numa forte convergência real com a média das economias da UE: entre 1986 e 1991, o diferencial de crescimento anual do produto *per capita* em volume entre Portugal e a UE15 foi sempre positivo – ver Figura 3.5 –, tendo este diferencial atingido 5 pontos percentuais (pp) em 1987 e 6 pp em 1990.<sup>38</sup> As elevadas taxas de crescimento refletiram-se numa redução acentuada e contínua das taxas de desemprego. De facto, a taxa de desemprego diminuiu de 9,8% em 1985 para 5% em 1992 – ver Figura 3.6.

---

<sup>36</sup> Para uma visão apologética da participação de Portugal na UEM ver, por exemplo, a descrição pelo então Ministro das Finanças, Jorge Braga de Macedo, em Macedo (1992). Miguel Cadilhe (1991) apresenta uma visão menos otimista de uma futura participação de Portugal na UEM.

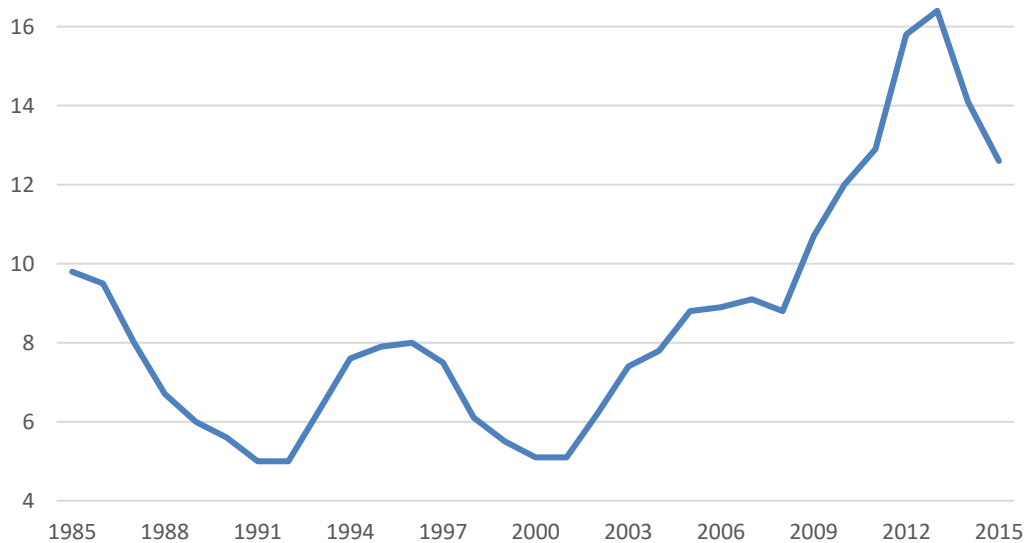
<sup>37</sup> Para uma visão global deste período da economia portuguesa ver, por exemplo, o trabalho coletivo realizado por investigadores de universidade portuguesas e estrangeiros *1986-2010: A Economia Portuguesa na União Europeia*, coordenado por Fernando Alexandre, Pedro Bação, Manuel M. F. Martins, Miguel Portela e Marta Simões.

<sup>38</sup> Ver Cadilhe (1990) para uma descrição dos objetivos, das condicionantes e da implementação da política económica neste período. Amaral (2010) destaca a singularidade deste período em termos do processo de convergência de Portugal nas últimas décadas.



**Figura 3.5:** Taxa de crescimento do PIB real *per capita* e diferencial de crescimento face à UE15 (pp)

Fonte: AMECO.



**Figura 3.6:** Taxa de desemprego (%)

Fonte: AMECO.

No período 1992-1998, a política económica foi dominada pela necessidade de preparação para a adesão à UEM. Possivelmente em parte como resultado do esforço de convergência nominal desenvolvido no âmbito desse processo, ou talvez por a componente mais fácil do processo de convergência já ter sido completada, o facto é que o desempenho da

economia portuguesa não foi tão bom no período 1992-1998. Neste período o crescimento médio do PIB caiu para 2,7%, com variações substanciais das taxas anuais. A quebra do ritmo de crescimento do produto – ainda assim para uma taxa média de crescimento que atualmente seria considerada muito boa – teve a expressão mais significativa em 1993, ano em que a taxa de crescimento foi negativa, o que não acontecia desde 1983 e só voltou a acontecer em 2003. A recessão de 1993 refletiu, em grande parte, a deterioração da conjuntura internacional (Banco de Portugal, 1993). A redução da taxa de crescimento nestes anos repercutiu-se no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a inverter a tendência decrescente dos anos anteriores: entre 1992 e 1996, a taxa de desemprego aumentou de 5% para 8%.

Entre 1994 e 1998, a atividade económica esteve em expansão, com a taxa anual de crescimento real do produto a passar de 1,5%, em 1994, para 4,8%, em 1998. Não obstante, os anos que antecederam a adesão à UEM foram marcados pela redução do ritmo de convergência real com a UE15 relativamente à convergência observada no período 1986-1991. O diferencial de crescimento anual do produto *per capita* em volume foi mesmo negativo de 1993 a 1995 – ver Figura 3.5.

O aumento das taxas de crescimento do produto na segunda metade da década de 1990 refletiu-se numa redução da taxa de desemprego: de um máximo da década de 8% em 1996, para um valor muito próximo do mínimo da década de 5,1% em 2000. Portanto, aquando da entrada de Portugal na área do euro, a experiência anterior, de mais de uma década, era quase exclusivamente de crescimento e de convergência com os países mais ricos da UE. Era por isso natural que as expectativas dos portugueses fossem de que essa trajetória, muito positiva, se mantivesse após a introdução da moeda única.

Porém, o período correspondente à participação de Portugal na UEM caracterizou-se pela quase estagnação da atividade económica: o produto cresceu a uma taxa média anual de 0,1% de 2000 a 2014. A partir de 2001, o crescimento anual apenas no ano de 2007 foi superior a 2,0%. A integração na UEM foi acompanhada por um afastamento continuado do padrão de crescimento do produto na UE15. Como podemos verificar na Figura 3.5, apenas em 1999 e em 2009 o diferencial de crescimento do produto *per capita* face à UE15 foi significativamente positivo. De facto, durante os dez primeiros anos de integração monetária, a taxa de crescimento da economia portuguesa foi inferior à de todos os outros Estados-membros da UEM, com as exceções da Itália e da Alemanha. A política orçamental fortemente expansionista (défice orçamental de 9,8%) terá evitado uma recessão mais forte em 2009, o que explica a convergência neste ano face à UE-15. No entanto, o custo nos anos seguintes foi elevado.

No mercado de trabalho, o abrandamento do crescimento económico refletiu-se numa tendência crescente da taxa de desemprego, que ultrapassou os 10% em 2009 e os 16% em 2013, iniciando então uma tendência decrescente – em 2016, situava-se abaixo dos 12%.

Resumindo, em termos de desempenho da economia portuguesa no período de integração na União Europeia há claramente dois períodos distintos: o período entre 1986 e 1999 e o que se seguiu à adesão ao euro. No primeiro, registou-se uma convergência da economia portuguesa com os níveis de PIB *per capita* dos países mais ricos da União Europeia, o que terá gerado nos decisores de política, nos empresários e nos consumidores expectativas muito elevadas em relação ao desenvolvimento da economia portuguesa. Após a adesão ao euro, verificou-se um claro arrefecimento da economia portuguesa e o consequente defraudar das expectativas de crescimento alimentadas pelo forte crescimento do período anterior. O desempenho económico tornou-se ainda pior após o início da crise da dívida.

### **A visão cíclica da estagnação do século XXI**

No entanto, a perceção de que o ritmo de crescimento da economia portuguesa tinha abrandado fortemente na primeira década do século XXI, interrompendo o processo de convergência com a UE15, não foi imediata. Para isso contribuiu o facto de a taxa de crescimento em 1999-2000 ter sido ainda muito elevada, superior a 3,5%, seguindo-se em 2001 um crescimento de 1,9%. Neste contexto, não admira que a recessão de 2003 fosse vista como um fenómeno cíclico natural, tanto mais que a taxa de crescimento foi 1,8% em 2004 e chegaria aos 2,5% em 2007. Em consequência, o abrandamento do crescimento não foi de molde a promover uma revisão tempestiva das expectativas muito otimistas que a experiência do passado recente havia criado. A crise da dívida acabaria assim por ser uma surpresa.

### **Medir as expectativas**

A avaliação da importância das expectativas enfrenta uma dificuldade importante: a possibilidade de encontrar uma medida adequada aos nossos propósitos. A Comissão Europeia publica um indicador da confiança dos consumidores. Todavia, a evolução deste indicador não difere muito da evolução da taxa de crescimento real do PIB, pelo que não acrescenta informação significativa à disponível nas contas nacionais. Assim, usamos uma alternativa que consiste em reinterpretar o quociente entre a riqueza dos agentes e o

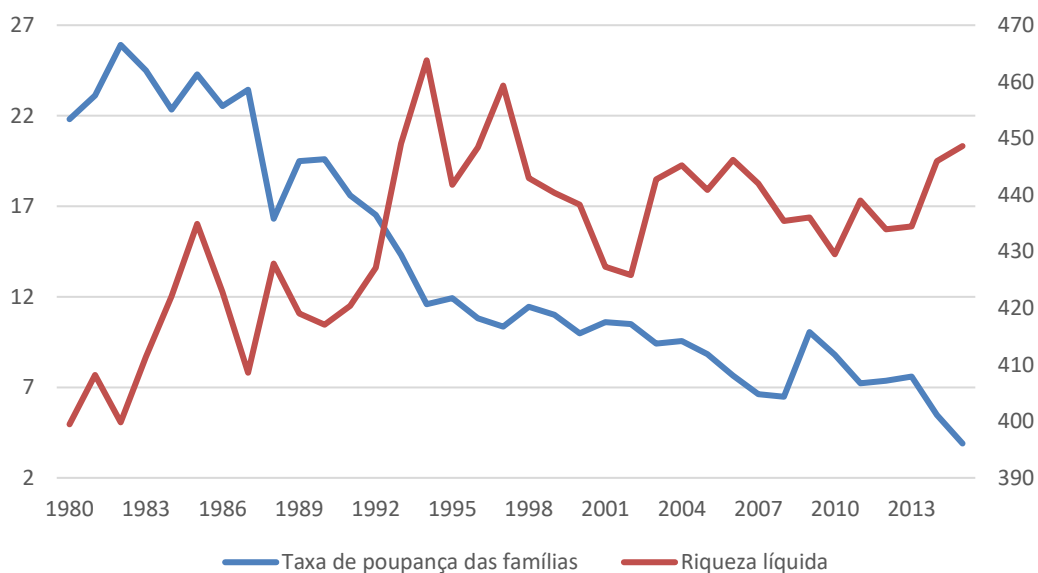
rendimento disponível (variável usada em estudos sobre a poupança e o consumo como representativa do nível de riqueza) como um indicador das expectativas de “médio prazo” dos agentes. O argumento para esta reinterpretação é simples: o valor dos ativos que compõem a riqueza é o valor presente dos rendimentos que se espera que esses ativos venham a gerar no futuro. Desta forma, em termos agregados, um valor alto do quociente entre a riqueza e o rendimento poderá significar que os agentes esperam um crescimento significativo do rendimento no futuro face ao rendimento no presente. A Figura 3.7 mostra o comportamento deste quociente (em percentagem do rendimento das famílias). O indicador aumentou até 1994-1997, provavelmente refletindo o entusiasmo criado pela integração europeia e pelo progresso registado desde meados dos anos 80. Note-se que a subida do indicador resultou de o ritmo de crescimento da riqueza das famílias ter sido superior ao do seu rendimento corrente, apesar do forte crescimento deste. Entrou-se depois numa fase descendente, que durou até 2002. Porém, o valor do indicador permaneceu num patamar superior ao registado até meados dos anos 90. Até 2006, o indicador subiu de novo, mas a crise financeira internacional voltou a tornar os portugueses mais pessimistas quanto ao futuro. A recuperação económica em 2014-2015 é visível na subida significativa do indicador nesse período.

Na Figura 3.7 vemos igualmente a evolução da taxa de poupança das famílias, calculada agora em percentagem do seu rendimento disponível. Podemos ver que a diminuição da taxa de poupança das famílias coincidiu com o aumento do indicador da riqueza das famílias. Esta relação sugere a existência de um efeito riqueza, isto é, o aumento da riqueza poderá ter provocado um aumento do consumo e, assim, contribuído para a redução da poupança - esta relação será discutida e analisada no capítulo 4. O efeito riqueza traduz, por conseguinte, o efeito sobre o consumo (e a poupança) das expectativas dos indivíduos relativamente aos rendimentos futuros. A Figura 3.7 sugere que, como discutimos nos parágrafos anteriores, o abrandamento do crescimento económico no início do século XXI não foi suficiente para que as expectativas baixassem significativamente, tendo permanecido num nível superior ao registado até meados dos anos 90. Como vimos no capítulo 2, as expectativas otimistas acerca do futuro da economia portuguesa não foram um exclusivo dos portugueses.

No entanto, o comportamento das expectativas, como a Figura 3.7 revela, não chega para explicar o comportamento da taxa de poupança, nomeadamente a queda da taxa de poupança na última década. A próxima subsecção discute a importância da estabilização nominal, seguindo-se o desenvolvimento do sistema financeiro e o papel do Estado. No próximo capítulo, na secção 4.4 estimamos um modelo econométrico que procura estimar



o efeito das expectativas, medidas através do indicador aqui descrito, na evolução da taxa de poupança das famílias.



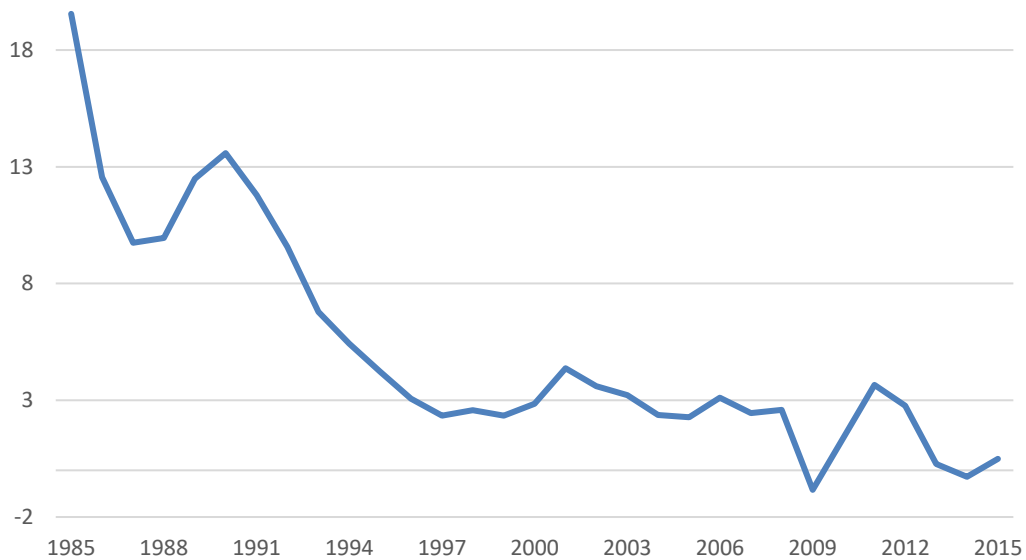
**Figura 3.7:** Taxa de poupança e riqueza líquida das famílias (em percentagem do rendimento disponível)

**Fonte:** Cálculos dos autores com base em dados do Banco de Portugal e do INE.

### 3.3.2. A conquista da inflação e as baixas taxas de juro

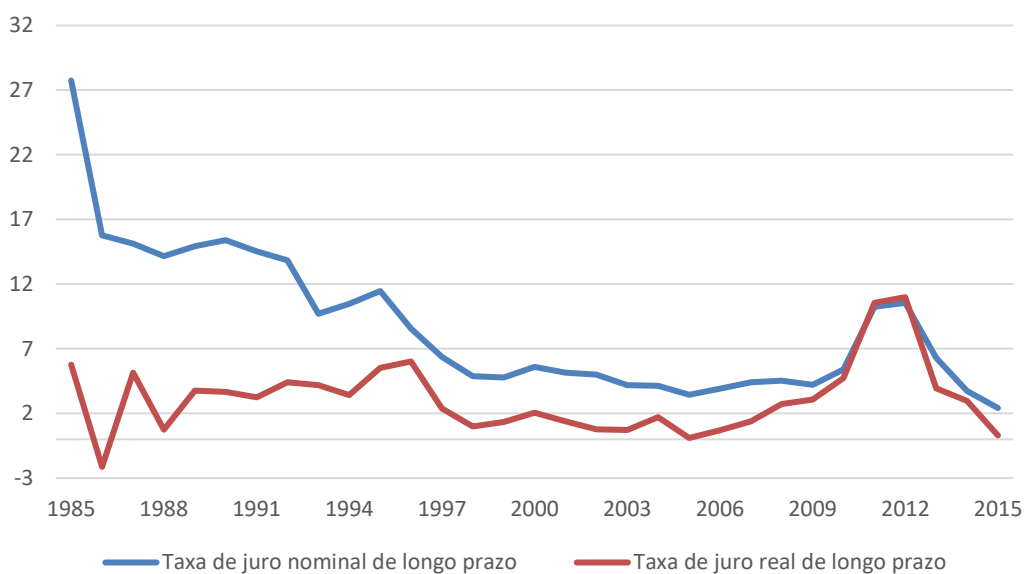
As transformações da economia portuguesa após a integração europeia tiveram também um impacto muito significativo nas variáveis nominais, em especial (para além da taxa de câmbio) na taxa de inflação e nas taxas de juro, duas variáveis sempre presentes nas discussões sobre o comportamento da poupança.

Dois dos passos principais no caminho de Portugal em direção ao euro foram a adesão, em abril de 1992, ao Mecanismo das Taxas de Câmbio (MTC) do Sistema Monetário Europeu e a conclusão, no final daquele ano, do processo de liberalização dos movimentos internacionais de capitais. A adesão ao MTC representou uma perda de autonomia da política monetária, que passou para o domínio do marco alemão, o que garantiu o reconhecimento pelos mercados da credibilidade do compromisso assumido em relação à estabilidade dos preços. Dessa forma, a participação no mecanismo de taxas de câmbio do SME permitiu a redução da taxa de inflação e das taxas de juro nominais para níveis compatíveis com a União Económica e Monetária – ver Figura 3.8 e Figura 3.9.



**Figura 3.8:** Taxa de inflação (% , calculada com base no IPC)

**Fonte:** AMECO.



**Figura 3.9:** Taxas de juro real e nominal de longo prazo (%)

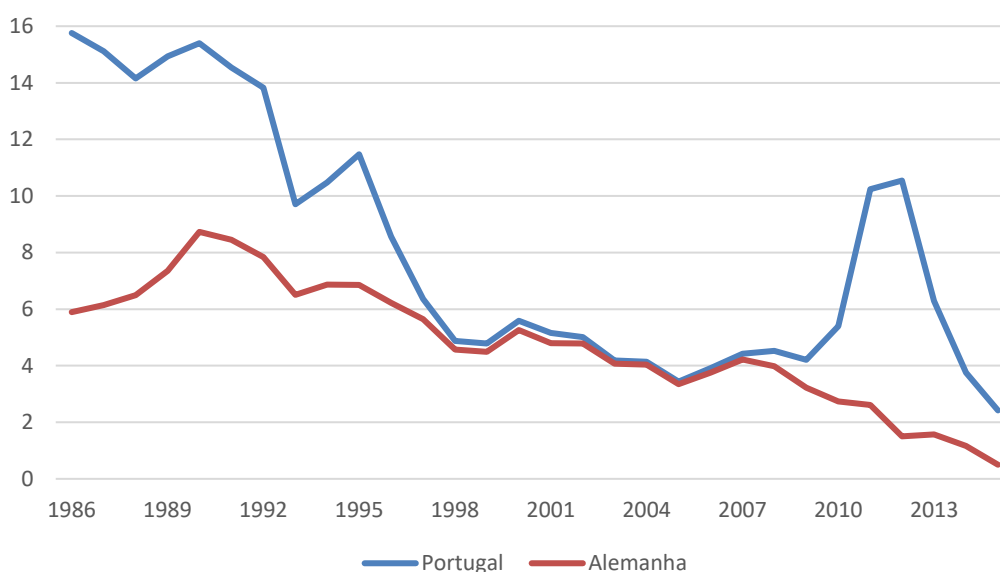
**Fonte:** AMECO.

A taxa de inflação passou de mais de 13%, em 1990, para valores próximos de 2% no período que antecedeu a entrada no euro, garantindo o cumprimento do critério imposto pelo Tratado de Maastricht. Em 1990, a estratégia de desvalorizações anunciadas (*crawling peg*), adotada em 1977 sob o conselho do então professor do MIT Rudiger Dornbusch, foi abandonada definitivamente. A queda da taxa de inflação coincide com a decisão e anúncio da adesão ao SME, que resultou numa apreciação da taxa de câmbio real – entre 1988 e

1992 esta apreciou-se em mais de 20% (ver, por exemplo, Alexandre *et al.*, 2009a). Esta mudança no regime da política monetária e cambial foi decisiva para controlar as expectativas de inflação e a própria taxa de inflação.<sup>39</sup>

A taxa de juro nominal encontrava-se em queda desde meados dos anos 1980, acompanhando a trajetória descendente da taxa de inflação. Numa primeira fase, a taxa de juro nominal de longo prazo diminuiu de cerca de 15%, em 1989, para uma taxa de 10% em 1993; entre 1995 e 1999, data da entrada de Portugal na área do euro, a taxa de juro nominal de longo prazo acelerou a sua queda, para se situar em cerca de 5% no final da década de 1990. Nesta segunda fase, a queda da taxa de juro nominal foi acompanhada de uma redução da taxa de juro real. Esta diminuiu de cerca de 6%, em 1996, para valores em torno de 1%, tendo-se fixado nesses níveis durante quase toda a primeira década do século XXI.

A redução das taxas de juro levou a taxa de juro nominal de longo prazo para níveis semelhantes aos da Alemanha – ver Figura 3.10. A taxa de juro nominal de longo prazo manteve-se em níveis inferiores a 5% entre 2003 e 2009, divergindo claramente da taxa de juro alemã a partir da crise financeira internacional.



**Figura 3.10:** Taxas de juro de longo prazo (%)

**Fonte:** AMECO.

<sup>39</sup> Para uma descrição deste processo de desinflação ver, por exemplo, Abreu (2001). Uma visão geral do processo de estabilização nominal português é apresentada em Bação e Duarte (2014).

Como vimos no capítulo 2, a redução da taxa de inflação e da taxa de juro na economia portuguesa, durante a década de 1990, deve também ser contextualizada na tendência internacional que caracterizou o comportamento dessas variáveis nesse período. Entre os fatores que terão contribuído para esta maior estabilidade macroeconómica estão: (1) choques da oferta favoráveis (e.g., descida do preço do petróleo e ganhos de produtividade resultantes das novas tecnologias de informação e comunicação); (2) a entrada da China no comércio internacional; (3) um melhor desempenho da política monetária. A descida da taxa de inflação e da taxa de juro na economia portuguesa terá também beneficiado daqueles fatores. Este contexto macroeconómico de baixas taxas de juro favoreceu a queda das taxas de poupança e o crescimento do endividamento em muitos países, nomeadamente em Portugal, contando-se entre as causas da crise financeira internacional e da crise da dívida soberana que se seguiu.

Em termos de poupança e endividamento, o desenvolvimento do sistema financeiro teve também repercussões muito significativas no comportamento do Estado, das famílias e das empresas. O desenvolvimento do sistema financeiro não deve ser dissociado do processo de estabilização nominal. A estabilidade macroeconómica contribuiu para aumentar a confiança dos portugueses, mas também dos investidores estrangeiros que financiaram a economia portuguesa. Abriram-se oportunidades de negócio para o setor financeiro português, que, entretanto, se desenvolveu muito, como veremos em seguida. Ao canalizarem fundos para Portugal, os investidores estrangeiros manifestavam otimismo quanto ao futuro da economia portuguesa. A descida das taxas de juro portuguesas para valores semelhantes aos da Alemanha em meados da primeira década deste século é uma manifestação inequívoca daquela confiança e otimismo.

### **3.3.3. A redução das restrições de liquidez**

O desenvolvimento do sistema financeiro português a partir de meados dos anos 1980 foi uma das mais importantes transformações da economia portuguesa nas últimas décadas. Permitiu a realização de investimentos pelas empresas, pelas famílias (nomeadamente em habitação) e pelo Estado, fundamentais para compreender a evolução da economia portuguesa desde a sua integração na CEE. Em Portugal, o desenvolvimento do sistema financeiro coincidiu com a liberalização financeira, que foi impulsionada pelo processo de integração europeia e pela abertura à iniciativa privada, com destaque para as privatizações que ocorreram após a revisão constitucional de 1989.

Estas transformações, a par da diminuição das taxas de juro e da estabilização macroeconómica ocorrida durante os anos 80, afetaram de forma muito significativa o acesso ao crédito das famílias e das empresas. Numa análise da evolução das restrições de liquidez dos consumidores portugueses, para o período 1980-2005, Castro (2006) conclui que as restrições de liquidez diminuíram significativamente ao longo da década de 90. De acordo com esse estudo, no final da década de 80 cerca de 70% dos consumidores teriam restrições de liquidez, um valor que diminuiu para cerca de 40% na segunda metade da década de 90.

A existência de restrições de liquidez, isto é, de restrições no acesso ao crédito, constitui uma forte limitação às escolhas intertemporais das famílias, que veem as suas possibilidades de consumo (e de poupança) fortemente condicionadas pelo rendimento disponível presente. Tullio Jappelli e Marco Pagano, num artigo publicado em 1994, concluíram que as restrições de liquidez têm um impacto significativo e positivo nas taxas de poupança privadas e nacionais, salientando o papel da liberalização financeira nos anos 80 na diminuição da taxa de poupança nos países da OCDE. Como veremos no capítulo 4, num contexto em que as famílias não podem aceder ao crédito nos montantes desejados, a poupança será superior àquela que se verificaria num contexto com mercados de crédito perfeitos. Para Portugal, Castro (2006) conclui que a redução das restrições de liquidez durante os anos 90 teve um impacto positivo no consumo das famílias que beneficiaram do acesso ao crédito.

O acesso ao crédito permitiu traduzir em acréscimos de consumo e de investimento no presente o otimismo incorporado nas expectativas relativamente ao futuro da economia portuguesa.

A coincidência entre o desenvolvimento do sistema financeiro e a redução das taxas de juro torna difícil destrinçar o contributo de cada uma daquelas variáveis na redução das restrições de liquidez e, por consequência, nas decisões de poupança. No entanto, ambas deverão ter tido um impacto significativo nas decisões de poupança das famílias e empresas ao criarem condições para a alocação intertemporal dos recursos. No capítulo 4 será analisado o papel do desenvolvimento do sistema financeiro e da diminuição das taxas de juro na redução da taxa de poupança das famílias nas últimas décadas.

A liberalização e o desenvolvimento do sistema financeiro foram dos desenvolvimentos mais marcantes da economia portuguesa nas últimas décadas. Com algum desfazamento temporal, o setor financeiro acompanhou as tendências internacionais de liberalização financeira, tendo beneficiado do processo de integração europeia, bem como da abertura à iniciativa privada, que tinha sido coartada pela Constituição de 1975. Para o

desenvolvimento e para a modernização do sistema financeiro foi ainda decisiva a revisão constitucional de 1989, a qual permitiu privatizar o setor bancário e segurador, que tinha sido nacionalizado em março de 1975.

No início dos anos 80, o sistema financeiro português era ainda pouco evoluído. A forte intervenção do Estado na economia de então refletia-se numa grande regulamentação e limitação da atividade do setor bancário. O sistema em vigor restringia a concorrência entre os bancos e não estimulava a inovação e a racionalização do setor bancário português. O ano de 1984 marca o início de uma nova fase para o setor bancário português, com a criação do primeiro banco privado. Esta nova fase apareceu na sequência da abertura de algumas atividades (entre as quais a banca e os seguros) à iniciativa privada, em 1983, que resultaria na entrada de inúmeros bancos no mercado no decurso dos anos seguintes. Tal contribuiu para o aumento da concorrência e, por consequência, para estimular o processo de inovação financeira em Portugal.

Com a entrada na CEE, em 1986, a preocupação com a modernização do sistema financeiro foi evidente, não só por parte do poder político, mas também por parte dos intermediários financeiros, que foram confrontados com uma concorrência interna acrescida e com a perspectiva da liberalização do setor em consequência da entrada no mercado único. Para o aumento da concorrência, contribuiu o processo de privatizações, iniciado em 1988, que incluiu a maioria dos bancos que estavam na posse do Estado em resultado das nacionalizações de 1975.<sup>40</sup> Outro fator importante para o aumento da concorrência foi a introdução da figura de banco universal, que permitiu aos bancos alargarem o âmbito da sua atividade, reforçando a concorrência no setor bancário. Duas outras medidas que poderão ter igualmente contribuído para estimular a concorrência entre os bancos foram o fim do sistema de limites de crédito em 1991<sup>41</sup> e a redução da taxa de reservas obrigatórias de 17% para 2% a partir de novembro de 1994.

Ainda entre meados dos anos 1980 e 1992, com o objetivo de modernizar o sistema financeiro português e na sequência do processo de liberalização dos movimentos de capitais na União Europeia, foram implementadas várias medidas com implicações nos diferentes mercados. Nesse período, liberalizou-se o investimento efetuado em Portugal por não residentes e no exterior por residentes. Em outubro de 1987, as cotações deixaram

---

<sup>40</sup> As privatizações tiveram um papel muito importante na reestruturação do sistema financeiro nacional. Por outro lado, como veremos, o processo de privatizações teve um impacto muito significativo sobre o mercado de capitais.

<sup>41</sup> A fixação de limites imperativos ao crédito bancário havia sido abandonada no início de 1990.

de ser fixadas pelo Banco de Portugal para passarem a ser o resultado da evolução da procura e da oferta de divisas. Em 1984 teve início uma outra alteração importante do setor financeiro português: o processo de liberalização das taxas de juro, que, até então, eram fixadas administrativamente. Este processo estendeu-se por vários anos, tendo sido concluído apenas em 1992.<sup>42</sup>

No contexto da primeira fase da criação da União Económica e Monetária, ficou concluída, em dezembro de 1992, a liberalização dos movimentos de capitais. A decisão de participar na UEM teve implicações muito significativas na condução da política monetária. Para além do já referido fim do regime de desvalorizações deslizantes, os limites ao crédito foram substituídos por operações de mercado e a alteração da Lei Orgânica do Banco de Portugal reforçou a sua independência face ao poder político, limitou a possibilidade de financiamento monetário dos défices públicos e reforçou o papel de regulador e de supervisão do banco central.

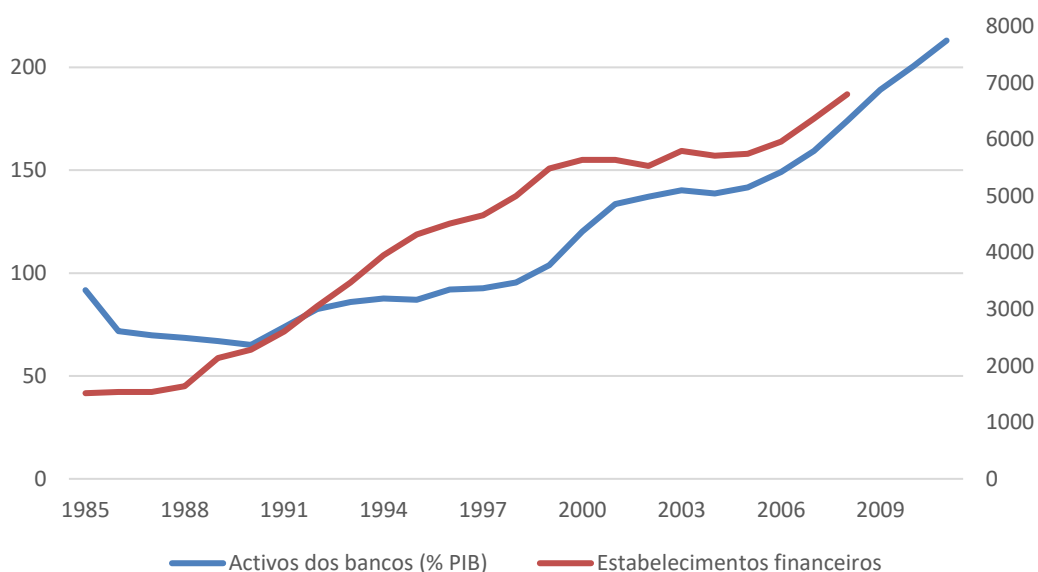
A participação na construção da UEM e o aprofundamento da integração financeira, com o objetivo de criar um mercado financeiro único na UE, tiveram também um forte impacto na atividade do setor bancário e no setor segurador. De facto, os bancos portugueses passaram a ter acesso ao mercado europeu nas mesmas condições que as instituições congéneres dos outros países membros da UE.

Uma das consequências foi uma alteração muito significativa na composição dos ativos dos bancos, com o peso dos empréstimos a aumentar de forma muito pronunciada entre 1995 e 2001 e o peso da dívida pública a diminuir. Do lado do passivo do balanço dos bancos destaca-se a diminuição do peso dos depósitos de clientes desde meados da década de 80. Esta alteração reflete mudanças na estrutura de financiamento dos bancos que, com a adesão ao euro, passaram a ter no mercado interbancário e na titularização de empréstimos hipotecários importantes fontes de financiamento. Num contexto de diminuição da taxa de poupança nacional, foram aquelas fontes de financiamento que permitiram canalizar as poupanças do exterior para financiar o investimento e o consumo. Outro fator que contribuiu para a diminuição do peso dos depósitos no passivo do balanço dos bancos foi o surgimento de novos instrumentos para a aplicação da poupança das famílias. Essa questão será discutida com maior detalhe no capítulo 5.

---

<sup>42</sup> Para uma descrição dos desenvolvimentos do sistema financeiro ver Antão *et al.* (2009) e Bação (1997).

Para ilustrarmos o extraordinário desenvolvimento do sistema financeiro português nas últimas décadas, utilizamos os ativos dos bancos em percentagem do PIB e o número de estabelecimentos de empresas do setor financeiro<sup>43</sup> – ver Figura 3.11.



**Figura 3.11:** Ativos dos bancos (% PIB) e número de estabelecimentos financeiros em Portugal

**Fonte:** Cihak *et al.* (2012) e Quadros de Pessoal.

A tendência crescente de ambos os indicadores mostra a mudança drástica que ocorreu no sistema financeiro português desde o final dos anos 80. De facto, excetuando um curto período entre o final dos anos 90 e o início do século XXI, ambos os indicadores aumentaram de forma ininterrupta até à crise financeira internacional.

Os ativos dos bancos aumentaram de 65% do PIB, em 1990, para 213% do PIB em 2011. Nesta tendência crescente, destaca-se o período entre 1996 e 2002, período no qual este indicador cresceu cerca de 50%. O indicador relativo ao número de estabelecimentos do setor financeiro apresenta um comportamento muito similar: passaram de 1533, em 1987, para aproximadamente 6800 em 2008 – um aumento de mais de 300%. Tal como aconteceu com o indicador dos ativos dos bancos, também o crescimento deste indicador

<sup>43</sup> O número de estabelecimentos de empresas do setor financeiro corresponde às CAE 64 – Atividades de serviços financeiros e 65 – Atividades financeiras e de seguros, e provêm da base de dados Quadros de Pessoal do Ministério da Economia do Emprego. Os dados foram recolhidos em 2011. As versões posteriores desta base de dados contêm alterações que dificultam a construção de uma série com dados mais recentes.



sofreu uma travagem entre o final da década de 90 e os primeiros anos do século XXI, tendo mesmo sofrido uma quebra nos anos de 2002 e de 2004.

O desenvolvimento do sistema financeiro foi acompanhado pelo aumento do endividamento das famílias, das empresas e do Estado. O aumento do endividamento é o resultado do encontro da procura e da oferta de crédito. A procura e a oferta de crédito refletem, respetivamente, as expectativas dos devedores e dos credores: sem uma expectativa otimista de ambas as partes relativamente à transação, esta não ocorreria. O sistema financeiro nacional foi um elemento fundamental na extensão da oferta de crédito. O seu desenvolvimento permitiu-lhe satisfazer o crescimento da procura e intermediar os fluxos de capitais vindos do exterior. O otimismo do lado da oferta relativamente ao endividamento português foi, portanto, tanto nacional como internacional. A disponibilidade de crédito a taxas de juro baixas validou o desejo de aumentar o endividamento por parte dos devedores portugueses, e diminuir a poupança no caso das famílias e do Estado.

#### **3.3.4. O Estado**

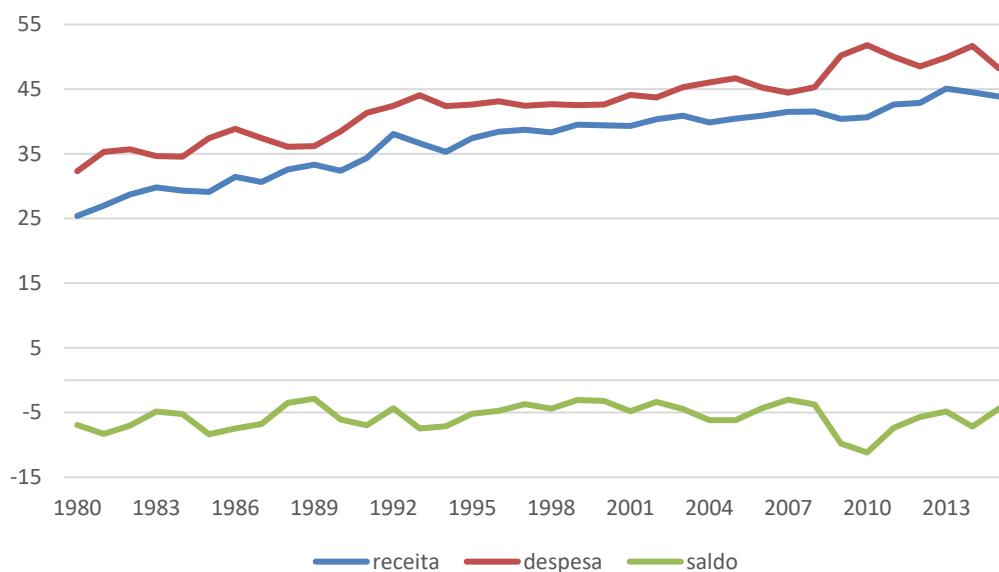
A expansão da atividade do Estado, em particular do Estado Social, tornou o Estado um elemento central e onnipresente na economia portuguesa, quer pela despesa que direta ou indiretamente controla, quer pelos recursos que exige à sociedade, sob a forma de impostos, taxas e outras, quer ainda pela dívida pública que emite quando os impostos e afins são insuficientes, como tem sido sempre o caso. A crise da dívida soberana que afeta a economia portuguesa é, em grande medida, o resultado do peso que o Estado assumiu e da forma como o seu crescimento foi financiado, recorrendo à dívida pública *stricto sensu*, esquemas de *leasing*, parcerias público-privadas ou outras formas contabilísticas de diferimento das despesas.<sup>44</sup>

O saldo orçamental foi sempre negativo (e a poupança do Estado quase sempre negativa) nas últimas três décadas. Na Figura 3.12, para além do défice, estão também representadas as receitas e as despesas em percentagem do PIB – ambas aumentaram, entre 1980 e 2010, cerca de 15 pp, atingindo, respetivamente, cerca de 40% e 50% do PIB.

---

<sup>44</sup> Para uma análise do papel do Estado na crise da economia portuguesa ver, por exemplo, o livro de Alexandre, Aguiar-Conraria e Bação, *Crise e Castigo – Os desequilíbrios e o resgate da economia portuguesa*.

O aumento do peso das despesas e das receitas no PIB acelerou a partir do final dos anos 80 e durante a década de 90.<sup>45</sup>



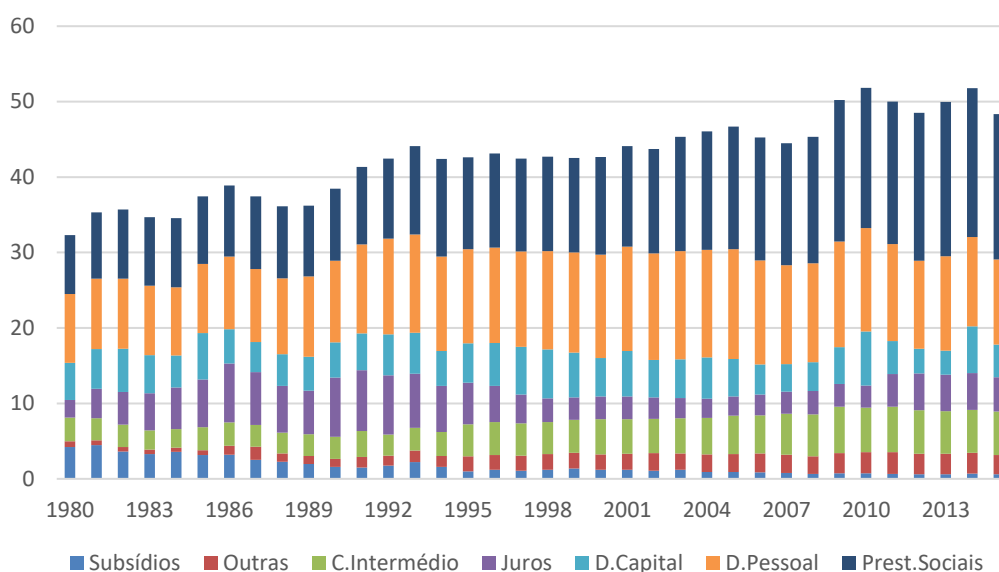
**Figura 3.12:** Receitas, despesas e saldo orçamental (% PIB)

**Fonte:** AMECO.

Na evolução da despesa pública, destacou-se o aumento das despesas com as prestações sociais – ver Figura 3.13. A outra grande componente da despesa pública são as remunerações pagas pelo Estado, cujo peso no PIB aumentou de 10% em 1988 para cerca de 15% em 2005, tendo diminuído claramente a partir de 2010, sendo apenas 11% em 2015. O conjunto formado pelas despesas com subsídios, consumo intermédio e outras despesas correntes manteve um peso estável, cifrando-se em cerca de 8% do PIB. No entanto, tal estabilidade do conjunto resulta da diminuição do peso dos subsídios e do aumento do peso do consumo intermédio e das outras despesas correntes. O peso dos juros aumentou ao longo da década de 80, atingindo 8% do PIB em 1991. A diminuição da taxa de juro no decurso do processo de estabilização nominal fez diminuir bastante aquele peso, em 2005 foi 3% do PIB. Com a crise da dívida, o peso dos juros voltou a subir significativamente, tendo sido em média 4,7% no período 2011-2015. A despesa de capital apresentou um comportamento algo irregular nos últimos anos, resultante da coexistência

<sup>45</sup> Convém notar que com a reforma fiscal de 1988/1989 os funcionários públicos passaram a pagar imposto sobre os salários. Como refere o Ministro das Finanças à altura da reforma, Miguel Cadilhe, “A despesa (tal como a receita) deu, então, um salto que permanece pelos anos fora – razão por que a comparação inter-anos não deverá ser feita sem cuidar desta alteração.” (Cadilhe, 2005, p. 129).

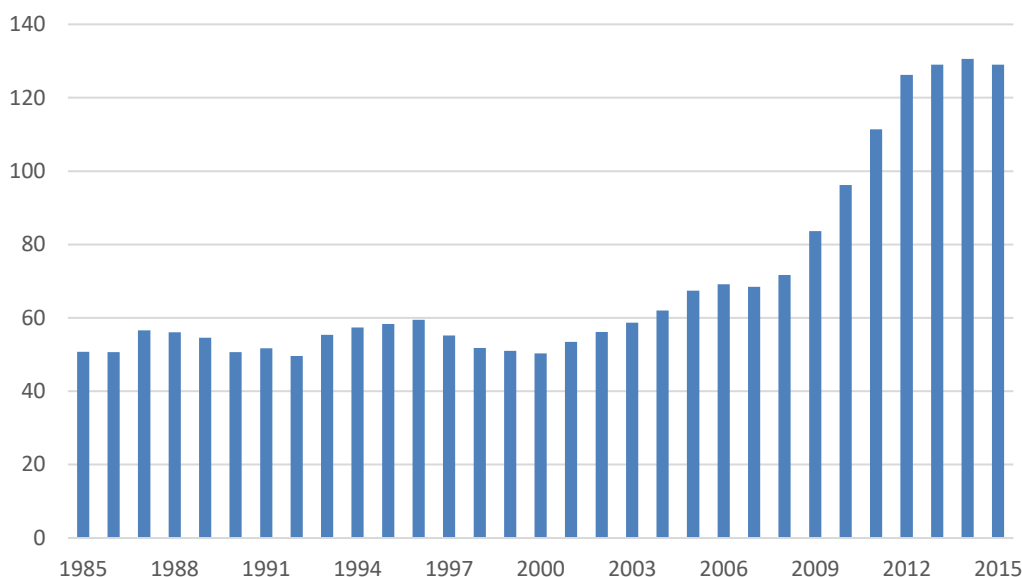
de uma tendência para a compressão do investimento público (com a exceção de 2009-2010) com a necessidade de fazer transferências para empresas públicas e para o setor financeiro.



**Figura 3.13:** Despesa pública (% PIB)

**Fonte:** AMECO.

Uma das consequências do aumento da despesa pública acabaria por ser o aumento da dívida pública – ver Figura 3.14. Foi no início do século XXI que a tendência crescente da dívida pública (em percentagem do PIB) se tornou clara, isto é, depois de terminado o esforço para cumprir os critérios de Maastricht que permitiram a adesão ao euro. Efetivamente, a evolução da dívida pública em percentagem do PIB pode ser dividida em três períodos. Até 1992, a dívida pública diminuiu em resultado do forte crescimento do PIB nominal, de excedentes primários e das receitas das privatizações. Entre 1992 e 2000, a dívida pública manteve-se estável em resultado da redução das taxas de juro e ainda das receitas das privatizações. Finalmente, desde 2001, o fraco crescimento do PIB nominal e os elevados défices primários conjugaram-se para colocar a dívida pública numa trajetória que se revelaria insustentável, culminando com um pedido de resgate à *troika*.



**Figura 3.14:** Dívida pública (% PIB)

**Fonte:** Cálculos dos autores com base em dados do IGCP e da AMECO.

### Estado Social e poupança

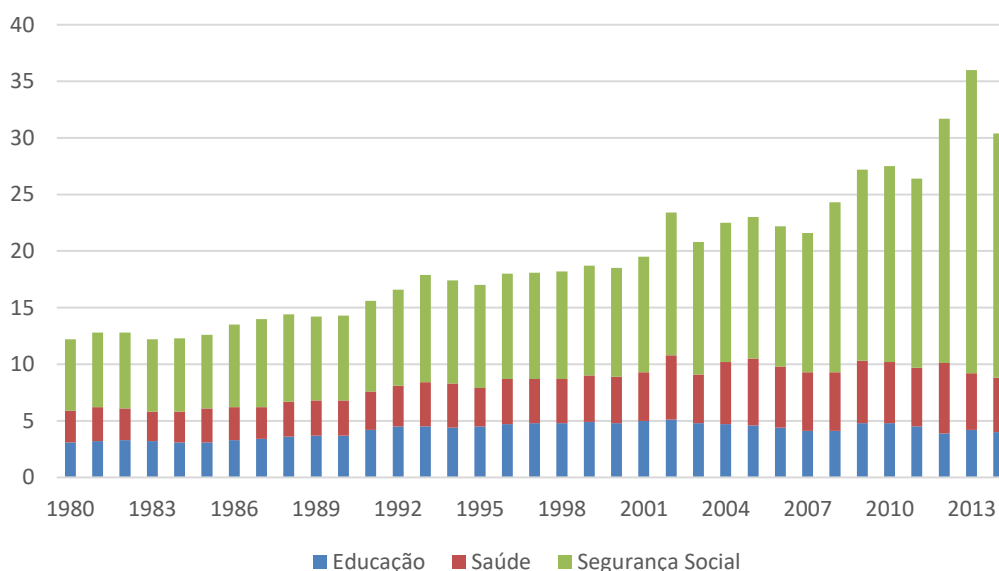
Como vimos, o aumento da despesa pública resultou essencialmente do aumento da despesa com prestações sociais. O aumento das prestações sociais está associado ao aprofundamento do Estado Social que ocorreu neste período, incluindo a universalização no acesso à educação e à saúde e a garantia de pensões de reforma.<sup>46</sup> O desenvolvimento do Estado Social é outro fator que pode ajudar a explicar a quebra da taxa de poupança das famílias em Portugal. De facto, um nível elevado de benefícios/prestações sociais pode eliminar ou reduzir a necessidade de acumulação de riqueza pelas famílias, levando estas a poupar menos – por exemplo, Martin Feldstein (1980), usando dados para vários países da OCDE, concluiu que a introdução ou o aumento das pensões de reforma provocaram uma diminuição muito significativa na poupança. Voltaremos com detalhe a este tema no capítulo 7 deste trabalho, onde discutimos o efeito das políticas públicas na poupança.

A tendência de aumento da componente social da despesa não é um fenómeno exclusivamente português. De acordo com um estudo da OCDE (Adema e Ladaique, 2009), em média, as despesas sociais do Estado nos países da OCDE aumentaram de 16% do PIB, em 1980, para 21% em 2005. Destas despesas, as pensões de reforma e as despesas do Estado em saúde, que representavam, respetivamente, 7% e 6% do PIB, são

<sup>46</sup> Para uma avaliação do impacto dos sistemas de segurança social na taxa de poupança ver, por exemplo, Callen e Thimann (1997).

as mais importantes. Para Portugal, em 2005, as despesas do Estado em educação, saúde e segurança social representavam, respetivamente, 4,6%, 5,9% e 12,5%, ou seja, 23% do PIB. De acordo com estes dados, as despesas em saúde e educação representam aproximadamente 20% da despesa corrente do Estado Português, tendo dado um importante contributo para o crescimento da despesa pública.<sup>47</sup>

A Figura 3.15 mostra o comportamento destas despesas no caso português. O crescimento das despesas com a saúde foi muito significativo, tendo passado de 2,8% do PIB, em 1980, para 5,4% do PIB em 2010. Esta evolução é um reflexo da implementação do Sistema Nacional de Saúde, cujo objetivo é garantir o acesso universal aos cuidados de saúde. Contudo, fatores como o envelhecimento da população portuguesa e alterações tecnológicas influenciaram também o aumento significativo das despesas do Estado em saúde.



**Figura 3.15:** Despesas do Estado em Educação, Saúde e Segurança Social (% PIB)

**Fonte:** PORDATA.

Também as despesas do Estado em educação, com o alargamento da rede de ensino básico, secundário e superior, aumentaram de forma quase contínua nas últimas décadas. Entre 1980 e 2010, as despesas do Estado em educação em percentagem do PIB aumentaram de cerca de 3,1% para 4,8%.

<sup>47</sup> Ver a este propósito Braz *et al.* (2009).

É natural que a garantia de acesso a cuidados de saúde e a oferta de ensino público, nos seus diferentes níveis, bem como a existência de apoios sociais aos estudantes, tenham reduzido a necessidade de poupança das famílias, que passaram a esperar poder contar, em caso de necessidade, com esses serviços a preços simbólicos. Deste modo, também neste contexto as expectativas foram importantes. Essas expectativas foram ainda reforçadas pelo facto de não ser então previsível que um Estado da área do euro viesse a ter problemas com o refinanciamento da sua dívida e que, em consequência, políticas de austeridade viessem a pôr em causa a extensão da provisão pelo Estado desses serviços. A desvalorização da importância dos desequilíbrios externos e dos riscos associados ao endividamento – como vimos no capítulo 2 – foi interiorizada pelos agentes económicos, tanto nacionais como estrangeiros.

A ação do Estado não afetou só o comportamento das famílias; também o comportamento das empresas se ajustou aos desígnios e às orientações estatais, quando não influenciou esses desígnios e essas orientações.<sup>48</sup> O recurso a, por exemplo, parcerias público-privadas permitiu ao Estado fazer investimentos diferindo a assunção dos custos. No imediato, os custos eram suportados pelas empresas, possivelmente endividando-se para tal e apresentando à banca o envolvimento do Estado como prova da qualidade do crédito.

Outro elemento fundamental a ter em conta na análise das despesas do Estado Social, em especial da segurança social, é a estrutura demográfica da população. No caso português, a evolução dos indicadores demográficos é preocupante e passível de causar mais dificuldades ao Estado Social. Com efeito, o peso da população em idade ativa (entre 15 e 64 anos) está a diminuir desde 1999. Esta diminuição reflete uma tendência ainda mais antiga de redução da proporção de jovens na população portuguesa, que em 2010 era apenas 15%, e de aumento do peso dos idosos, que representavam 18% da população naquele ano. Se, por um lado, este aumento do peso dos idosos resulta do aumento da longevidade dos indivíduos, mercê das melhores condições de vida e de acompanhamento médico, por outro lado, confrontado com a redução da taxa de fertilidade em Portugal (uma

---

<sup>48</sup> Alexandre, Aguiar-Conraria e Bação (2016) atribuem grande importância à relação entre o sector privado e o sector público na gestão da crise portuguesa. Por exemplo, na página 94 lê-se: «Como referiu José Ferreira Machado, da Universidade Nova de Lisboa, numa entrevista em Janeiro de 2015 à Rádio Renascença, trata-se de um “capitalismo antiliberal porque protege os que estão instalados. É o contrário do capitalismo porque destrói a força criadora e as novas oportunidades. O sistema que vivemos era esse capitalismo de Estado, e isso era muito mau.” Ferreira Machado vê na derrocada do Grupo Espírito Santo, o “epítome do capitalismo de estado”, a mais importante reforma do sistema económico português.»

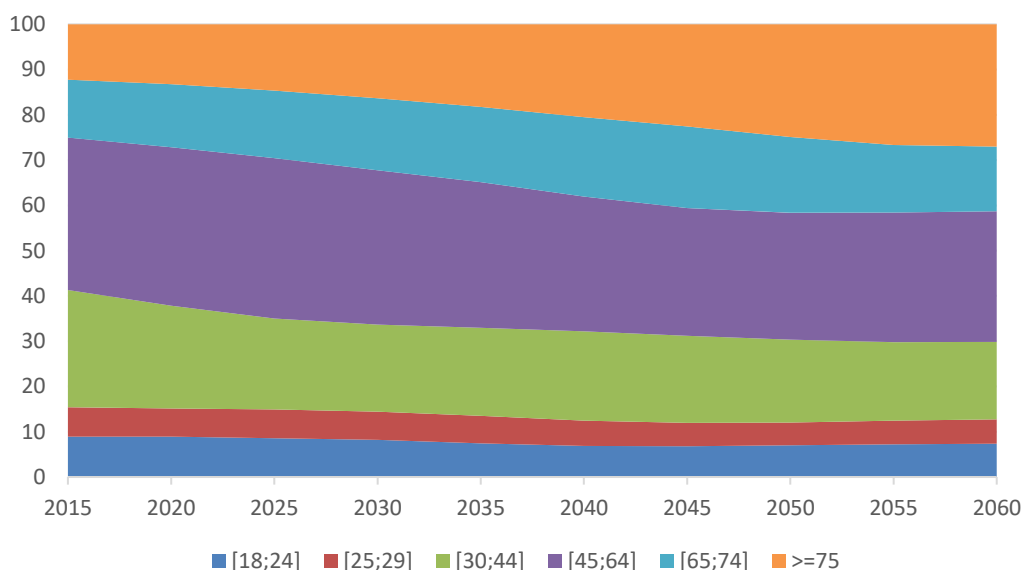
das mais baixas da Europa), coloca enormes desafios ao financiamento do sistema de segurança social. A próxima secção analisa o problema demográfico português.

### **3.4. Demografia e desempenho macroeconómico**

A dinâmica demográfica dos países desenvolvidos aponta para uma redução significativa da população e para o seu envelhecimento. As projeções são tão dramáticas que a *Oxford Review of Economic Policy* lhe dedicou um número completo em 2010, com sete trabalhos de investigação sobre este assunto. Logo no primeiro artigo, da autoria de David Bloom, David Canning e Günther Fink, professores na Universidade de Harvard, é-nos dito que o envelhecimento da população a nível mundial é de tal forma inusitado que não há qualquer precedente histórico que nos possa guiar na avaliação das implicações económicas e de política a longo prazo. É também importante referir que Portugal se encontra no grupo de países em que essas tendências são mais pronunciadas.

A população portuguesa está, desde 2010, numa trajetória decrescente, fruto dos efeitos cumulativos de um número de óbitos maior do que o de nascimentos e de saldos migratórios negativos. A taxa de natalidade situa-se entre as mais baixas da UE: o índice sintético de fecundidade apresenta uma tendência decrescente desde os anos 60 (quando era superior a 3), situando-se atualmente em 1,3. As projeções do INE para a evolução da população portuguesa preveem uma redução muito significativa, podendo aquela, em 2060, situar-se entre os 6,3 milhões (cenário pessimista) e os 9,2 milhões (cenário otimista). Esta redução da população é acompanhada de um significativo envelhecimento, como se pode ver na Figura 3.16, calculado com base no cenário central das projeções do INE (cenário que considera que a população total será de 8,6 milhões em 2060).

Para esta alteração da estrutura etária há duas causas principais. O baixo índice de fecundidade, que atualmente é de 1,3 e que se projeta que aumente para 1,6 em 2060 – lembre-se que o valor de referência para haver renovação de gerações é um valor ligeiramente superior a 2 – e o aumento da esperança média de vida, que deve aumentar dos atuais 77 e 83 anos para 84 e 90 anos, para homens e mulheres, respetivamente.



**Figura 3.16:** Projeções demográficas para Portugal

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

Em todos os escalões etários até aos 44 anos espera-se um decréscimo constante da população. Mesmo no escalão dos [45,64] espera-se uma redução a partir de 2025. Os únicos escalões a crescer consistentemente são os que correspondem a uma idade superior a 65, sendo particularmente forte o crescimento do número de pessoas com mais de 85 anos. Entre 2015 e 2050, a percentagem da população com 65 anos ou mais vai aumentar dos atuais 21%, um valor, já de si, historicamente muito elevado, para 36% (representando um aumento de 73%).

Necessariamente, estas mudanças demográficas terão fortes implicações macroeconómicas, nomeadamente no crescimento económico, na fiscalidade e na despesa pública, na Segurança Social, na estrutura do consumo e na poupança.

O impacto de primeira ordem do envelhecimento populacional é a redução da população ativa e do número de trabalhadores. No curto prazo, esse efeito pode ser compensado por uma redução do desemprego, mas no longo prazo é incontornável. Havendo menos trabalhadores a produção será ainda menor, salvo se a produtividade crescer rapidamente. O Banco de Portugal avalia o impacto das alterações demográficos no crescimento da economia portuguesa, no Boletim Económico de Outono de 2015, seguindo uma metodologia da Comissão Europeia. De acordo com os seus cálculos, o impacto direto da demografia traduzir-se-á em 2050 num PIB *per capita* 20% inferior. Este efeito demográfico negativo é compensado, em parte, por um efeito positivo do aumento do nível de educação dos trabalhadores.



O efeito descrito no parágrafo anterior é um efeito direto, ou de primeira ordem, das alterações demográficas projetadas. No entanto, são de esperar mais efeitos. Por exemplo, é sabido que as principais inovações, sejam tecnológicas, sejam de gestão ou de negócios, são protagonizadas por pessoas que estão entre os 20 e os 45 anos de idade. E, como se pode ver no gráfico anterior, estes grupos etários sofrerão fortes reduções nos próximos anos. Estimar o impacto destas alterações demográficas na geração de novas ideias e o impacto destas no crescimento económico não é, obviamente, uma tarefa fácil, mas foi a isso mesmo que se propuseram Yunus Aksoy, Tobias Grasl e Ron P. Smith (da Universidade de Londres) conjuntamente com Henrique Basso (do Banco de Espanha). Estes autores não fazem projeções para as próximas décadas, mas as estimações que fazem são suficientemente elucidativas. De acordo com os seus cálculos, Portugal entre 2010 e 2020 vai crescer menos 0,8 pontos percentuais ao ano do que cresceria se a estrutura demográfica da população se mantivesse constante.

Como explica um relatório de 2015 do FMI, que tem Vítor Gaspar como um dos coautores, o envelhecimento da população também será um desafio para as finanças públicas. Fará aumentar a pressão em certas áreas da despesa do Estado, nomeadamente na saúde. O efeito nas despesas de saúde dos avanços tecnológicos que são anunciados quase todos os dias não é claro. O investimento em investigação na área da medicina não para de aumentar, quer pelo desafio que o envelhecimento coloca para a preservação da qualidade de vida das pessoas, quer pelo aumento de mercado que as empresas antecipam. As novas tecnologias e tratamentos podem agravar os custos, mas avanços na área da “medicina personalizada e de precisão” podem resultar em tratamentos mais eficientes e eficazes, com benefícios para as pessoas e para os orçamentos dos Estados. Na área da educação, os mesmos fatores, baixa natalidade e inovação tecnológica, poderão aliviar a pressão orçamental. No entanto, é importante realçar que, de acordo com as projeções de crescimento para as próximas décadas feitas pelo Banco de Portugal, o investimento em capital humano é essencial para contrariar o impacto negativo do envelhecimento. Do lado da receita, os impactos negativos da demografia no crescimento económico serão transferidos para um fraco crescimento das receitas fiscais, ao mesmo tempo que dificultam uma redução do rácio da dívida pública em relação ao PIB.

O desafio que o envelhecimento populacional coloca sobre um sistema de Segurança Social far-se-á sentir em múltiplas dimensões: (1) Haverá cada vez mais pensionistas, colocando assim pressão no lado das despesas; (2) haverá cada vez menos trabalhadores no ativo, pressionando assim negativamente as receitas; (3) o crescimento económico que seria um substituto da redução da população ativa é, como vimos, afetado pela sua diminuição; e (4) com o aumento do peso eleitoral das faixas mais velhas da população

será cada vez mais difícil que haja força política para fazer mudanças que sejam necessárias para garantir a sustentabilidade do sistema.

Finalmente, e tendo em conta o objeto deste estudo, a estrutura demográfica da população é um importante determinante da poupança. Milton Friedman, prémio Nobel da Economia, num artigo de 1957, analisou o comportamento de um indivíduo que toma as decisões de consumo tendo em conta não só o seu rendimento corrente, como no modelo *keynesiano*, mas também a sua riqueza, o seu rendimento futuro e o conflito entre as possibilidades de consumo no presente e no futuro. Friedman concluiu que o consumo deveria depender do “rendimento permanente” do indivíduo, isto é, duma função dos rendimentos, descontados para o presente, que o indivíduo espera vir a receber durante a sua vida. Franco Modigliani, também distinguido com o prémio Nobel da Economia, sugeriu, em parceria com os seus co-autores Richard Brumberg e Albert Ando, um modelo similar. Porém, acrescentaram à perspetiva intertemporal de Friedman um perfil de rendimento ao longo da vida (finita) do indivíduo — dando origem à “hipótese do ciclo de vida”. Segundo esta, o rendimento dos indivíduos tende a comportar-se como um U invertido, sendo baixo no início da vida ativa, alto na fase intermédia/final e muito baixo na reforma. Ao mesmo tempo, o indivíduo querará manter um nível de consumo razoavelmente estável, de forma similar ao que acontece na teoria de Friedman. Este modelo origina assim um comportamento particular da poupança: será baixa ou negativa na fase inicial da vida ativa, será alta na fase intermédia/final e será negativa durante a reforma, quando o indivíduo recorrer às poupanças acumuladas anteriormente para manter o seu nível de consumo (embora o desejo de deixar uma herança para os descendentes possa alterar o comportamento dos mais idosos). A hipótese do ciclo de vida sugere que as gerações mais novas e as gerações mais idosas terão taxas de poupança mais baixas do que as gerações intermédias. Deste modo, o peso de cada geração na estrutura etária poderá influenciar a taxa de poupança: uma sociedade muito jovem ou muito idosa deverá ter taxas de poupança agregada mais baixas. A teoria do ciclo de vida diz-nos que é durante a idade ativa que as pessoas acumulam poupanças que irão gastar quando estiverem reformadas, altura em que consumirão a riqueza acumulada.

No entanto, as implicações da teoria do ciclo de vida para o comportamento de poupança têm de ser adaptadas para considerarem a existência de sistemas de segurança social, incerteza em relação ao final da vida – que tem vindo a aumentar com os aumentos da esperança média de vida -, alterações na idade de reforma, ou o desejo de deixar heranças aos descendentes.

A esperança de vida após a reforma é uma variável muito importante para compreendermos o comportamento de poupança das famílias. Por exemplo, alguns

autores – ver, por exemplo, Kirsanova e Sefton (2007) – atribuem parte da diferença entre a taxa de poupança das famílias americanas e europeias ao facto de as primeiras permanecerem no mercado de trabalho, em média, mais seis anos, reduzindo assim a necessidade de acumulação de poupança para o período de reforma. Como vimos no capítulo 2, Axel Gottfries e Coen Teulings (2015), num estudo sobre a estagnação secular, associam o aumento da esperança média de vida ao aumento da propensão a poupar, quando aquele não é acompanhada do aumento da idade de reforma. No capítulo 4, analisaremos a comportamento da poupança e a estrutura do endividamento das famílias por faixa etária. Essa análise será utilizada no capítulo 7, dedicado às políticas públicas, para extrapolar o comportamento da poupança e o peso do endividamento nos diferentes escalões etários para a próxima década.

Como explicam David Bloom, David Canning e Günther Fink, os desafios colocados pelas previsíveis transições demográficas não são insuperáveis, mas são monumentais. Uma forma de mitigar os efeitos desta transição é, obviamente, mitigar a própria transição. Isso pode ser conseguido permitindo mais imigração de pessoas em idade ativa. Neste momento, as universidades públicas portuguesas recebem alguns estudantes internacionais em troca de propinas mais elevadas. Uma política que consiga prender estes jovens a Portugal será uma forma de mitigar o inverno demográfico que enfrentamos.

Um documento da OCDE, publicado em 2014, detalha algumas das previsíveis vantagens da imigração. Nomeadamente, além de aumentarem a população ativa, muitas vezes os imigrantes preenchem importantes nichos no mercado de trabalho, aumentam a flexibilidade do mercado de trabalho, contribuem para aumentar o capital humano e, particularmente importante, a experiência norte-americana mostra que o progresso tecnológico é fortemente acelerado com imigrantes altamente qualificados.

### **3.5. Conclusão**

Neste capítulo fizemos o enquadramento macroeconómico do declínio da poupança em Portugal. Esse enquadramento distinguiu dois períodos. O primeiro, até ao início do século XXI, foi de grande sucesso, com taxas de crescimento elevadas e o alcançar do objetivo da estabilidade nominal, que permitiu a Portugal fazer parte do grupo fundador da área do euro. O período que se seguiu acabou por ser, no seu conjunto, um período de estagnação: o crescimento, fraco nos anos anteriores à crise da dívida, foi eliminado após o início dessa crise.

O sucesso do período inicial originou expectativas otimistas quanto ao futuro da economia e à possibilidade de, recorrendo ao aumento da dívida pública, manter o crescimento da despesa pública, nomeadamente das despesas de cariz mais social, que substituem a despesa privada correspondente e que representam ganhos significativos na qualidade de vida da população. As expectativas mantiveram-se otimistas, mesmo na fase de abrandamento do crescimento. Note-se que o otimismo existiu tanto do lado da procura como do lado da oferta de crédito — que conheceu grande desenvolvimento ao longo de todo o período—, o que permitiu continuar a aumentar o endividamento num contexto que se revelaria ser de estagnação.

Em paralelo com o aumento do endividamento registou-se uma diminuição da taxa de poupança, consequência, em grande parte, de o consumo das famílias ter crescido mais do que o seu rendimento. Do ponto de vista do país, o aumento do endividamento acabou assim por corresponder ao aumento do endividamento externo, colocando o sistema financeiro português na dependência do financiamento obtido nos mercados internacionais, o que viria a ser decisivo para a eclosão da crise da dívida, na sequência da crise financeira internacional.

No decurso da crise financeira internacional, as taxas de juro aumentaram, a taxa de crescimento do PIB assumiu valores inusitadamente negativos e o défice orçamental disparou — ver Alexandre *et al.* (2009b). Inevitavelmente, o rácio da dívida pública, que já estava numa rota muito perigosa, tomou uma trajetória insustentável que, perante mercados financeiros internacionais desconfiados, culminou na crise da dívida soberana.

A eliminação do défice externo tem sido apontada como o grande sucesso do programa de ajustamento em Portugal. No entanto, os níveis de endividamento são ainda muito elevados, pelo que é necessário manter o esforço de controlo do défice e de redução da dívida, tanto pública como privada. Um aumento da taxa de poupança seria importante para permitir substituir endividamento externo por endividamento interno e assim diminuir a dependência de Portugal face aos credores internacionais, dependência que nos coloca perante a possibilidade de uma nova paragem dos fluxos de financiamento.

Uma dificuldade adicional neste processo será a evolução demográfica. As previsões para Portugal apontam para um envelhecimento rápido da população, que colocará ainda mais pressão sobre as despesas públicas com a saúde e com a segurança social.

A nossa discussão da crise portuguesa coloca a tónica no papel da diminuição da poupança. A análise do *Independent Evaluation Office do FMI* (Eichenbaum, Rebelo e Resende, 2016) realça o facto de o próprio FMI ter mudado de opinião, entre 2001 e 2005, sobre os riscos associados aos desequilíbrios externos da economia portuguesa. Em 2001,

o FMI alertava para a necessidade de controlar o défice orçamental e para os problemas que a redução da taxa de poupança, associada a défices externos elevados, em conjunção com o baixo crescimento da economia, poderiam colocar ao sector financeiro. Em 2005, o mesmo FMI desvalorizava o papel da diminuição da taxa de poupança e salientava em vez disso a relação entre os desequilíbrios externos e uma eventual perda de competitividade da economia portuguesa. O relatório de Eichenbaum *et al.* (2016) é desfavorável a esta visão da crise portuguesa, validando a importância que aqui damos ao comportamento da poupança em Portugal.

## 4. Poupança e endividamento das famílias

No capítulo anterior enquadrámos o comportamento da poupança no contexto da evolução da economia portuguesa desde meados dos anos 1980. Nesse período a poupança apresentou uma tendência decrescente. Apesar de termos concluído que o Estado contribuiu negativamente para a poupança nacional (exceto em 1988/89 e nos anos que antecederam a entrada no euro), verificámos que a tendência decrescente da taxa de poupança da economia portuguesa se deve ao comportamento do setor privado.

Assim, neste capítulo analisaremos com mais detalhe o comportamento da poupança das famílias, procurando relacionar o comportamento observado com as teorias fundamentais do consumo e da poupança. Começaremos por situar o comportamento da poupança das famílias portuguesas no contexto internacional e discutir a sua relação com a evolução do rendimento e do consumo. Para a redução da poupança em Portugal muito contribuiu a maior facilidade de acesso ao crédito. Assim, na secção 4.2, analisaremos o endividamento das famílias, dando particular atenção à repartição do crédito por finalidade e à caracterização demográfica das famílias que recorrem ao crédito. A secção 4.3 analisa os aforradores, relacionando a poupança das famílias com o rendimento e com o escalão etário. Finalmente, a secção 4.4 discute as causas da diminuição da poupança das famílias em Portugal do ponto de vista macroeconómico.

### 4.1. Poupança ou consumo

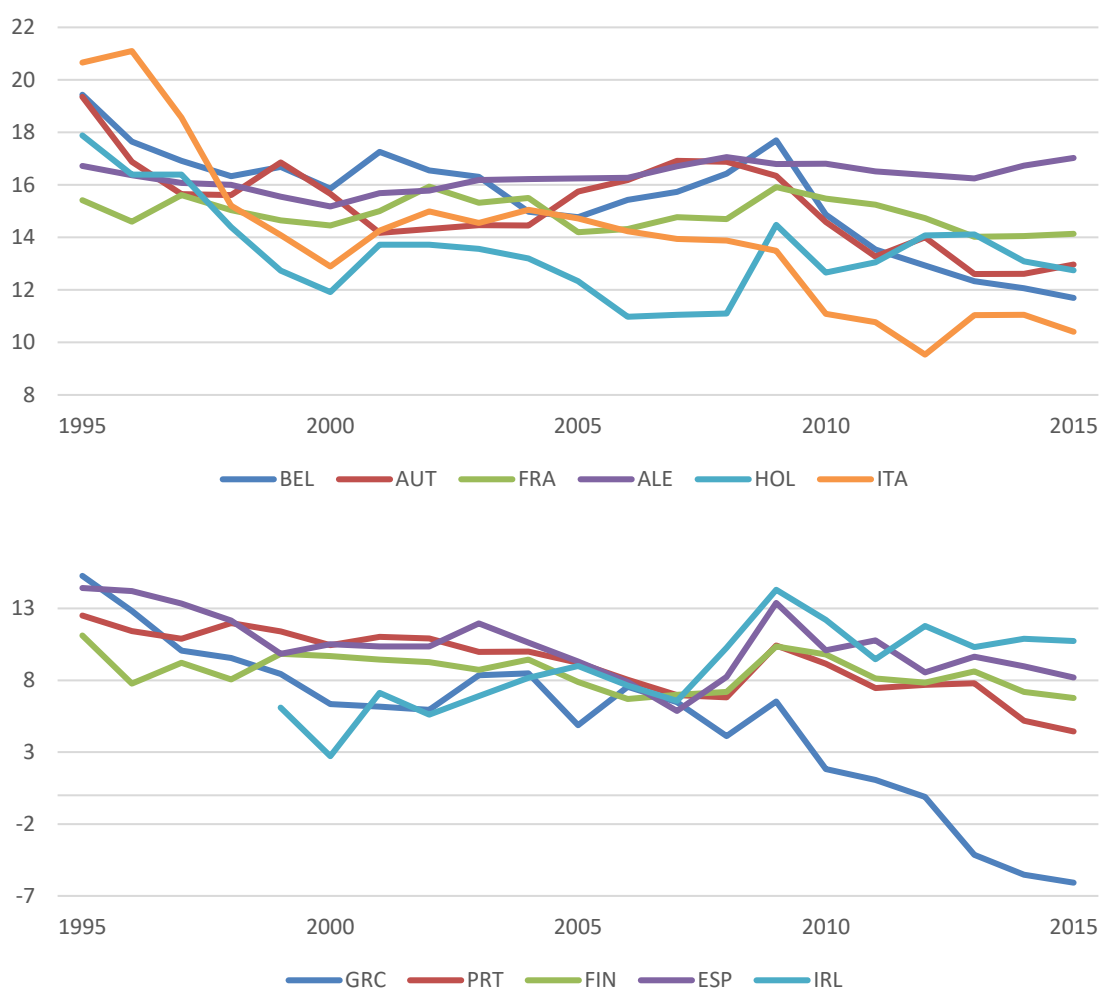
Na Figura 4.1, apresentamos a evolução da taxa de poupança das famílias, em percentagem do seu rendimento disponível, nos países fundadores do euro.<sup>49</sup> Dividimos os países em dois grupos: um grupo com taxas de poupança mais elevadas (e mais estáveis), e um grupo com taxas de poupança mais baixas. O segundo grupo inclui os países mais afetados pela crise do euro (Portugal, Grécia, Irlanda e Espanha), aos quais se junta a Finlândia, que se destaca por ter a taxa de poupança mais estável deste grupo.

A taxa de poupança das famílias portuguesas encontra-se, portanto, entre as mais baixas da zona euro a 12 e é também das que mais diminuíram neste período (de 12,5%, em 1995, para 3,8% em 2015). Em geral, nos últimos anos apenas a Grécia tem apresentado uma taxa de poupança das famílias mais baixa do que Portugal, sendo mesmo negativa desde 2012. Entre 1995 e 2015, a taxa de poupança das famílias italianas também diminuiu

---

<sup>49</sup> Excluimos o Luxemburgo da nossa análise por ter informação mais irregular.

mais do que a das portuguesas, de tal modo que o comportamento da poupança das famílias italianas desde 2010 acaba por se aproximar do comportamento do grupo representado no segundo gráfico da Figura 4.1. Fora da área do euro, note-se que as famílias do Reino Unido têm uma taxa de poupança com um comportamento muito próximo do comportamento da poupança das famílias portuguesas. Em face disto, embora haja motivos para preocupação — conforme discutimos nos capítulos anteriores —, a evolução da taxa de poupança das famílias portuguesas não é um caso isolado no panorama internacional.



**Figura 4.1:** Poupança das famílias em percentagem do seu rendimento disponível

**Fonte:** AMECO.

## O que explica o comportamento da poupança das famílias

A escolha entre poupar e consumir é uma das mais importantes para o bem-estar das famílias ao longo da vida. A teoria económica e as análises empíricas explicam a poupança das famílias pelo desejo destas manterem um padrão de consumo estável ao longo da sua vida (em particular, após o fim da vida ativa), pelo desejo de acumularem heranças para os descendentes, por precaução para enfrentarem quebras no rendimento em relação às quais há incerteza e, ainda, para a aquisição de bens duradouros ou de habitação.

Sendo a poupança a diferença entre o rendimento disponível e o consumo, as teorias da poupança são a outra face das teorias do consumo. A teoria do consumo mais simples e intuitiva foi proposta por John Maynard Keynes (1936). Segundo Keynes, o consumo obedece a uma “lei psicológica fundamental”, de acordo com a qual o consumo aumenta quando o rendimento aumenta, mas o aumento do consumo é inferior ao aumento do rendimento. O debate sobre a “estagnação secular”, referido no capítulo 2, assenta na ideia de que a procura tenderá a crescer pouco relativamente à capacidade produtiva, o que originará a estagnação do crescimento económico, salvo se, por exemplo, o Estado suprir a deficiência da procura, aumentando a sua intervenção na economia. Ao supor que o consumo cresce menos do que o rendimento, a teoria keynesiana do consumo suporta a possibilidade da emergência de uma estagnação secular. Porém, esta versão simples da teoria keynesiana do consumo, embora constitua uma primeira aproximação aceitável em certas circunstâncias, não fornece uma explicação adequada do comportamento do consumo observado nos dados relativos a períodos temporais mais longos. Apesar de não ser uma demonstração conclusiva, a própria Figura 4.1 exemplifica o motivo pelo qual se diz que a versão básica da teoria keynesiana do consumo falha quando confrontada com dados de prazo mais longo: a teoria prevê um aumento da taxa de poupança à medida que o rendimento aumenta, mas a Figura 4.1 mostra a taxa de poupança genericamente estável (primeiro grupo de países) ou decrescente (segundo grupo de países).

No entanto, a teoria keynesiana do consumo aparenta ser útil no curto prazo. Por exemplo, a teoria keynesiana sugere a possibilidade de existir um “paradoxo da poupança”: uma situação em que a tentativa, por parte de cada agente, de aumentar a poupança acaba por, no agregado, conduzir a uma diminuição da poupança. A tentativa de aumentar a poupança implica uma redução da procura de bens de consumo, o que, no modelo keynesiano, origina uma diminuição da produção e, portanto, do rendimento gerado na economia, acabando por haver menos rendimento para poupar. A visão keynesiana contrária, por exemplo, a hipótese da “austeridade expansionista”, segundo a qual a redução da despesa pública, com vista a reduzir o défice orçamental, será bem-vista pelos mercados e pelos



investidores, estimulando o investimento privado, o que compensará a redução da despesa pública. A experiência portuguesa (e de certa forma a grega, embora o caso grego tenha diferenças importantes) contradiz a tese da “austeridade expansionista”, sendo mais compatível com as previsões de curto prazo do modelo keynesiano. O capítulo 9 de Alexandre, Aguiar-Conraria e Bação (2016) discute este tema com mais detalhe.

As dificuldades empíricas do modelo keynesiano simples conduziram à apresentação de novas propostas para a modelação do comportamento do consumo, destacando-se as de Milton Friedman e de Modigliani e Ando, referidas no capítulo 3. Estas propostas atribuem grande importância aos rendimentos que os indivíduos esperam vir a receber ao longo da sua vida. Por consequência, estes modelos dão destaque ao papel das expectativas na determinação do consumo e da poupança. Um indivíduo que espere vir a receber rendimentos mais elevados no futuro do que no presente, quererá consumir mais hoje por conta desses rendimentos futuros. Assim, além da riqueza e das expectativas, a impaciência do indivíduo e o custo da antecipação do consumo (a taxa de juro) serão fatores que influenciarão as decisões de poupança. Adicionalmente, como vimos no capítulo 3, a própria estrutura demográfica da população influenciará a taxa de poupança: de acordo com o modelo do ciclo de vida de Modigliani e Ando, os indivíduos na meia-idade deverão ter taxas de poupança mais elevadas.

Também no caso do modelo do rendimento permanente/ciclo de vida os resultados empíricos não são totalmente favoráveis. Uma possível explicação reside na existência de restrições de liquidez (dificuldades de acesso ao crédito) que impedem a antecipação do consumo quando o indivíduo espera que o seu rendimento venha a aumentar. Uma explicação com implicações semelhantes sugere que a existência de incerteza quanto ao futuro e a possibilidade de o rendimento vir a ser muito baixo (por exemplo, em caso de desemprego) podem ser importantes no comportamento da poupança.<sup>50</sup> A incerteza e a perspectiva de choques muito adversos podem levar os indivíduos a acumular riqueza até atingirem um nível mínimo, que possa ser usado como almofada quando ocorrem acontecimentos com consequências negativas para as possibilidades de consumo. O comportamento da poupança seria assim diferente consoante a riqueza estivesse acima ou abaixo do nível de segurança.

Três outros fatores são muitas vezes referidos como importantes na explicação do comportamento da poupança. O primeiro é a taxa de crescimento real do PIB. No entanto, as justificações usuais para incluir esta variável no conjunto de variáveis explicativas a ter

---

<sup>50</sup> Ver, por exemplo, Alexandre *et al.* (2008).

em conta referem-se, a nosso ver, à justificação da existência de correlação com a poupança e não à justificação da existência de causalidade. O segundo fator é a “equivalência ricardiana”. Segundo esta hipótese, que pode ser vista como uma extensão da teoria do rendimento permanente/ciclo de vida, os indivíduos também ajustam as suas decisões de consumo e poupança de acordo com os impostos que esperam vir a pagar em resultado dos défices orçamentais, isto é, das decisões de consumo e de poupança do Estado. Assim, quando o défice orçamental aumenta, os indivíduos pouparão mais, para poderem pagar os impostos que no futuro irão saldar a dívida contraída pelo Estado para financiar aquele défice. Apesar de intelectualmente apelativa, há várias razões teóricas para duvidar que a equivalência ricardiana seja um fator primordial nas decisões dos indivíduos, ao mesmo tempo que os estudos empíricos não têm sido conclusivos (ver, por exemplo, Bernheim, 1987, e Seater, 1993). Finalmente, a existência de sistemas de segurança social pode eliminar a necessidade de poupança durante a vida ativa, que teria como objetivo manter o nível de consumo durante o período de reforma — esta questão será discutida no capítulo 7.

### **Consumo e rendimento**

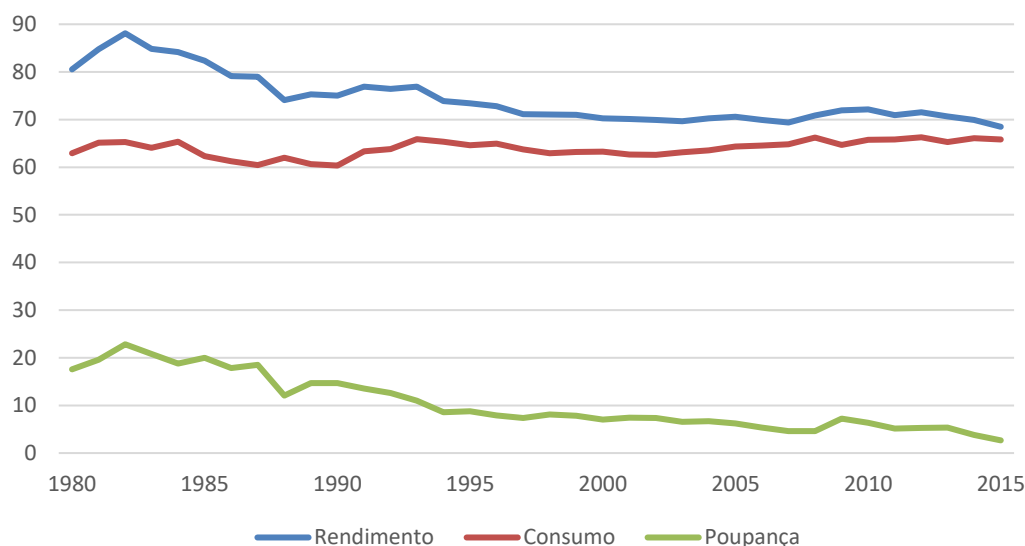
A Figura 4.2 mostra a evolução do rendimento disponível, do consumo e da poupança das famílias portuguesas, apresentando estas três variáveis em percentagem do PIB. Nesta figura podemos ver que a diferença entre o rendimento e o consumo das famílias se foi estreitando ao longo do tempo, refletindo-se numa tendência decrescente da taxa de poupança das famílias desde o início dos anos 80. Outra interpretação da Figura 4.2 é que o rendimento disponível das famílias cresceu a um ritmo geralmente inferior ao do PIB até, aproximadamente, ao ano 2000;<sup>51</sup> já o consumo das famílias cresceu em geral a um ritmo semelhante ao do PIB, ou seja, superior ao do rendimento das famílias, daí resultando a diminuição da taxa de poupança. Aliás, no conjunto dos países da OCDE para os quais temos dados, a Coreia do Sul, Portugal e a Irlanda foram os países que registaram as maiores taxas de crescimento real do consumo privado no período 1986-1999.<sup>52</sup> Por outro lado, no período entre a entrada na moeda única e 2007 (o início da crise financeira internacional) Portugal está no grupo de países com taxa de crescimento do consumo mais

---

<sup>51</sup> Um elemento importante para a compreensão desta diferença entre o crescimento do rendimento disponível das famílias e do PIB é a diminuição das remessas dos emigrantes, tema a que voltaremos mais à frente neste capítulo

<sup>52</sup> Os dados utilizados nesta comparação foram retirados da base de dados AMECO.

baixas, com uma média anual de 2,1%, um valor semelhante ao observado na zona euro (2%) e na União Europeia (2,4%). Esta taxa de crescimento do consumo compara com taxas de crescimento média anuais do consumo de 3,7% na Espanha e na Grécia e de 6,1% na Irlanda. A Alemanha é o país que, naquele período, apresenta a taxa de crescimento do consumo média anual mais baixa: 0,9%.

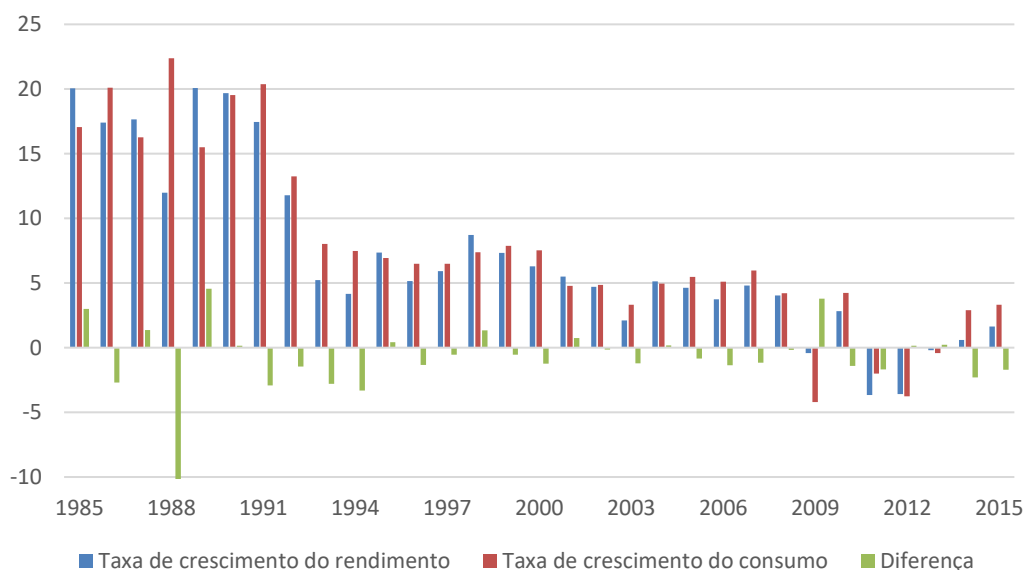


**Figura 4.2:** Rendimento disponível, consumo e poupança das famílias (% PIB)

**Fonte:** Banco de Portugal.

A Figura 4.3 compara explicitamente a taxa de crescimento nominal do rendimento das famílias com a taxa de crescimento nominal do consumo.<sup>53</sup> Na Figura 4.3, o ano de 1988 tem grande saliência: nesse ano, o consumo cresceu cerca de 10 pp acima do crescimento do rendimento disponível, o que contribuiu de sobremaneira para a descida da taxa de poupança das famílias. Com efeito, a descida da taxa de poupança das famílias portuguesas ocorreu essencialmente no ano de 1988 (de 23,4% do seu rendimento disponível para 16,3%, tendo sido parcialmente corrigida em 1989, para 19,5%) e entre 1990 e 1994, ano em que atingiu 11,6%. No entanto, convém referir que a dimensão da quebra da taxa de poupança em 1988 não foi visível nas contas nacionais publicadas na época: segundo o Relatório do Conselho de Administração do Banco de Portugal referente a 1988, a taxa de poupança das famílias passou de 24,8%, em 1987, para 22,5% em 1988.

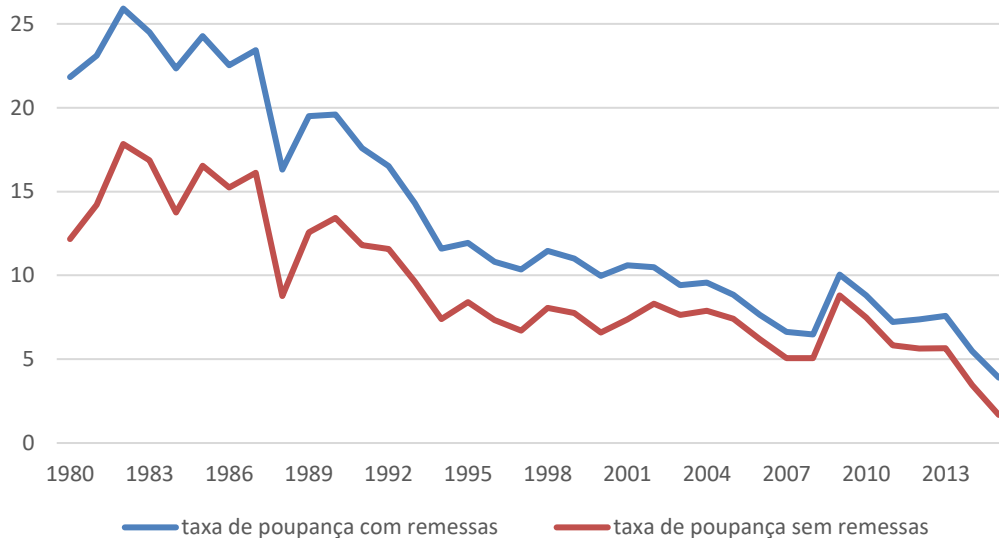
<sup>53</sup> O cálculo de taxas de crescimento reais com recurso a um deflator comum não alteraria a discussão que apresentamos em seguida.



**Figura 4.3:** Taxa de crescimento nominal do consumo e do rendimento disponível das famílias

**Fonte:** Banco de Portugal.

O carácter excepcional de 1988 exige que nos debrucemos mais detalhadamente sobre o que sucedeu nesse ano. Em 1988 registou-se um aumento muito significativo do consumo de bens duradouros, que poderá ser explicado pelo fim da quota às importações de automóveis, para além das expectativas positivas quanto ao futuro do país, recém-entrado na CEE e com um governo com maioria parlamentar, que introduziu uma série de medidas para liberalizar a atividade económica, nomeadamente no sector financeiro. Foi neste período que alguns instrumentos de crédito (como o *leasing*, contratos de locação financeira) foram introduzidos, criando maior facilidade de acesso ao crédito, tal como vimos no capítulo 3. Deve também ser recordado que a economia portuguesa vinha de um período (1983-85) de correção do défice externo, assente no programa acordado com o FMI na sua segunda intervenção em Portugal. O aumento do consumo nos anos seguintes pode ter sido exacerbado pela imagem de contraste com esse período, para mais ampliada pelos efeitos económicos e psicológicos da adesão à CEE. Uma das componentes desse aumento do consumo estará certamente associada ao forte aumento do património habitacional nestes anos (quase 15% em 1988). O governo procurou contrariar este aquecimento da economia portuguesa, tendo-se registado uma redução do défice orçamental e um endurecimento da política monetária em 1989.



**Figura 4.4:** Taxa de poupança das famílias, com e sem remessas dos emigrantes (% do rendimento disponível)

**Fonte:** Cálculos dos autores com base em dados do Banco de Portugal.

### As remessas dos emigrantes

Outro fator que não se pode ignorar na discussão da taxa de poupança das famílias em Portugal nas últimas décadas é o efeito das remessas dos emigrantes. Na Figura 4.4, apresenta-se a taxa de poupança das famílias incluindo e excluindo as remessas dos emigrantes. Durante os anos 1980 e até 1992, a diferença entre as duas séries é sempre de pelo menos 5 pp, atingindo os 10 pp em 1980. Em termos nominais, o valor máximo do saldo das remessas dos emigrantes foi registado em 1979. Nos anos seguintes, a importância das remessas dos emigrantes diminuiu drasticamente, em especial em 2002, ano em que se registou uma queda de 28% nas entradas líquidas. Esta diminuição não resultou apenas da redução dos fluxos de entrada de remessas, mas também do aumento das remessas para o exterior, fruto da imigração dos anos 1990. Nos últimos anos a diferença entre aquelas duas medidas aumentou ligeiramente. Em 2015, sem as remessas dos emigrantes a taxa de poupança das famílias teria sido apenas 1,7% do rendimento disponível.

## 4.2. Endividamento: para quem e para quê?

No capítulo 3, discutimos o contexto que favoreceu a queda da poupança das famílias nas últimas décadas: um contexto caracterizado por elevadas expectativas em relação ao crescimento da economia, um sistema financeiro desenvolvido e eficiente a captar poupanças externas e um Estado Social em que a sociedade portuguesa confiou na oferta de serviços de educação, saúde e pensões.

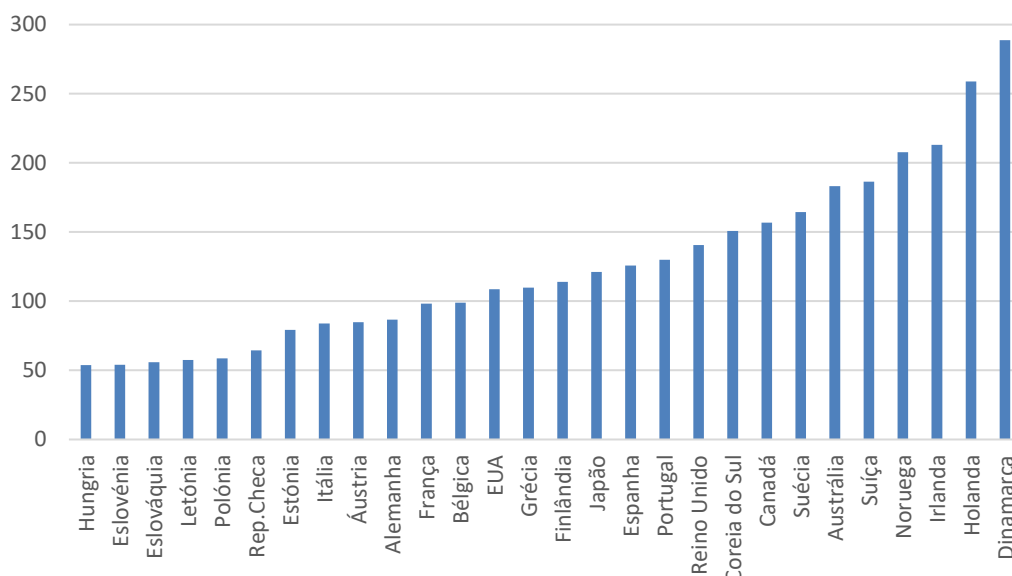
O outro lado da moeda da queda da poupança, como discutimos no capítulo 2, foi o aumento do endividamento das famílias, favorecido também por aquele contexto, nomeadamente pelo desenvolvimento do sector financeiro. Com efeito, os mercados financeiros permitem às famílias desligar as suas decisões de consumo do rendimento disponível em cada momento, através da aplicação de poupanças, que permitem adiar consumo presente, ou do recurso ao endividamento, que permite a antecipação de consumo futuro. O crédito ao consumo é uma inovação do século XX que esteve na base da criação do consumo de massas e da classe média. O aperfeiçoamento dos instrumentos financeiros e das formas de proteção contra o risco permitiu alargar o acesso ao crédito a um número cada vez maior de famílias.<sup>54</sup> O acesso ao crédito, quer pelas empresas quer pelos consumidores, elimina ou reduz a necessidade de poupar com a finalidade de realizar investimentos em formação bruta de capital fixo, que inclui a habitação, e para a aquisição de bens duradouros (como, por exemplo, eletrodomésticos ou automóveis). De facto, em países como o Japão, cujos mercados financeiros têm sido referidos como pouco eficientes, as famílias são obrigadas a acumular poupanças muito significativas para poderem adquirir habitação, dado que os bancos japoneses não concedem usualmente financiamento no valor total da habitação. Também as elevadas taxas de poupança das empresas e das famílias chinesas têm sido atribuídas às dificuldades que estas enfrentam no acesso ao crédito e à ineficiência do sector bancário.

Como referimos no capítulo 2, o período entre meados da década de 90 e o início da crise financeira internacional foi o período da história em que o endividamento mais aumentou. Portugal, considerando o endividamento do Estado, das empresas e das famílias, encontra-se no grupo de países em que o endividamento mais aumentou. A Figura 4.5 mostra que as famílias portuguesas, em 2013, se encontravam na metade superior da tabela das mais endividadas da OCDE, com o rácio do endividamento das famílias em relação ao rendimento disponível bruto a atingir 130%. No entanto, é importante salientar que vários países, embora com níveis de rendimento mais elevados, ultrapassavam

---

<sup>54</sup> Para uma história do crédito ao consumo nos Estados Unidos ver Hyman (2011).

largamente aquele valor: Dinamarca (289%); Holanda (259%); Irlanda (213%) e Noruega (208%), entre outros.



**Figura 4.5:** Endividamento das famílias em 2013 (% RDB)

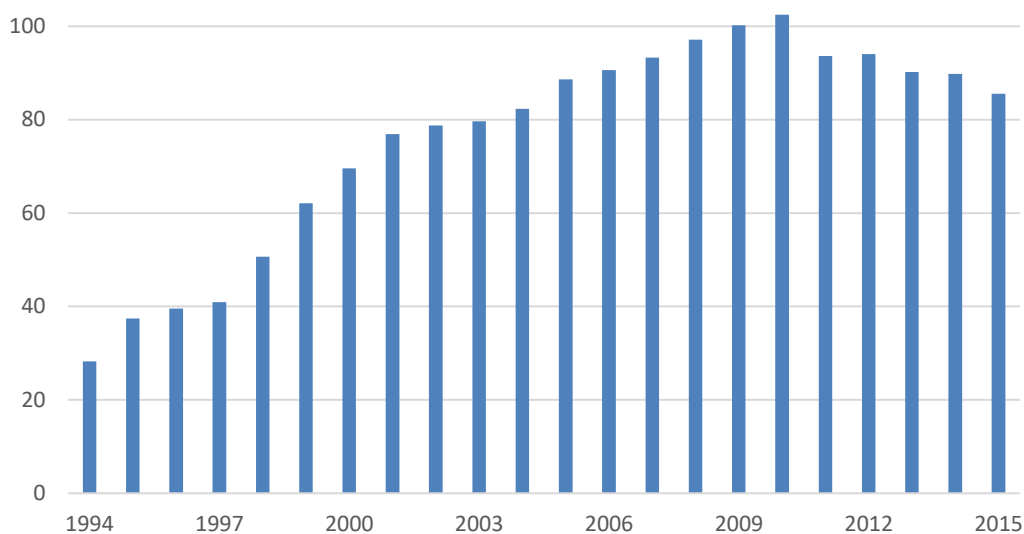
**Fonte:** OCDE.

Confrontando os dados para vários países da zona do euro e da OCDE, apresentados nas Figuras 4.1 e 4.5, podemos concluir que o aumento do endividamento das famílias não está necessariamente associado à diminuição da sua poupança. Se é verdade que o aumento do endividamento em países como Portugal ou a Grécia coincidiu com uma diminuição da taxa de poupança, em países como a Irlanda, a Áustria ou a França o aumento do endividamento das famílias não coincidiu com a diminuição da taxa de poupança – ver, a este propósito, o trabalho sobre a poupança na zona do euro *European Central Bank* (2016). Desde 2008, o rácio do endividamento relativamente ao rendimento disponível das famílias passou a crescer mais lentamente ou, em muito casos, começou a diminuir.

Na Figura 4.6, apresentamos a evolução do endividamento das famílias portuguesas em percentagem do PIB. Os dados mostram que, desde 1994, o endividamento aumentou de forma contínua, até atingir os 102% do PIB em 2010.<sup>55</sup> Desde então, com realce para 2011, o endividamento das famílias em percentagem do PIB tem vindo a diminuir, situando-se

<sup>55</sup> Embora as “famílias” sejam uma componente (a mais importante) do sector dos “particulares”, falaremos de “famílias” mesmo quando os dados disserem respeito aos “particulares”.

nos 86% em 2015. Como vimos acima, naqueles anos, a poupança das famílias retomou a sua longa trajetória descendente.



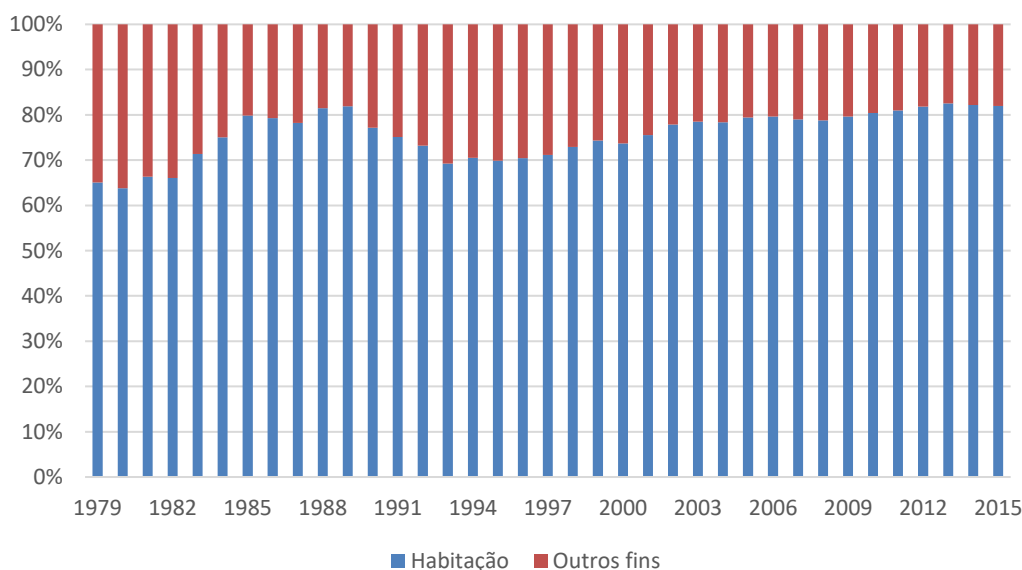
**Figura 4.6:** Endividamento das famílias (% PIB)

**Fonte:** Banco de Portugal.

### **A aplicação do crédito**

Para além do nível do endividamento das famílias, é importante conhecer a sua aplicação. Do crédito atribuído às famílias, cerca de 80% (82% em 2015) tem tido por finalidade a aquisição de habitação — ver Figura 4.7. Para analisarmos o endividamento das famílias com maior detalhe, utilizamos os dados da Central de Responsabilidade de Créditos (CRC) do Banco de Portugal, para o período 2009-2015.



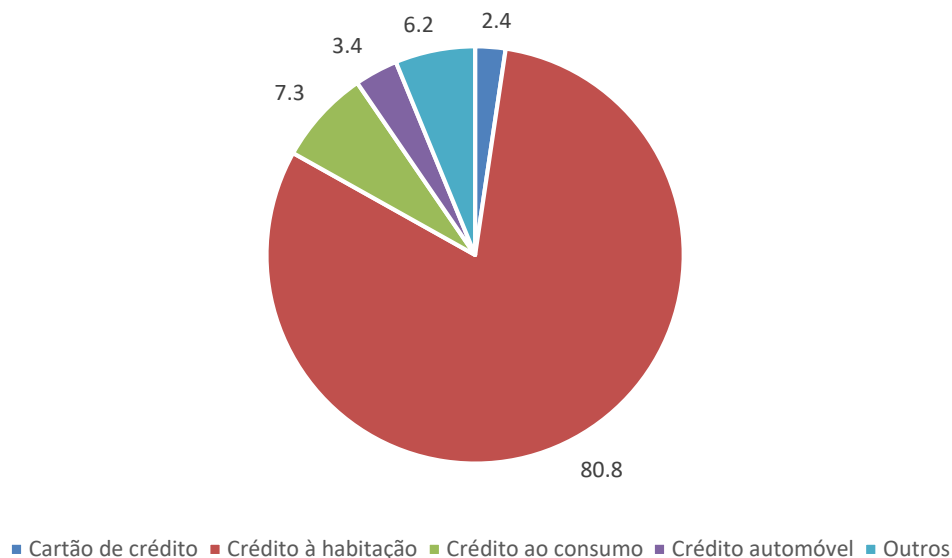


**Figura 4.7:** Repartição por finalidade do crédito concedido às famílias em Portugal (% , saldo em fim de período)

**Fonte:** Banco de Portugal.

Começamos por apresentar uma descrição dos principais agregados de crédito das famílias. Em dezembro de 2015, o volume de endividamento das famílias registado nesta base de dados era de aproximadamente 118 mil milhões de euros, o que representa uma quebra de 10% face a 2009. O Banco de Portugal classifica os créditos às famílias em 15 categorias<sup>56</sup>. Na nossa análise, vamos concentrar-nos em quatro categorias que representavam 94% do crédito total em 2015 (em 2009, representavam 92%). As quatro categorias (e o respetivo peso no crédito total) são as seguintes: “Cartão de crédito” (2,4%); “Crédito à habitação” (81%); “Crédito ao consumo” (7,3%) e “Crédito automóvel” (3,4%). Quando comparamos, naquelas categorias, o crédito em 2015 relativamente a 2009, com a exceção do “Cartão de crédito”, que aumentou 3%, as restantes categorias tiveram uma quebra de 7% (“Crédito à habitação”), 18% (“Crédito ao consumo”) e 20% (“Crédito automóvel”) – ver Figura 4.8.

<sup>56</sup> Em “Instrução nº 21/2008” do BO Nº 1 de 15/01/2009 do Banco de Portugal são definidos os seguintes tipos de crédito às famílias: 1) Desconto e outros créditos titulados por efeitos; 2) Créditos em conta corrente; 3) Descobertos em depósitos à ordem; 4) Factoring com recurso; 5) Factoring sem recurso; 6) *Leasing* imobiliário; 7) *Leasing* mobiliário; 8) Financiamentos à atividade empresarial ou equiparada; 9) Cartão de crédito; 10) Crédito à habitação; 11) Crédito ao consumo; 12) Crédito automóvel; 13) Outros créditos; 14) Avals e garantias bancárias prestadas a favor de outras instituições participantes; 15) Outros avals e garantias bancárias prestadas.



**Figura 4.8:** Endividamento por tipo de crédito, 2015 (%)

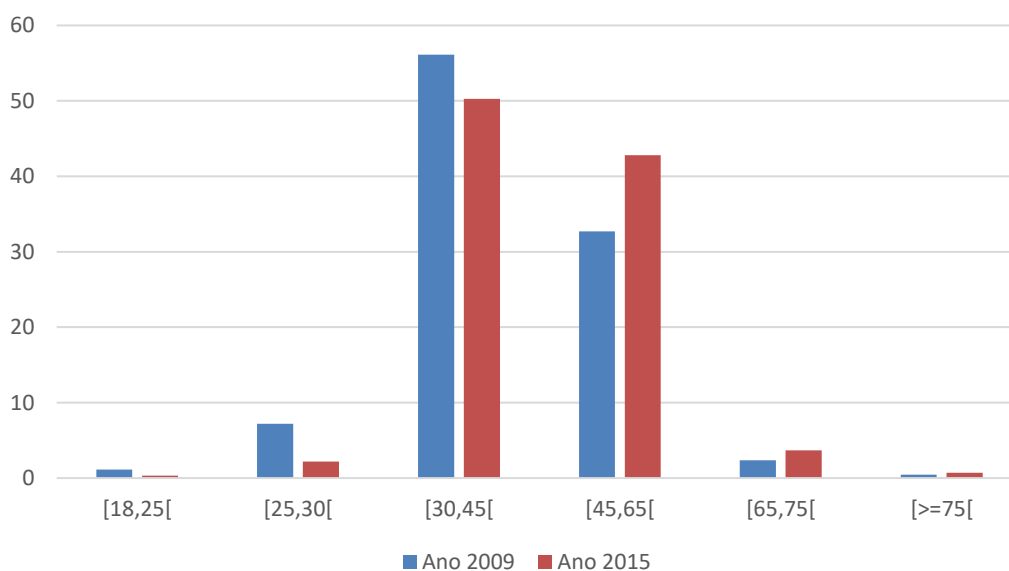
**Fonte:** CRC, Banco de Portugal.

O endividamento das famílias, tal como a poupança, é influenciado pelo ciclo de vida. Numa população que está num processo de acelerado envelhecimento, como a portuguesa, é muito importante saber em que faixas etárias se concentra o endividamento, bem como as suas maturidades.

Na Figura 4.9 apresentamos a distribuição do endividamento total por escalões etários.<sup>57</sup> Os dados relativos a 2015 mostram que é na faixa etária dos 30 aos 45 anos (cerca de 22% da população total – ver Pordata) que se concentra a maior parcela do endividamento das famílias: esse grupo representa 50% do endividamento total (em 2009 representava 56% do total). As famílias entre os 45 e os 65 anos (27% da população total – ver Pordata) representavam, em 2015, 43% do endividamento total (em 2009 representavam 33% do total). Por outras palavras, a população na faixa etária entre os 30 e os 65 anos (cerca de 50% da população), em 2015, detinha 93% do endividamento total das famílias (em 2009 detinha 89%). No período analisado (2009-2015), a percentagem do crédito concentrado na faixa etária abaixo dos trinta anos diminuiu de 8,3% para 2,5%, ou seja, aquela faixa etária tornou-se praticamente irrelevante na carteira de crédito. Por outro lado, naquele

<sup>57</sup> Os escalões etários foram definidos de forma a serem compatíveis com os dados do *Inquérito às Despesas das Famílias* do Instituto Nacional de Estatística, que utilizamos na secção seguinte para analisar a distribuição da poupança.

período, a faixa etária acima dos 65 anos aumentou a sua importância no crédito total de 2,8% para 4,4% (um aumento de 56% do seu peso). No capítulo 7, dedicado às políticas públicas para a poupança, a informação sobre a repartição do crédito pelas diferentes faixas etárias será utilizada para fazer projeções do impacto das alterações da estrutura demográfica da população portuguesa sobre a evolução do endividamento.

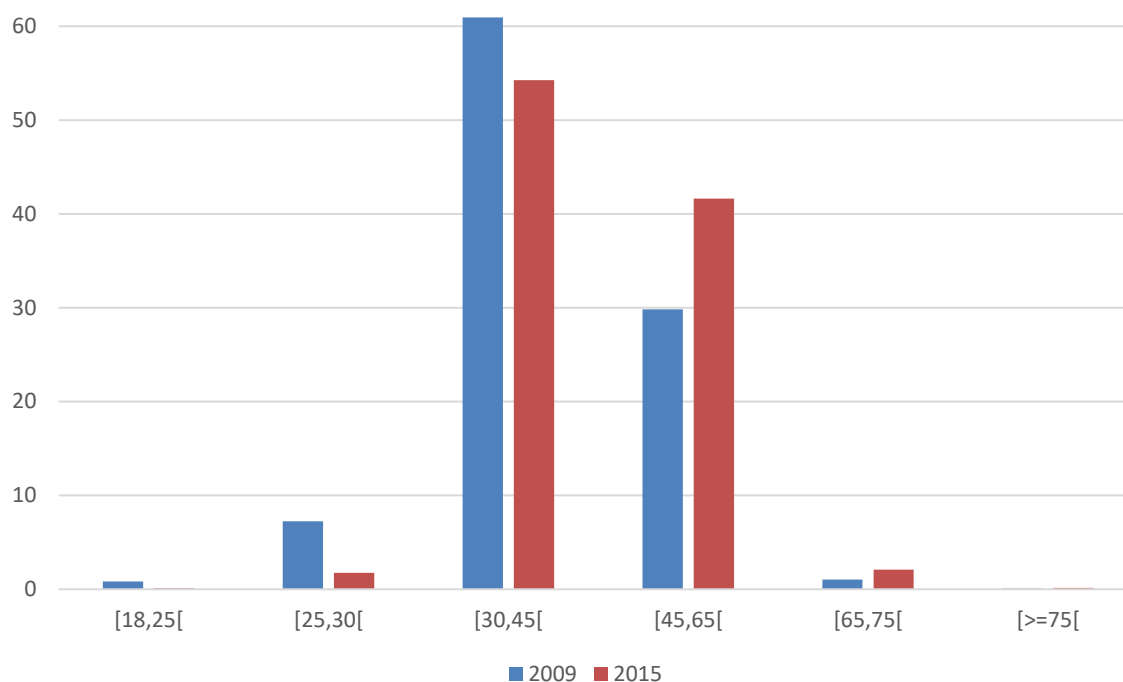


**Figura 4.9:** Endividamento total por faixa etária (%)

**Fonte:** CRC, Banco de Portugal.

### Crédito à habitação

Dada a importância do crédito à habitação (cerca de 80% do total do endividamento das famílias, como referimos a propósito da Figura 4.7), é importante que analisemos a distribuição deste tipo de crédito, apresentada na Figura 4.10. Como seria de esperar, o crédito à habitação concentra-se nos indivíduos dos 30 aos 65 anos, que representam 96% do crédito à habitação em 2015 (contra 91% em 2009). No entanto, dentro daquela faixa etária é importante destacar a redução de 7 pontos percentuais no peso no crédito à habitação da faixa dos 30 aos 45 anos, que passou de 61%, em 2009, para 54% em 2015. Por outro lado, entre 2009 e 2015, as famílias na faixa etária dos 45 aos 65 anos aumentaram o seu peso no crédito à habitação em 12 pontos percentuais, representando no final do período 42% do total do crédito à habitação.



**Figura 4.10:** Distribuição do crédito à habitação por faixa etária, 2009 e 2015 (%)

**Fonte:** CRC, Banco de Portugal.

Tal como vimos a propósito da repartição etária do crédito total, também no segmento do crédito à habitação se registou uma diminuição muito acentuada da importância da faixa etária abaixo dos 30 anos, cujo peso no total do crédito à habitação passou de 8,1%, em 2009, para apenas 1,9% em 2015. O facto de o crédito à habitação se ter tornado residual para a população com idade inferior a 30 anos, para além dos baixos rendimentos que caracterizam essa faixa etária, estará certamente relacionado com a precariedade dos contratos de trabalho e com a incerteza em relação ao local de trabalho no futuro. As gerações mais novas não têm hoje a perspectiva de encontrar um trabalho para a vida numa localidade, perspectiva de que a geração com mais de 45 anos beneficiou em grande medida. As novas condições do mercado de trabalho, a contração demográfica prevista e o parque habitacional edificado lançam muitas questões sobre o futuro do setor da construção em Portugal, mas também sobre o mercado de crédito à habitação. Voltaremos a este tema no capítulo 5, quando discutirmos a riqueza das famílias, que tem na habitação a sua principal componente.

Mas também a faixa etária entre os 30 e os 45 anos viu o seu peso no crédito à habitação diminuir: no seu conjunto, o peso das faixas etárias abaixo dos 45 anos no crédito à

habitação diminuiu 13 pontos percentuais entre 2009 e 2015. Seria interessante saber o que motivou este padrão: será o resultado de alterações do comportamento da oferta de crédito ou da procura de crédito? Terá alguma relação com a precariedade dos contratos de trabalho ou com a elevada taxa de desemprego dos elementos das faixas etárias mais jovens? Seria de esperar que as restrições de liquidez se tornassem mais agudas num contexto de crise económica, e também que essa crise dissuadisse os potenciais clientes de pedir crédito.<sup>58</sup>

### **Prestações bancárias reduzidas no crédito à habitação**

De acordo com os dados da Central de Responsabilidade de Crédito (CRC) do Banco de Portugal, entre 2009 e 2015, a dívida total das famílias diminuiu mais de 13 mil milhões de euros. Mais de metade desta redução corresponde a endividamento para aquisição de habitação.

O crédito à habitação segue contratos bastante tipificados, existindo quase um contrato padrão e uma fórmula praticamente universal para calcular as prestações mensais. Esta normalização torna possível utilizar valores agregados da CRC, como o valor das prestações, a maturidade das dívidas e o valor da dívida para determinar as taxas de juro implícitas.<sup>59</sup> Uma característica quase universal dos empréstimos à habitação em Portugal é a indexação das taxas de juro à Euribor de um determinado prazo (muitas vezes a 6 meses). Depois de uma forte subida entre 2005 e 2008, quando se situou em torno dos 5% – ver mais à frente Figura 4.19 –, a Euribor iniciou desde essa altura uma trajetória descendente, atingindo mesmo valores negativos nos tempos mais recentes. Esta descida da taxa de juro, repercutiu-se na redução das prestações a pagar. Por exemplo, uma redução na taxa de juro de 5 para 1% traduz-se numa redução da prestação a pagar de cerca de 40%, num empréstimo com um prazo residual de 30 anos, e de 20% se o prazo residual for de 10 anos.

Utilizando a CRC, podemos confirmar que, entre janeiro e dezembro de 2009, o valor total que os portugueses pagaram em prestações do crédito à habitação caiu 25% (o que

---

<sup>58</sup> Esta alteração no peso do crédito nos diferentes escalões etários requer análise adicional. Uma possível explicação para a redução do peso dos indivíduos com menos de 30 anos e o aumento no escalão dos indivíduos com mais de 65 anos poderá ser o incumprimento dos primeiros durante o período mais severo da crise financeira e a assunção das dívidas pelos fiadores (em muitos casos os pais).

<sup>59</sup> No capítulo 7 utilizaremos essa característica do crédito à habitação para projetar a evolução do valor total da dívida em empréstimos à habitação nas próximas décadas.

representou uma redução de 125 milhões de euros mensais nos encargos com empréstimos à habitação das famílias).<sup>60</sup> A taxa juro média implícita nas prestações de janeiro de 2009 refletia o valor médio da Euribor de 2008, cujo valor foi de 4,8%. Já a Euribor média de 2009 foi de 1,5%. Em janeiro de 2015, a Euribor média foi inferior a 1% e os encargos mensais das famílias com as prestações do crédito à habitação eram inferiores em cerca de 200 milhões de euros face a janeiro de 2009.

A análise da CRC mostra também que, entre dezembro de 2009 e dezembro de 2015, o prazo residual médio dos empréstimos à habitação reduziu-se de cerca de 28 para 24 anos. Ou seja, em apenas 6 anos, houve uma redução do prazo residual médio de 4 anos, o que significa que o ritmo de novos empréstimos à habitação se reduziu substancialmente (caso o ritmo se tivesse mantido constante, o prazo médio ter-se-ia mantido inalterado). Daí pode concluir-se que nesses 6 anos a redução do endividamento de 7% se deveu essencialmente aos empréstimos que foram sendo pagos e que não foram substituídos por novos empréstimos. Simultaneamente, as prestações caíram 10%, o que se deve a um efeito conjunto de redução de taxas de juro (durante 2015, a euribor a 6 meses teve um valor médio de 0,06%) e de capital em dívida. Apesar deste alívio nos custos com o endividamento, que também se refletiram nas taxas de juro dos novos empréstimos para aquisição de habitação, estes sofreram uma forte queda – ver Figura 4.11 – e a percentagem de créditos vencidos no crédito total teve um forte aumento – ver Figura 4.12.

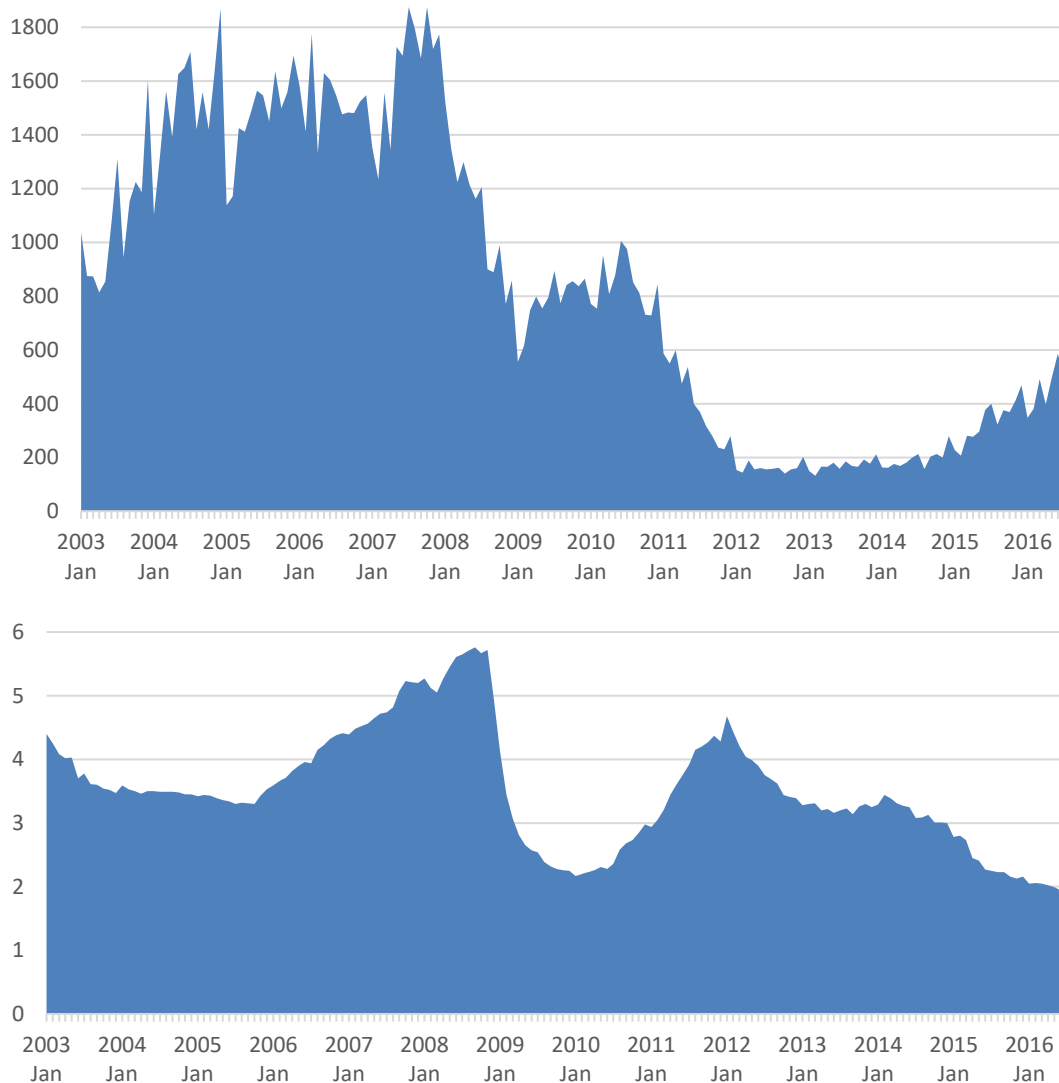
### **Queda dos novos empréstimos e aumento dos créditos vencidos**

A Figura 4.11 mostra o valor mensal, desde 2003, dos novos empréstimos concedidos para a aquisição de habitação e a taxa de juro média desses novos empréstimos. A taxa de juro começou a subir em 2005, embora sem grande efeito sobre a procura de crédito. Após o início da crise financeira internacional, em meados de 2007, a concessão de novos empréstimos diminuiu rapidamente, ficando reduzida a cerca de metade. No primeiro ano, após o início da crise financeira internacional, a taxa de juro ainda continuou a subir. Porém, depois de atingir um máximo de 5,8%, em setembro de 2008, a taxa de juro caiu a pique, sendo menos de metade daquele valor em abril de 2009 (2,8%). Seguir-se-ia a crise do euro, que levaria a taxa de juro a retomar um percurso ascendente até janeiro de 2012. A concessão de novos empréstimos à habitação começou então a recuperar, primeiro muito lentamente, mais rapidamente a partir do início de 2015. Ao mesmo tempo, a taxa de juro

---

<sup>60</sup> Nesse período o valor em dívida manteve-se mais ou menos constante (aumentou 3%, para ser preciso).

entrou numa trajetória descendente, apenas brevemente interrompida no final de 2013/início de 2014.

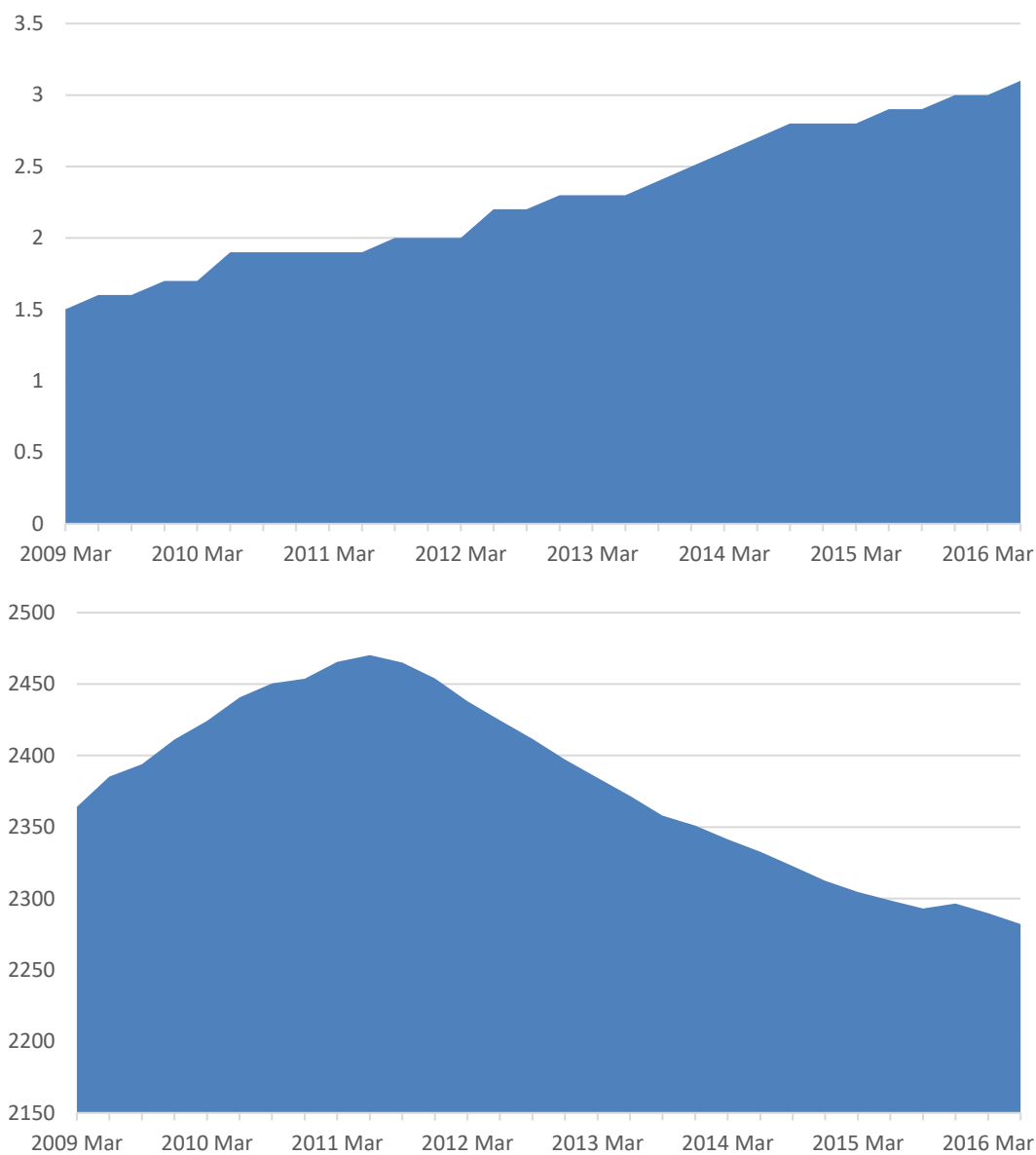


**Figura 4.11:** Montante (milhões de euros, painel superior) e taxa de juro dos novos empréstimos à habitação (% , painel inferior)

**Fonte:** Banco de Portugal.

Na Figura 4.12, vemos que a proporção do crédito à habitação vencido (ou seja, com algum grau de incumprimento por parte do devedor) apresenta uma tendência crescente, tendo duplicado entre 2009 e 2016. A Figura 4.12 mostra igualmente a diminuição do número de devedores de créditos à habitação a partir de meados de 2011. Estes factos sugerem que, no período crítico da crise portuguesa, aumentaram as dificuldades para assegurar o

cumprimento das obrigações creditícias. Não será de estranhar que menos pessoas tenham querido recorrer ao crédito, e que os bancos tenham sido mais restritivos na concessão de crédito.



**Figura 4.12:** Empréstimos à habitação: rácio de crédito vencido (% , painel superior) e número de devedores (milhares, painel inferior)

**Fonte:** Banco de Portugal.



### 4.3. Quem são os aforradores?

Na secção anterior analisámos o endividamento das famílias portuguesas. O crescimento do endividamento tem um reflexo na taxa de poupança, que procuraremos caracterizar nesta secção. De forma a podermos caracterizar a poupança das famílias e contribuir com propostas de políticas públicas de promoção da poupança, é essencial sabermos onde está a poupança, isto é, conhecermos a distribuição da poupança, nomeadamente por nível de rendimento das famílias e por escalão etário. Questões como o nível de educação, situação no mercado de trabalho, existência ou não de filhos são também relevantes para podermos caracterizar a poupança das famílias.

Para podermos fazer essa análise, utilizamos dados ao nível da família dos Inquéritos às Despesas das Famílias 2005-2006 e 2010 (IDEF) realizados pelo INE. A poupança das famílias é definida como a diferença entre o rendimento e a despesa total.

#### **Poupança muito concentrada**

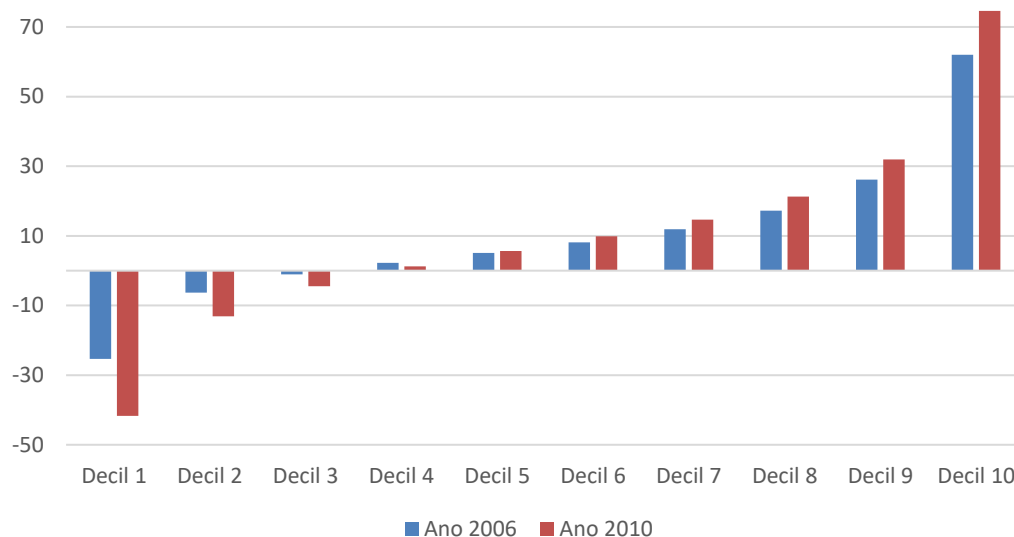
Na Figura 4.13, apresentamos os dados da poupança ordenados dos agregados familiares que poupam menos para os que poupam mais.<sup>61</sup> Assim, por exemplo, na Figura 4.13, a barra correspondente ao decil 10 diz-nos que os 10% de famílias com poupanças mais elevadas faziam, no seu conjunto, uma poupança correspondente a cerca de 75% da poupança total das famílias em 2010 (62% em 2005). Esta análise mostra que, entre 2005 e 2010, se verificou um aumento da concentração da poupança num menor número de famílias. Deve ainda salientar-se que cerca de 30% das famílias têm poupança negativa, tendo-se tornado mais negativo o seu contributo relativo para a poupança agregada em 2010 face a 2005. Este decil inclui fundamentalmente agregados compostos por idosas, com nível de escolaridade baixo, a viverem sozinhas nas regiões Norte, Centro e Alentejo.

As Figuras 4.14 e 4.15 permitem analisar a distribuição da poupança e da taxa de poupança em função da distribuição do rendimento das famílias. Nesta análise, destaca-se a elevada concentração da poupança nas famílias com rendimentos mais elevados e o crescimento da taxa de poupança com o nível de rendimento. De facto, em 2010, as famílias no *top* 20% da distribuição do rendimento são responsáveis por 72% da poupança total (67% em 2005). Em conjunto, os três decis mais elevados de rendimento (i.e., os 30% de famílias

---

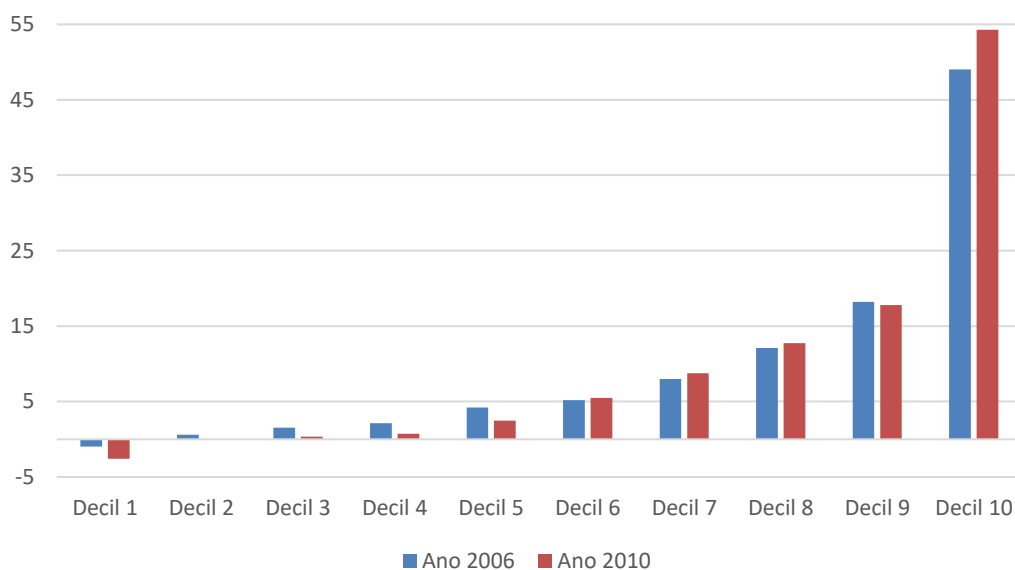
<sup>61</sup> Na análise dividimos os agregados assim ordenados em 10 grupos (decis de poupança) e, para cada decil, calculámos o peso da poupança das famílias pertencentes a esse decil na poupança do conjunto de todas as famílias.

com rendimento mais alto) são responsáveis por quase 85% da poupança total (80% em 2005). Ou seja, entre 2005 e 2010, a poupança tornou-se ainda mais concentrada no grupo das famílias com rendimentos mais elevados. O estudo do Banco de Portugal (2016), utilizando os dados do Inquérito à Situação Financeira das Famílias de 2013, conclui que os 20% das famílias com rendimentos mais elevados representam cerca de 80% da poupança total. A elevada concentração da poupança nas famílias com rendimentos mais elevados, bem como uma percentagem elevada de famílias com taxas de poupança negativas, é também observada na maioria dos países da zona do euro. O estudo do Banco Central Europeu (*European Central Bank*, 2016) conclui que na maioria dos países os 20% das famílias com rendimentos mais elevados são responsáveis por mais de 60% da poupança total.



**Figura 4.13:** Distribuição da poupança, em percentagem da poupança total, por decis de poupança (%)

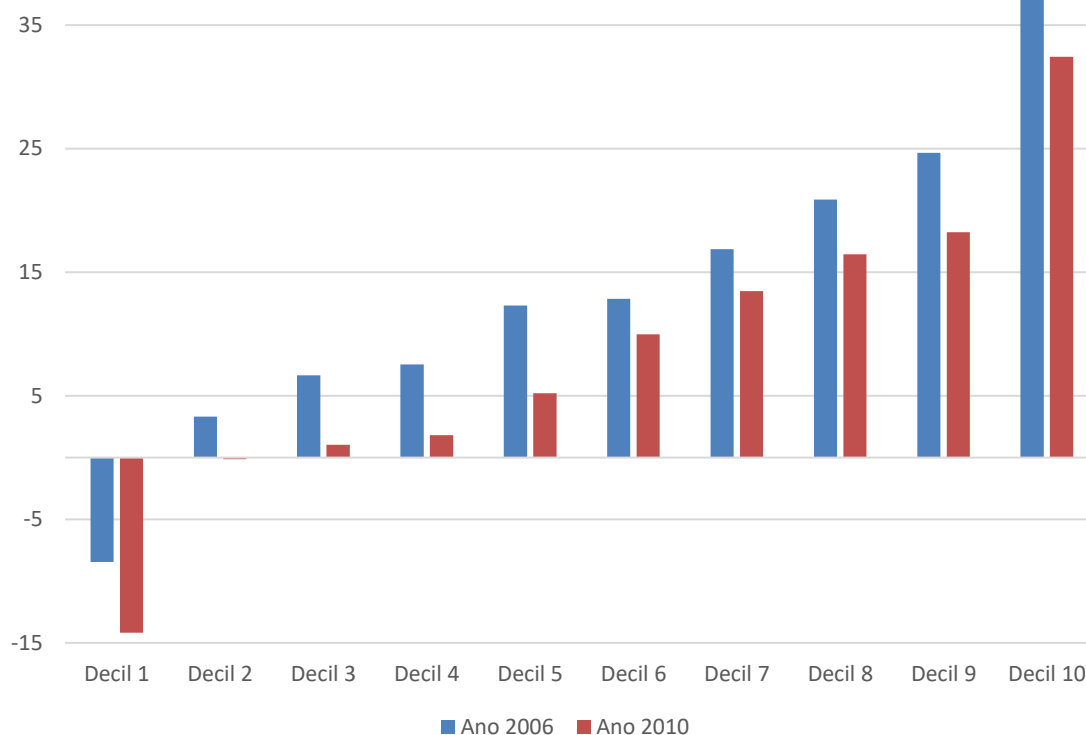
**Fonte:** IDEF 2006, 2010, INE.



**Figura 4.14:** Distribuição da poupança em percentagem da poupança total, por decis de rendimento (%)

**Fonte:** IDEF 2005, 2010, INE.

Em relação à taxa de poupança – Figura 4.13 -, deve salientar-se a sua relação direta com o nível de rendimento – variando de forma monótona entre -14% (-8% em 2005) e 32% (37% em 2005) –, confirmando as previsões da teoria keynesiana da poupança. Deve salientar-se que, entre 2005 e 2010, a taxa de poupança diminuiu em todas as classes de rendimento, o que em termos agregados se traduziu numa quebra da taxa de poupança de 21% para 16%. O facto de a taxa de poupança aumentar com os níveis de rendimento, indica que um aumento da desigualdade pode aumentar a taxa de poupança da economia. O estudo do Banco de Portugal (Banco de Portugal, 2016) estima que 1 ponto percentual da descida da taxa de poupança entre 2003 e 2009 pode ser atribuída à diminuição da desigualdade na distribuição de rendimento em Portugal. Estes resultados estão em linha com as previsões do modelo keynesiano, de acordo com o qual uma redistribuição do rendimento a favor das famílias com rendimento menor pode ter efeitos expansionistas, pois estimulará a procura nesse modelo keynesiano.



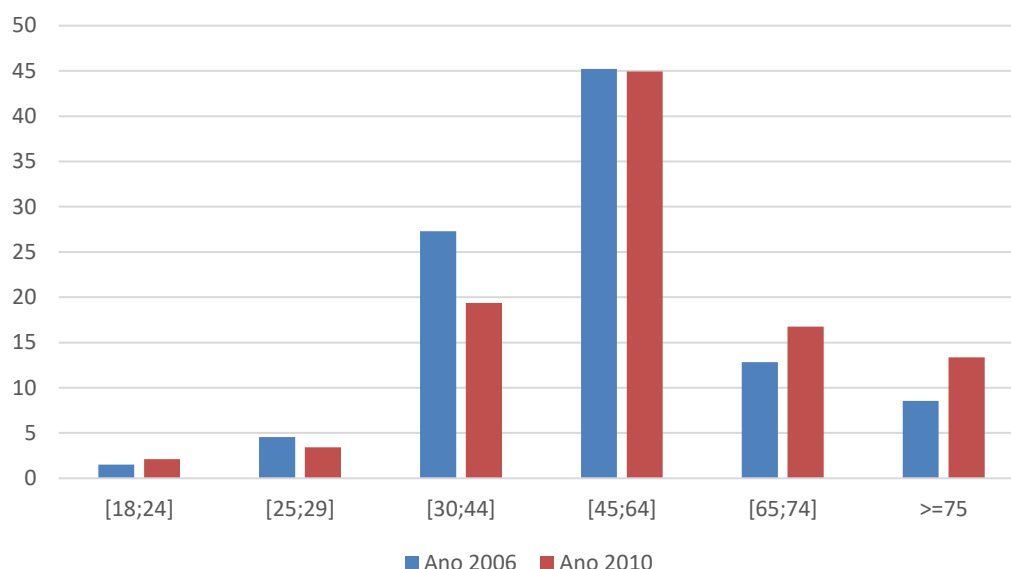
**Figura 4.15:** Taxa de poupança em percentagem do rendimento, por decis de rendimento (%)

**Fonte:** IDEF 2006, 2010, INE.

### Poupança por faixa etária

A teoria do ciclo de vida (ver capítulo 3) prevê que a poupança varie com a idade dos indivíduos, dado que estes nas suas decisões de consumo consideram não apenas o rendimento do momento mas também o rendimento que esperam ter ao longo da vida. Os indivíduos que esperam que o seu rendimento aumente ao longo da vida, até atingirem a idade de reforma, endividar-se-ão e terão taxas de poupança negativas enquanto jovens, acumularão poupanças na segunda parte da vida ativa, voltando a apresentar baixas taxas de poupança após a reforma. A estrutura demográfica da população é, assim, um importante determinante da poupança agregada da economia e uma população com maior percentagem de idosos tenderá a apresentar taxas de poupança mais baixas. Por outro lado, o aumento da esperança média de vida, sobretudo num contexto em que a idade de reforma se mantém inalterada e em que se antecipam reduções no valor das pensões, pode conduzir a aumentos da taxa de poupança – ver, por exemplo, Gottfries e Teulings (2015).

Na Figura 4.16 mostramos o peso que a poupança dos diferentes escalões etários tem na poupança total. Os dados mostram que, em 2010, a poupança das famílias no escalão etário dos 45 aos 64 anos representava 45% da poupança total, um valor que se manteve estável relativamente a 2005. Em termos da contribuição para a poupança total, destaca-se a quebra na poupança das famílias na faixa etária dos 30 aos 44 anos, diminuindo de 27%, em 2005, para 19%. Por outro lado, as famílias que se situam nas faixas etárias superiores a 65 anos, aumentaram a sua contribuição para a poupança.



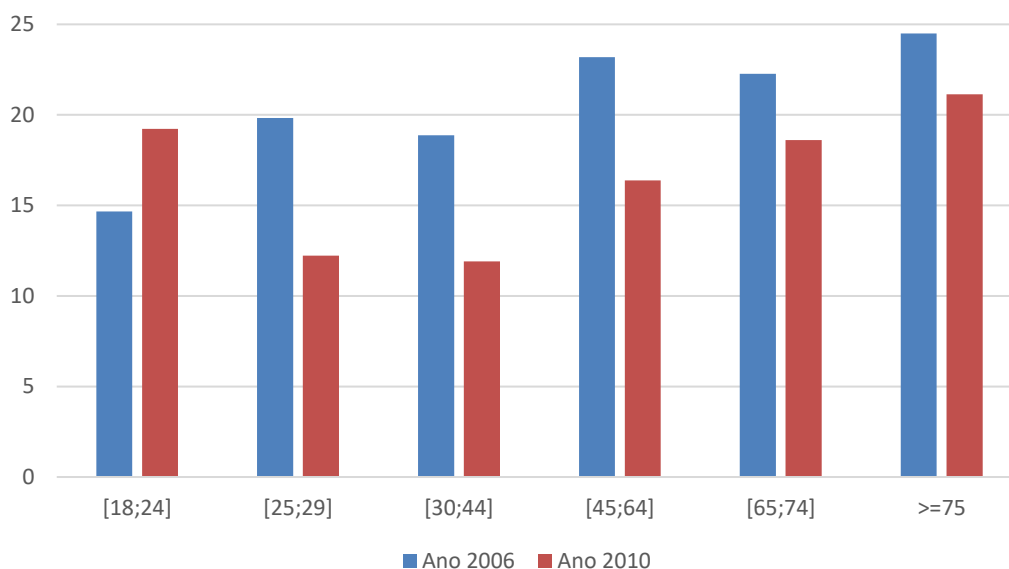
**Figura 4.16:** Distribuição da poupança por escalões etários (%)

**Fonte:** IDEF 2006, 2010, INE.

Nas Figuras 4.17 e 4.18, apresentamos as taxas de poupança agregada e mediana por escalão etário, sendo a taxa de poupança agregada a taxa de poupança do conjunto das famílias em cada escalão etário. Aquelas figuras mostram que, em 2005 e em 2010, as faixas etárias mais elevadas apresentavam taxas de poupança em geral mais altas. Em 2010, a faixa etária mais jovem apresentava uma das taxas de poupança mais elevadas, de quase 20%, destoando do padrão em geral crescente que se observa nas faixas etárias seguintes — estes resultados devem ser vistos com cautela, pois o escalão entre os 18 e os 24 anos contém um número pequeno de famílias (apenas cerca de 2% da amostra), o que pode significar que os resultados para este escalão estão enviesados. A Figura 4.18, que apresenta a taxa de poupança mediana por escalão etário, tem um perfil bastante diferente do apresentado no estudo do Banco de Portugal (2016), baseado no Inquérito à Situação Financeira das Famílias de 2013. Neste estudo, as variações entre escalões

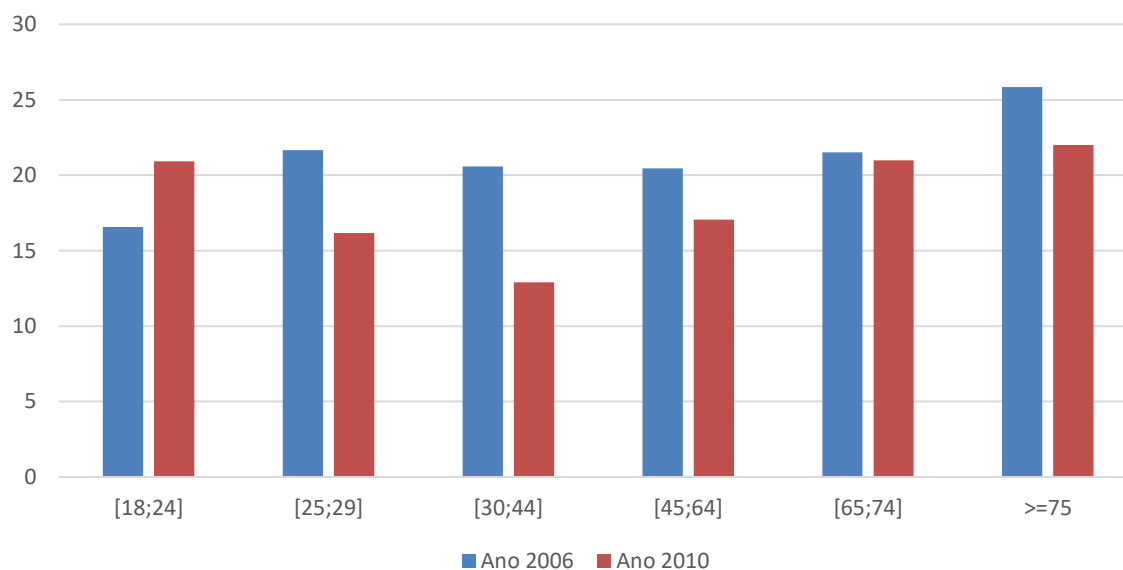
etários da taxa de poupança mediana não são significativas e são mais baixas para os grupos com mais de 65 anos de idade. Os dados do estudo da poupança para a área do euro – *European Central Bank* (2016) – mostram que o perfil de poupança por escalão etário é muito diverso, e que, por exemplo, as famílias da Irlanda e da Áustria com um representante com mais de 75 anos têm a taxa de poupança mediana mais elevada.

Um aspeto a salientar na análise das Figuras 4.17 e 4.18 é a queda registada na taxa de poupança de todos os escalões etários, sendo de destacar o facto de a queda ter sido mais acentuada nas faixas etárias mais jovens (ignorando o primeiro escalão etário). Por exemplo, nas faixas etárias dos 25 aos 29 anos e dos 30 aos 44 a quebra na taxa de poupança agregada foi, respetivamente, de 7,5 pontos percentuais e de 7 pontos percentuais. Por outro lado, nas faixas etárias mais elevadas a quebra da taxa de poupança foi mais reduzida: as famílias entre os 65 e os 74 anos tiveram uma quebra da taxa de poupança agregada de 3,5 pontos percentuais.



**Figura 4.17:** Taxa de poupança agregada por escalão etário (%)

**Fonte:** IDEF 2006, 2010, INE.



**Figura 4.18:** Taxa de poupança mediana por escalão etário (%)

**Fonte:** IDEF 2006, 2010, INE.

### **Poupança, rendimento e demografia**

Como as Figuras 4.14 e 4.16 demonstram, a poupança está concentrada nas famílias com rendimentos mais elevados e, por outro lado, a contribuição para a poupança total varia muito entre escalões etários. A análise da poupança por estrutura etária, usando os dados relativos a um ano (2010), não nos permite analisar o comportamento ao longo do ciclo de vida dado que estamos a observar o comportamento de poupança de indivíduos diferentes, embora possa sugerir alguns padrões. A dinâmica de crescimento da economia portuguesa no período 1950-2000, com uma taxa média anual de crescimento do PIB de 4,5%, a que se seguiu uma fase de estagnação na primeira década do século XXI, afetou, entre outras dimensões, o rendimento e as condições no mercado de trabalho das diferentes faixas etárias de forma muito diversa. Na Tabela 4.1, conjugamos as duas dimensões, distribuição do rendimento e escalões etários, para analisarmos em que grupos se concentra a poupança das famílias.

**Tabela 4.1:** Distribuição da poupança por nível de rendimento e escalão etário (%), 2010

Quartil de rendimento	Grupo etário do indivíduo de referência						Quartil, agregado
	[18;24[	[25;29[	[30;44[	[45;64[	[65;74[	[>=75[	
Quartil 1	-0,20	-0,11	-1,27	-2,77	-0,03	1,73	-2,65
Quartil 2	0,03	-0,36	-1,50	-1,34	1,25	3,04	1,12
Quartil 3	0,37	0,32	1,03	1,96	2,53	1,75	7,96
Quartil 4	0,96	1,57	5,13	8,18	3,16	2,52	21,52
Quartil 5	0,93	2,02	15,98	38,91	9,86	4,35	72,05
Etário, agregado	2,10	3,44	19,38	44,94	16,77	13,38	100,00

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do IDEF 2010. (Os quintis do rendimento estão ordenados do mais baixo para o mais elevado.)

A Tabela 4.1 permite observar que, em 2010, a poupança estava concentrada nas famílias dos 20% mais ricos, na faixa etária dos 45 aos 64 anos, célula que representa 39% da poupança total, o que corresponde a um aumento de 3 pp face a 2005.

A Tabela 4.2 mostra que a taxa de poupança varia muito por escalão etário e nível de rendimento. Por exemplo, as famílias na faixa etária dos 45 aos 64 anos apresentam uma taxa de poupança agregada que vai de -22%, no grupo dos 20% com os rendimentos mais baixos, até 35%, no grupo dos 20% com os rendimentos mais elevados. De facto, em geral, a taxa de poupança no mesmo escalão etário aumenta com o nível de rendimento. Porém, o perfil da poupança ao longo da vida também parece variar consoante o quintil de rendimento. Em termos gerais, parece haver tendência para a taxa de poupança baixar inicialmente com a idade; possivelmente, os indivíduos mais jovens estarão a fazer um esforço de poupança inicial, antes de adquirirem habitação própria ou fazerem outras despesas características dessa fase da vida. A taxa de poupança tende depois a aumentar com a idade; nalguns quintis o aumento ocorre logo no escalão dos 30 aos 44 anos, noutras ocorre apenas a partir dos 45 anos. Apenas no terceiro quintil, a tendência de crescimento é interrompida a partir dos 75 anos. A tendência para o aumento da taxa de poupança na faixa etária mais elevada, já observada nas Figuras 4.17 e 4.18, aparenta contrariar a teoria do ciclo de vida. No caso português, esta contradição pode estar relacionada com o facto de, pelo menos no sector público, o salário tender a crescer até ao fim da carreira e, durante



muito tempo (basicamente, até à reforma da Segurança Social em 2007), o último salário ter sido determinante para o cálculo da pensão de reforma.

**Tabela 4.2:** Taxa de poupança por nível de rendimento e escalão etário (%), 2010

Quartil de rendimento	Grupo etário do indivíduo de referência						Esc.Rend.,agreg.
	[18;24]	[25;29]	[30;44]	[45;64]	[65;74]	>=75	
Quartil 1	-46,77	-21,23	-28,21	-22,25	-0,29	10,81	-5,83
Quartil 2	2,85	-14,71	-12,12	-5,95	6,85	17,78	1,52
Quartil 3	15,00	5,44	3,61	4,99	16,02	15,66	7,74
Quartil 4	25,49	18,81	11,22	13,60	19,34	30,45	15,09
Quartil 5	30,33	18,35	22,19	27,82	35,07	40,41	27,20
Esc.Etário, agregado	19,23	12,23	11,91	16,38	18,61	21,15	15,89

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do IDEF 2010. (Os quintis do rendimento estão ordenados do mais baixo para o mais elevado.)

### **Contribuição para a queda da poupança**

Na Tabela 4.3 apresentamos a contribuição de famílias com características diferentes, nomeadamente por grupos de rendimento e escalões etários, para a variação da taxa de poupança entre 2005 e 2010. Os dados da Tabela 4.3 mostram que a queda da poupança se deveu essencialmente à redução da poupança das famílias pertencentes ao grupo dos 20% com rendimentos mais elevados e pertencentes aos escalões etários entre os 30 e os 64 anos (embora naqueles escalões etários a poupança tenha diminuído em todos os níveis de rendimento).

Quando analisámos a distribuição do endividamento por escalão etário na secção anterior, vimos que aquela faixa etária concentrava mais de 90% do crédito total, o que sugere que a redução da poupança poderá estar relacionada com o nível de endividamento. Abordaremos esta questão mais adiante, quando discutirmos os fatores macroeconómicos que poderão explicar a quebra da taxa de poupança neste período. A taxa de juro, que penaliza as famílias mais endividadas, será um dos fatores explicativos que teremos em

atenção. Note-se ainda que, em termos agregados, a redução da poupança entre 2005 e 2010 ocorreu essencialmente no quintil de rendimento mais elevado, que é aquele no qual a poupança está concentrada (72% do total da poupança).

**Tabela 4.3:** Contribuição para a variação da taxa de poupança 2005-2010 (%)

Quintil de rendimento	Grupo etário do indivíduo de referência						Quintil, agregado
	[18;24[	[25;29[	[30;44[	[45;64[	[65;74[	[>=75[	
Q1 pobres	0,06	-0,1	0,74	3,04	1,38	0,99	6,11
Quintil 2	-0,45	1,44	4,23	5,36	2,35	-1,97	10,96
Quintil 3	-0,77	0,83	7,25	4,31	0,18	1,65	13,44
Quintil 4	-0,1	0,51	11,18	5,81	1,6	-2,75	16,25
Q5 ricos	1,09	5,08	26,46	27,51	-3,86	-3,03	53,25
Etário, agregado	-0,17	7,76	49,85	46,01	1,65	-5,12	100

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do IDEF 2006 e 2010.

Os cálculos apresentados na Tabela 4.3 serão utilizados no capítulo 7, relativo às políticas públicas para a poupança, para avaliar em que grupos de rendimento e escalões etários se devem focar as políticas que visem aumentar a taxa de poupança agregada da economia.

#### 4.4. As causas da queda da taxa de poupança

O comportamento da poupança pode depender de vários fatores, como o que antecede terá deixado claro. A questão que nos interessa discutir nesta secção é quais desses fatores serão mais importantes para explicar o comportamento agregado da taxa de poupança das famílias em Portugal nas últimas décadas.

O Boletim de Inverno de 2010 do Banco de Portugal publicou um trabalho econométrico sobre esta mesma matéria (Alves e Cardoso, 2010).<sup>62</sup> Nesse modelo, a tendência

---

<sup>62</sup> É importante notar que os dados divulgados em 2016 com o Boletim Económico de Verão do Banco de Portugal, nos quais nos baseamos, implicam taxas de poupança um pouco diferentes das que resultavam da utilização dos dados disponíveis anteriormente. Este facto ajuda a entender as diferenças entre o nosso estudo e o de Alves e Cardoso (2010), a quem agradecemos a disponibilização da base de dados. Uma diferença significativa diz respeito ao período 1994-1995,

decrecente da taxa de poupança em Portugal é explicada pela diminuição da taxa de juro nominal. Como o texto nota, a taxa de juro nominal presente no modelo não deve ser vista como representando o custo da obtenção de crédito, ou a remuneração da poupança. Se adotássemos esta interpretação estreita, seríamos levados a pensar, em primeiro lugar, que há “ilusão monetária” por parte das famílias portuguesas — que confundem o custo nominal do empréstimo com o seu custo real — e, em segundo lugar, que o problema da baixa taxa de poupança em Portugal se resolveria com a subida da taxa de juro. Como o texto de Alves e Cardoso refere, esta interpretação estreita do papel da taxa de juro nominal deve ser evitada porque a redução da taxa de juro no período em análise ocorreu ao mesmo tempo que outros fatores, nomeadamente a estabilização nominal da economia portuguesa (o processo de desinflação no final dos anos 80, início dos anos 90), a liberalização e o desenvolvimento do sistema financeiro português.<sup>63</sup> Assim, por exemplo, em vez da taxa de juro poderia usar-se a taxa de inflação como fator determinante da tendência de redução da taxa de poupança.

É importante adicionar uma outra vertente a esta discussão: a maior facilidade de acesso ao crédito não teria tido um impacto aparentemente tão significativo se não tivesse ocorrido em circunstâncias que propiciassem o efetivo aumento do endividamento. A nosso ver, estas circunstâncias propiciadoras do aumento do endividamento terão sido essencialmente duas: (1) o desenvolvimento do Estado Social; (2) as expectativas quanto ao efeito da integração europeia no nível de vida dos portugueses.

Quanto ao desenvolvimento do Estado Social, pensamos ser claro que os motivos para poupar se reduzem fortemente numa economia em que as despesas de saúde e educação são, no essencial, cobertas pelo Estado, e em que as pensões são calculadas de forma generosa face ao que foram os descontos ao longo da vida ativa. Contudo, no período em análise (1985-2015) não foi possível encontrar um modelo econométrico que corrobore esta hipótese, possivelmente porque o essencial do enquadramento do Estado Social já teria sido estabelecido anteriormente.<sup>64</sup>

---

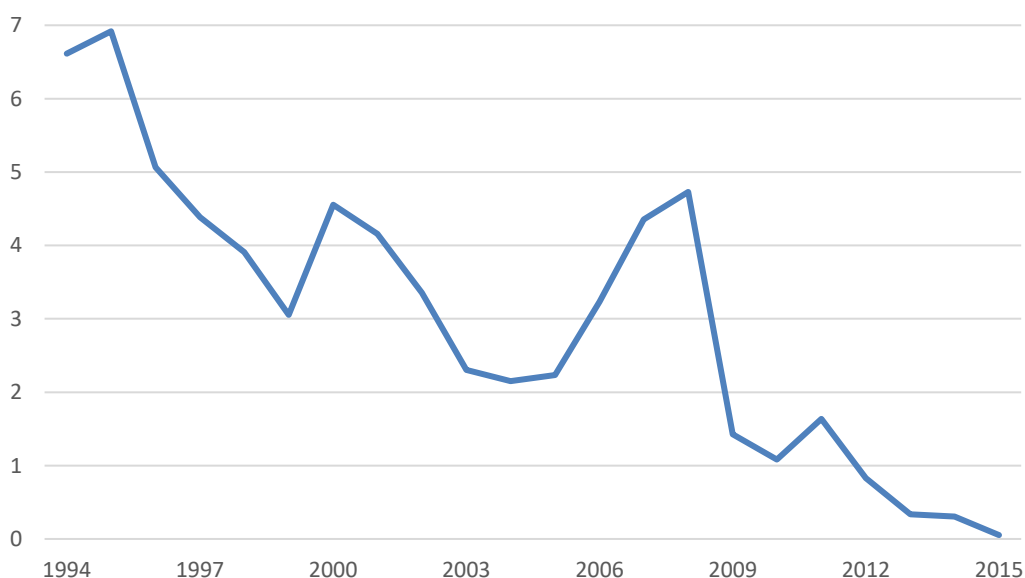
período no qual os novos dados mostram uma oscilação da taxa de poupança menos acentuada do que aquela que os dados anteriores revelavam.

<sup>63</sup> Summers e Carroll (1987) salientam que nos EUA, nos anos 1980, a descida da taxa de poupança coincidiu com um aumento da taxa de juro real.

<sup>64</sup> No nosso exercício econométrico, experimentámos igualmente outras variáveis, tais como variáveis demográficas, medidas do peso do Estado na economia, taxa de crescimento do PIB, entre outras.

Quanto ao papel das expectativas, a primeira dificuldade está em arranjar uma medida dessas expectativas adequada aos nossos propósitos. Conforme discutimos no capítulo 3, usamos uma medida que consiste em reinterpretar o quociente entre a riqueza dos agentes e o rendimento disponível como um indicador das expectativas de “médio prazo” dos agentes — ver Figura 3.7. A característica principal deste indicador é a sua subida durante os anos 90, evolução que associamos à elevação das expectativas quanto ao futuro da economia portuguesa.

Tal como no estudo realizado por Alves e Cardoso, dividiremos o nosso estudo em duas partes: (1) a parte relativa à tendência de longo prazo da taxa de poupança; (2) a parte relativa às flutuações de curto prazo. No que diz respeito à tendência de longo prazo, cremos que esta pode ser representada pela taxa de juro nominal ou pela taxa de inflação, como Alves e Cardoso referem, ou pelo número de estabelecimentos de sociedades financeiras em Portugal, calculado a partir dos Quadros de Pessoal. Foi esta a variável que usámos em Alexandre *et al.* (2011), procurando enfatizar a importância que julgamos que a liberalização do sector financeiro merece na explicação da evolução da taxa de poupança neste período histórico, mais do que a redução em si mesma da taxa de juro, ou da taxa de inflação. Contudo, não é possível obter uma série atualizada para esta variável, pelo que utilizamos em seu lugar os ativos do sector bancário português, medidos em percentagem do PIB, variável que apresentou um comportamento globalmente similar ao do número de estabelecimentos de sociedades financeiras em Portugal — recorde-se a Figura 3.11.

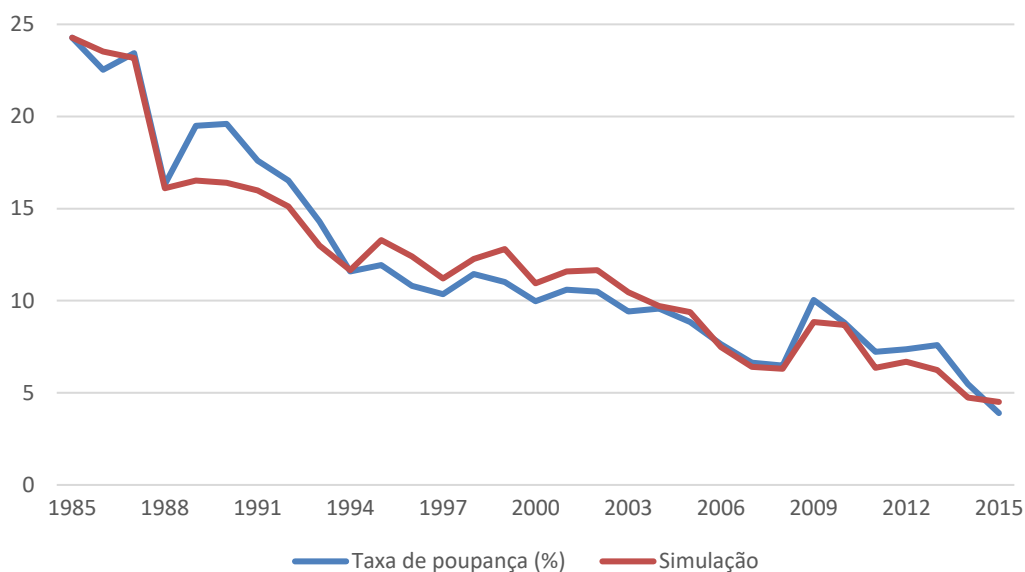


**Figura 4.19:** Taxa de juro Euribor (%)

**Fonte:** BCE.

No que toca à evolução de curto prazo, consideramos que a principal dificuldade reside na explicação da queda abrupta da taxa de poupança em 1988 e nas oscilações observadas desde 2003, em especial a diminuição até 2008 e o salto em 2009. A nossa leitura dos dados sugere-nos que a queda da taxa de poupança em 1988 foi essencialmente o resultado da conjugação dos fatores referidos acima a propósito da Figura 4.3: o contraste económico e psicológico com o período anterior de austeridade (na sequência da 2ª intervenção do Fundo Monetário Internacional); a redução das restrições à importação de automóveis; a maior facilidade de acesso ao crédito, nomeadamente através do *leasing*.

Dada a excecionalidade da situação, optámos por incluir uma variável específica para o ano 1988. Já o comportamento em U da taxa de poupança entre 2003 e 2009 terá resultado, em nossa opinião, da evolução das taxas de juro ativas praticadas pelos bancos — a Figura 4.19 mostra a evolução da taxa de juro Euribor neste período. Mais concretamente, pensamos que o baixo valor da taxa de poupança em 2005-2008 terá resultado do aumento das despesas com juros que as famílias tiveram de suportar neste período. Ou seja, face a uma redução do rendimento disponível, as famílias optaram, tal como prevê a teoria económica no caso de choques transitórios, por ajustar essencialmente a poupança em vez do consumo, esperando que o movimento das taxas de juro fosse, como acabou por ser, efémero. A ser verdadeira, esta explicação implica, relativamente ao estudo feito por Alves e Cardoso, uma inversão do efeito da variação da taxa de juro sobre a poupança. Como vimos, no trabalho de Alves e Cardoso a descida da taxa de juro estava associada à descida da taxa de poupança. Pelo contrário, no período 2003-2009, segundo a nossa interpretação, a taxa de juro e a taxa de poupança terão variado inversamente.



**Figura 4.20:** Simulação do modelo

**Fonte:** Cálculos dos autores.

A simulação (Figura 4.20) mostra que o modelo segue bem o comportamento da taxa de poupança de 1985 a 2015. Assim, de acordo com a nossa análise, a tendência de descida da taxa de poupança resultou da maior facilidade de acesso ao crédito, ao passo que a flutuação entre 2005 e 2008 foi essencialmente causada pelo movimento da taxa de juro. Depois da recuperação em 2009, a poupança das famílias retomou a sua longa trajetória negativa, o que sugere que as famílias percecionaram o início da recuperação económica e dos rendimentos como permanente e estará assim associado à melhoria das expectativas em relação à evolução da economia – ver Figura 3.7. As baixas taxas de juro também não favoreceram o aumento da poupança. No entanto, não é demais salientar que o efeito da liberalização do sector financeiro sobre a taxa de poupança só terá sido possível, julgamos nós, pelas circunstâncias em que ocorreu, nomeadamente num ambiente com expectativas elevadas e desenvolvimento do Estado Social.

As baixas taxas de juro que caracterizam as principais economias desenvolvidas (ver capítulo 2) têm representado um importante alívio para as famílias endividadadas, podendo vir a ter um efeito positivo na poupança das famílias. No entanto, têm também penalizado os detentores de poupanças e poderão funcionar como um desincentivo à poupança. Voltaremos a este tema no último capítulo, que analisa as políticas de promoção da poupança.

#### **4.5. Conclusão**

Este capítulo analisou o comportamento da taxa de poupança das famílias portuguesas. Apesar de não ter um comportamento extremo no contexto internacional, a taxa de poupança das famílias portuguesas situa-se no grupo das mais baixas, em resultado da queda registada nas últimas décadas. As contrapartidas dessa queda foram o aumento do consumo a um ritmo superior ao do rendimento e o aumento do endividamento. Estas alterações foram especialmente fortes no período 1988-1994. Parte significativa da diminuição da taxa de poupança das famílias pode ser associada à diminuição das remessas recebidas dos emigrantes, mas, mesmo após a eliminação desse efeito, é notória a tendência de diminuição da taxa de poupança.

O endividamento das famílias, que é essencialmente resultante da compra de habitação, mostrou sinais de correção a partir de 2011, tendo diminuído consideravelmente. Porém, o mesmo não sucedeu à taxa de poupança, que continuou a bater os valores mínimos das últimas décadas. A maior parcela da queda da poupança ocorreu nas famílias com rendimentos mais elevados, que são também aquelas que mais poupam. De acordo com os nossos dados, enquanto a tendência de queda da poupança nas décadas anteriores terá resultado de um conjunto de circunstâncias favoráveis a essa diminuição, entre as quais, no presente capítulo, salientámos o desenvolvimento do sector financeiro. Por outro lado, a diminuição da poupança nos últimos anos poderá ser o reflexo da melhoria das expectativas.

## 5. A riqueza das famílias

Neste capítulo analisamos a composição da riqueza das famílias portuguesas, conjugando dados macro e microeconómicos. A riqueza das famílias, em percentagem do rendimento disponível, aumentou de forma contínua desde o início da década de 80 até 2007. Durante este período, a riqueza em habitação, que continua a ser o principal ativo das famílias, foi diminuindo o seu peso na riqueza total, sendo inferior a 50% desde 2012. As alterações demográficas em curso e previstas deverão penalizar o investimento em habitação e o valor desse ativo. Espera-se, assim, que a habitação continue a perder importância na riqueza das famílias. Num mercado já caracterizado por excesso de oferta, novas gerações menos numerosas reduzirão a procura de habitação, devendo esse efeito ser acentuado pelas mudanças em curso no mercado de trabalho.

O intenso desenvolvimento dos mercados financeiros, oferecendo às famílias outras alternativas para a aplicação das suas poupanças, favoreceu a introdução de novos produtos como os fundos de investimento ou produtos de poupança para a reforma, bem como o aprofundamento do mercado acionista. Na secção 5.1 descrevemos a composição da riqueza, bem como a forma como ela se encontra distribuída por escalões etários e por rendimento das famílias.

No capítulo 4 concluímos que a poupança se encontrava concentrada num número reduzido de famílias. Neste capítulo, mostramos que a distribuição da riqueza é muito desigual. A riqueza em habitação, que analisamos na secção 5.2, apesar de desigual, é um elemento com grande peso em todos os grupos etários e de rendimento considerados na nossa análise.

Na secção 5.3, analisamos a riqueza financeira, destacando-se uma forte desigualdade na sua distribuição, com as famílias pertencentes aos grupos de rendimentos mais elevados a deterem a quase totalidade dos ativos financeiros. Nesta análise, damos especial atenção às principais aplicações financeiras da carteira das famílias portuguesas: Depósitos, Ações, participações em Fundos de Investimento e Planos Poupança Reforma (PPR), que representavam, de acordo com o ISFF de 2010, quase 80% do total dos ativos financeiros das famílias.



## 5.1 A composição da riqueza das famílias

De acordo com as teorias do rendimento permanente e do ciclo de vida, a riqueza das famílias influencia as suas decisões de consumo e, em consequência, as decisões de poupança. Por exemplo, o extraordinário aumento da riqueza financeira nos Estados Unidos (e noutros países industrializados), na segunda metade dos anos 1990, motivou um número imenso de estudos que investigaram o efeito daquele aumento (e também do aumento da riqueza em habitação) nas decisões das famílias americanas. A maioria dos estudos conclui que a riqueza tem um efeito significativo sobre o consumo (e, assim, sobre a poupança), embora dependa da sua composição, nomeadamente do peso da riqueza em habitação e da riqueza financeira na riqueza total.<sup>65</sup>

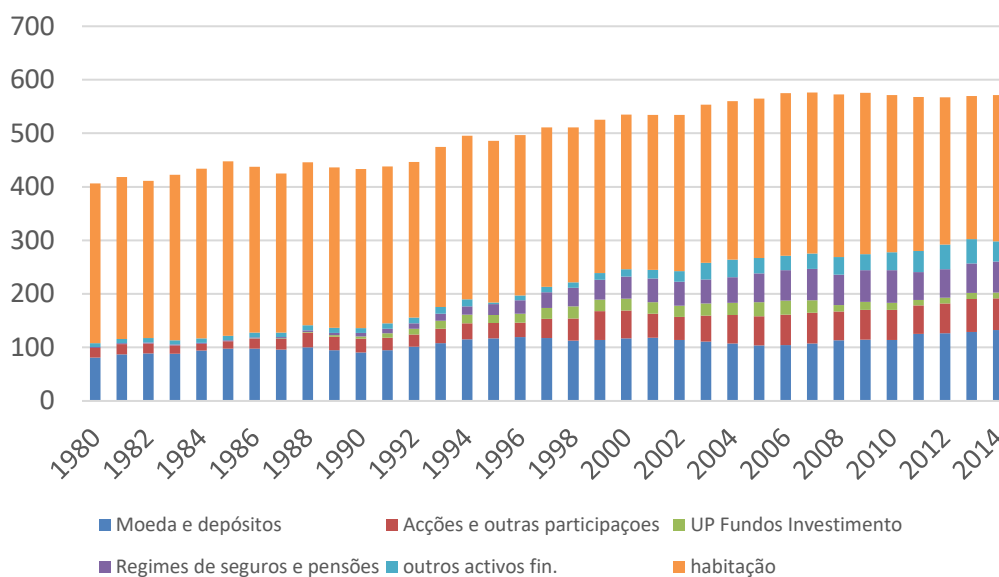
A soma da riqueza em habitação e da riqueza financeira das famílias aumentou de forma contínua desde o início dos anos 80 até ao final dos anos 90, tendo passado de cerca de 400% para mais de 550% do rendimento disponível – ver Figura 5.1.<sup>66</sup> Em 2007, aquele rácio atingiu um valor máximo de 576% do rendimento disponível (RD), tendo diminuído ligeiramente nos anos seguintes na sequência da crise financeira internacional. Em 2014, o rácio era de 572% do RD,<sup>67</sup> representando a riqueza financeira das famílias cerca de 300% do RD.

---

<sup>65</sup> Ver, por exemplo, Mehra (2001) e Lettau e Ludvigson (2001).

<sup>66</sup> Note-se que, uma vez que queremos estudar a composição da riqueza, os valores aqui referidos são brutos, ou seja, não subtraímos o valor dos passivos das famílias. Usaremos valores líquidos quando analisarmos mais à frente questões ligadas à distribuição da riqueza.

<sup>67</sup> Para uma descrição da evolução riqueza e da sua composição nas últimas décadas ver Cardoso e Cunha (2005) e Cardoso, Farinha e Lameira (2008). Estas autoras estimaram e compilaram as séries, com início em 1980, da riqueza em habitação e financeira das famílias portuguesas.



**Figura 5.1:** Composição da riqueza das famílias (% RD)

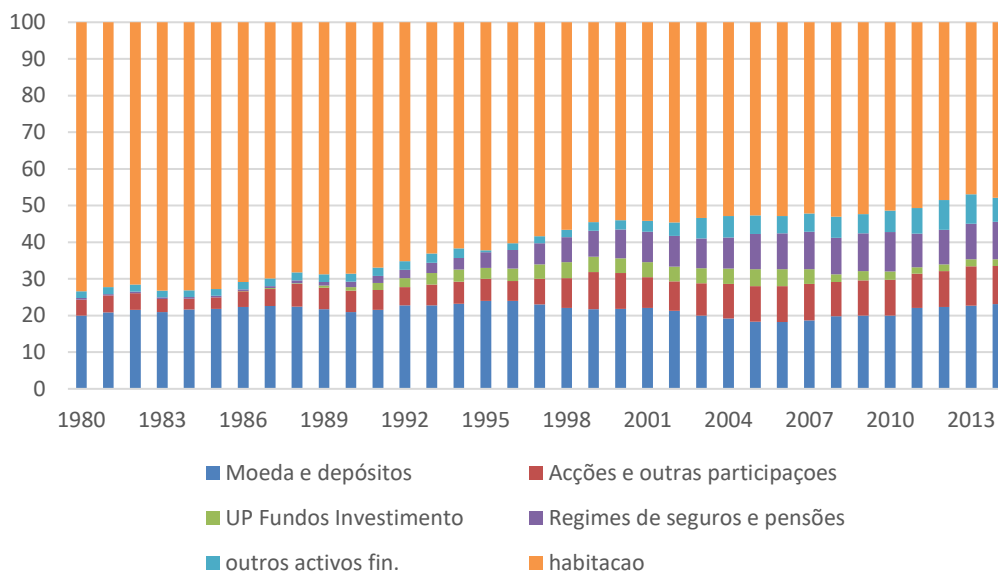
**Fonte:** Banco de Portugal.

Na Figura 5.2, apresentamos a composição da riqueza das famílias em percentagem da riqueza total. O aspeto que mais se destaca na Figura 5.2 é a perda relativa de peso da habitação na riqueza total – passando de cerca de 74% em 1980 para cerca de 48% em 2014.<sup>68</sup> O contraponto da perda de peso da riqueza em habitação foi o aumento da importância da riqueza financeira. No aumento do peso da riqueza financeira destaca-se a riqueza em ações e outras participações e em seguros e pensões – ambos representavam cerca de 10% da riqueza total em 2014.

A evolução da riqueza das famílias pode ser dividida em dois grandes períodos: antes e depois de 1999. O primeiro período é caracterizado por uma redução da importância da habitação no conjunto da riqueza das famílias. Ao longo deste período, ganharam peso na carteira das famílias as aplicações em títulos (incluindo ações, obrigações e fundos de investimento) e em produtos de seguros (incluindo aqui seguros de vida e fundos de pensões). Para esta evolução, terá contribuído o desenvolvimento do mercado de capitais e a valorização das ações — ver Figura 5.3 —, além das alterações legislativas que

<sup>68</sup> A habitação é o principal ativo das famílias em todos os países da zona do euro, embora com grandes variações entre países, em parte explicadas pelo facto da percentagem com propriedade de casa própria variar entre os 44% (Alemanha) e os 90% (Eslováquia) – ver ECB (2016).

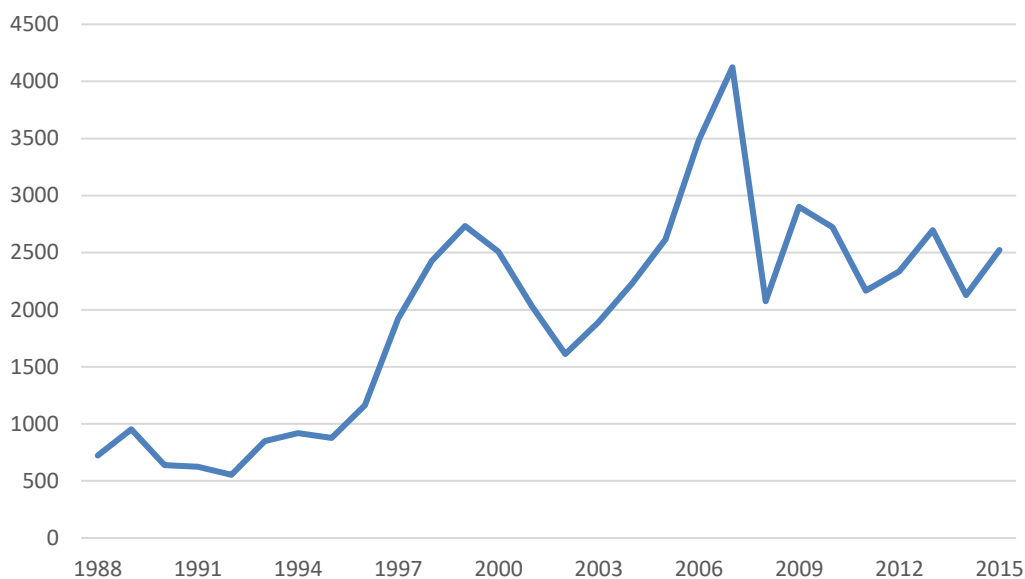
permitiram o desenvolvimento de novos produtos financeiros, nomeadamente fundos de investimento e de pensões e do sistema financeiro em geral.



**Figura 5.2:** Composição da riqueza das famílias (% da riqueza total)

**Fonte:** Banco de Portugal.

Uma análise mais detalhada desta evolução revela a existência de várias fases dentro de cada um daqueles dois grandes períodos. Na primeira metade dos anos 80, os encaixes monetários (moeda e depósitos) ganharam peso à custa da habitação e das ações. À época, os juros dos depósitos, além de serem elevados em termos nominais, eram usualmente capitalizados, o que criava uma inércia favorável à acumulação de riqueza sob essa forma. Por outro lado, o investimento em ações sofria com a pouca liquidez do mercado e a conjuntura muito difícil da economia portuguesa.



**Figura 5.3:** PSI geral

**Fonte:** Banco de Portugal

Este panorama mudaria na segunda metade dos anos 80. Com efeito, nesta altura foi implementado um vasto programa de desenvolvimento e liberalização do sector financeiro.<sup>69</sup> Em particular, o mercado acionista beneficiou do processo de privatizações iniciado em 1989 — logo neste ano isso aconteceu, com grande sucesso, a 49% do capital do Banco Totta & Açores, da Aliança Seguradora, da Companhia de Seguros Tranquilidade e da Unicer. A revisão constitucional de Agosto de 1989 e a Lei-quadro das Privatizações abriram as portas à privatização total de várias empresas nacionalizadas, o que teve um impacto muito significativo no mercado acionista.<sup>70</sup> Assim, não é de admirar que o peso das ações e doutros títulos na carteira das famílias portuguesas tenha aumentado neste período, em desfavor da habitação, pese embora o mau desempenho da bolsa portuguesa no final dessa década, após o *crash* de Outubro de 1987. As cotações bolsistas iniciaram um novo período ascendente em 1993. Tal como na segunda metade dos anos 80, o peso das ações acompanhou este aumento (representando cerca de 10% da riqueza total em 1999 - ver Figura 5.2). O mesmo aconteceu com o peso dos fundos de investimento (que representavam cerca de 4% da riqueza total em 2000), dos fundos de pensões (tornaram-

<sup>69</sup> Para uma descrição dos desenvolvimentos nos mercados financeiros neste período ver Bação (1997).

<sup>70</sup> Por exemplo, em 1995, 20% das empresas cotadas haviam sido privatizadas, correspondendo a 35% da capitalização bolsista e a 41% das ações transacionadas – GAFEEP (1996).

se uma porção visível da riqueza das famílias no final da década de 80 – 1,5% da riqueza total em 1990 -, tendo aumentado a sua contribuição para cerca de 7% em 1999) e, já na segunda metade dos anos 1990, dos outros títulos. Novamente, as reduções de peso ocorreram na habitação e nos encaixes monetários.

A entrada na zona euro foi quase coincidente com o fim de um ciclo de expansão, normalmente associado à emergência de uma “nova economia” baseada nas novas tecnologias da informação. A “bolha tecnológica” rebentou no ano 2000, tendo-se seguido mais dois anos de quedas. De 2003 a 2007 as bolsas recuperaram, ajudadas pelas políticas expansionistas que se instalaram após o rebentamento da bolha, os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001 e as recessões que se seguiram. Esta fase de nova expansão terminaria com a crise financeira internacional em 2007. Seguiu-se uma recomposição da carteira das famílias, com um aumento do peso dos encaixes monetários (de 18% em 2006 para 23% em 2014) e um ligeiro aumento da habitação, e uma redução do peso das ações (flutuou entre os 8% e os 10%) e dos fundos de investimento (passaram de 4% da riqueza total, em 2007, para cerca de 2% da riqueza total nos anos seguintes). O aumento do peso da habitação seria temporário, acabando por ser substituído por um aumento do peso dos seguros de vida e fundos de pensões, que se manteve em torno dos 10% até 2014.

Esta descrição confirma um traço usual dos encaixes monetários: servem como um ativo de refúgio quando as remunerações de ativos com maior grau de risco descem. Este comportamento parece ser mais forte no caso das ações e dos fundos de investimento, e menos acentuado no caso dos fundos de pensões e outros títulos.<sup>71</sup> Ao longo do período 1987-2010 (antes não existiam fundos de investimento e de pensões), o peso dos outros títulos também aparece a variar inversamente com o peso dos fundos de investimento e de pensões, mas, curiosamente, não com o peso das ações. As ações, os fundos de investimento e os fundos de pensões tenderam a variar no mesmo sentido ao longo deste período. Isto pode resultar do facto de serem vistos como produtos com maior risco, nos quais se investe quando as expectativas são otimistas. Contudo, como os fundos de investimento e de pensões são heterogéneos, podendo investir em ações ou noutros tipos de ativos, o facto de tenderem a variar no mesmo sentido que o investimento em ações pode apenas refletir a presença das ações na carteira desses fundos.

---

<sup>71</sup> As reservas técnicas correspondentes a outros tipos de seguros quase não variaram neste período.

As exigências de recapitalização dos bancos decorrentes da crise da dívida soberana e impostas pelo memorando da “*troika*” suscitaram uma discussão acesa em torno das taxas de juro dos depósitos. O mesmo se passou noutros países, nomeadamente em Espanha, cujo banco central penalizou os bancos que praticam taxas de juro muito elevadas para atraírem depósitos. Estas alterações têm efeitos sobre a composição da riqueza das famílias. O mesmo movimento ocorreu na economia portuguesa, tendo o Banco de Portugal adotado medidas semelhantes às do Banco de Espanha.

Mais recentemente, como vimos no capítulo 2, o panorama das taxas de juro alterou-se significativamente, na sequência da adoção de políticas monetárias não convencionais com o objetivo de estimular a economia (e de salvaguardar a zona euro). A política de taxas de juro negativas do BCE, penalizando as reservas excedentárias, tem também colocado pressão sobre os bancos comerciais que tentam passar esse custo para os depositantes, reduzindo a valores muito próximos do zero a remuneração dos depósitos.

### **Análise microeconómica da riqueza das famílias**

De seguida apresentamos uma descrição da composição e distribuição da riqueza das famílias, utilizando os dados do *Inquérito à Situação Financeira das Famílias* de 2010, realizado pelo Banco de Portugal e pelo INE.

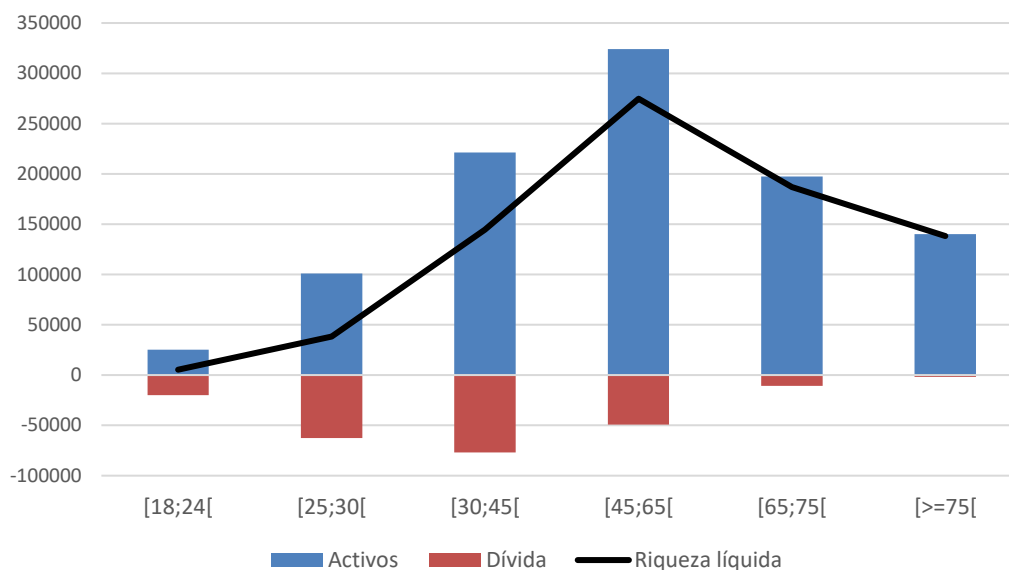
A análise dos dados do ISFF indica que cerca de 85% da riqueza das famílias era riqueza real, constituída por habitação e outros imóveis, o que está em linha com os valores médios da zona do euro, tendo os ativos financeiros um peso de 15% na riqueza total (ver ECB, 2016). Numa economia muito endividada como a portuguesa, é importante analisar a riqueza em termos líquidos, isto é, subtraindo-lhe o endividamento. À semelhança do que fizemos no capítulo 4, com a análise da poupança e do endividamento, descrevemos a riqueza total das famílias por escalões etários e tendo em conta a distribuição do rendimento.<sup>72</sup>

Na Figura 5.4, apresentamos a distribuição da riqueza líquida das famílias por escalão etário. A análise daquela figura mostra que a riqueza líquida média é positiva em todos os escalões etários e aumenta com a idade até atingir um valor máximo de cerca de 275 mil euros nas famílias no escalão etário entre os 45 e os 64 anos, decrescendo a partir daí,

---

<sup>72</sup> À data da realização deste estudo, o ISFF de 2013 não estava ainda disponível para os investigadores.

para atingir um valor de 138 mil euros nas famílias com idade superior a 75 anos. É importante salientar que as famílias na faixa etária entre os 45 e os 64 anos possuem 57% da riqueza líquida total. Apesar de não podermos utilizar os dados disponíveis para um ano para avaliarmos a teoria do ciclo de vida, deve referir-se que a distribuição da riqueza parece seguir o padrão previsto, com um aumento durante o período de participação no mercado de trabalho e uma diminuição nas idades correspondentes à aposentação.

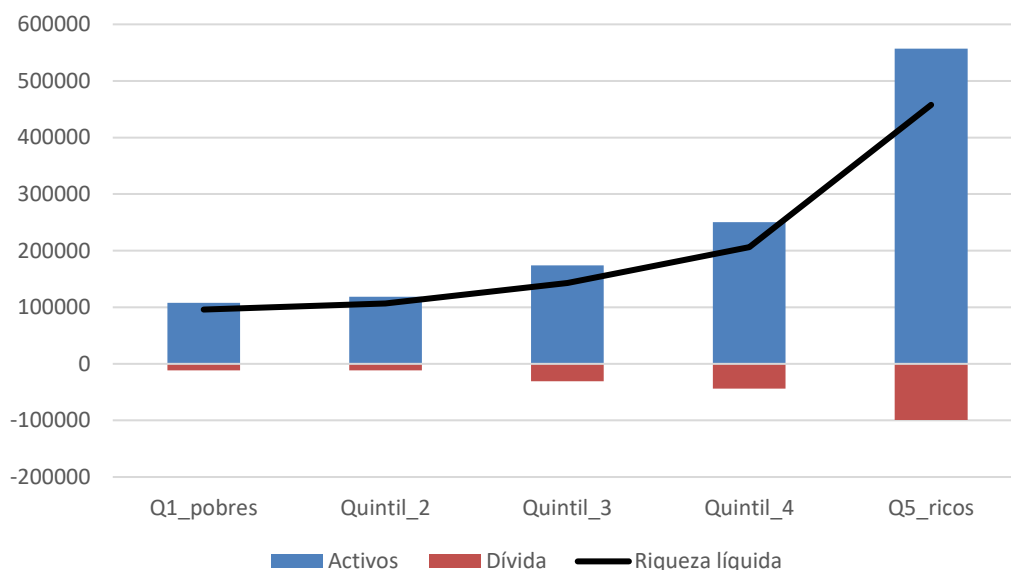


**Figura 5.4:** Riqueza líquida média por escalão etário (euros)

**Fonte:** ISFF (2010), Banco de Portugal e INE.

Na Figura 5.5, apresentamos a riqueza líquida média por quintil de rendimento. Como esperado, a riqueza líquida média aumenta com o rendimento das famílias, atingindo um valor de cerca de 457 mil euros para as famílias pertencentes ao grupo dos 20% com rendimento mais elevado.

Quando conjugamos a distribuição da riqueza líquida por escalão etário com a distribuição da riqueza por quintil de rendimento, concluímos que a distribuição da riqueza líquida é menos concentrada do que a poupança. Por exemplo, os 20% de famílias com rendimentos mais elevados representam 45% da riqueza líquida total (72% da poupança total), e os 20% de famílias com rendimentos mais baixos detêm 10% da riqueza total (-3% da poupança total).



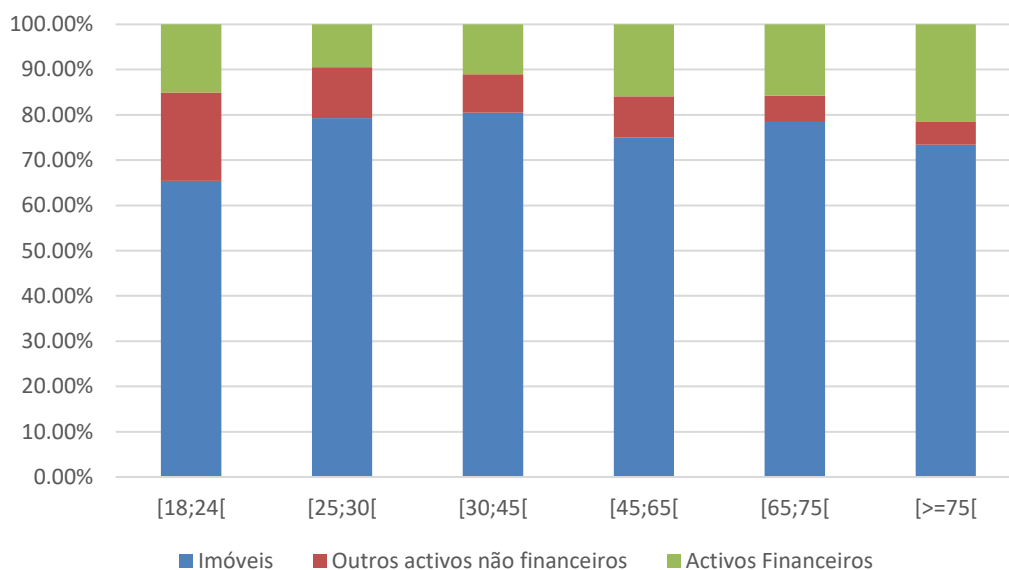
**Figura 5.5:** Riqueza líquida média por quintil de rendimento (euros)

**Fonte:** ISFF (2010), Banco de Portugal e INE.

Na Figura 5.6, descrevemos, por faixa etária, a composição da riqueza das famílias em termos de riqueza em imóveis, outros ativos não financeiros e ativos financeiros. Concluimos que o peso dos imóveis na riqueza total varia entre um mínimo de 65% para a faixa etária mais jovem e um máximo de 80% no caso das famílias entre os 30 e os 45 anos. Deve ainda salientar-se o facto de o peso dos ativos financeiros ter um peso máximo (22%) nas famílias com mais de 75 anos.

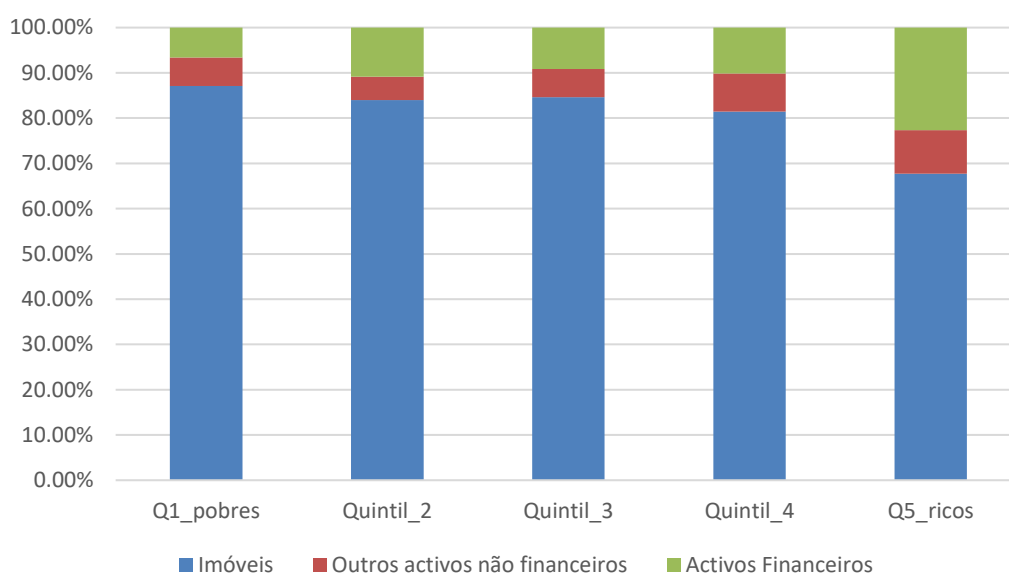
Na Figura 5.7, apresentamos a composição da riqueza líquida tendo em conta a distribuição do rendimento das famílias. De acordo com os dados do ISFF de 2010, a riqueza em imóveis tem um peso maior na riqueza total das famílias pertencentes aos grupos com rendimentos mais baixos, diminuindo de 87% nos 20% com rendimentos mais baixos, para 68% nas famílias pertencentes aos 20% com rendimentos mais elevados.





**Figura 5.6:** Composição da riqueza das famílias por faixa etária (%)

Fonte: ISFF (2010), Banco de Portugal e INE.



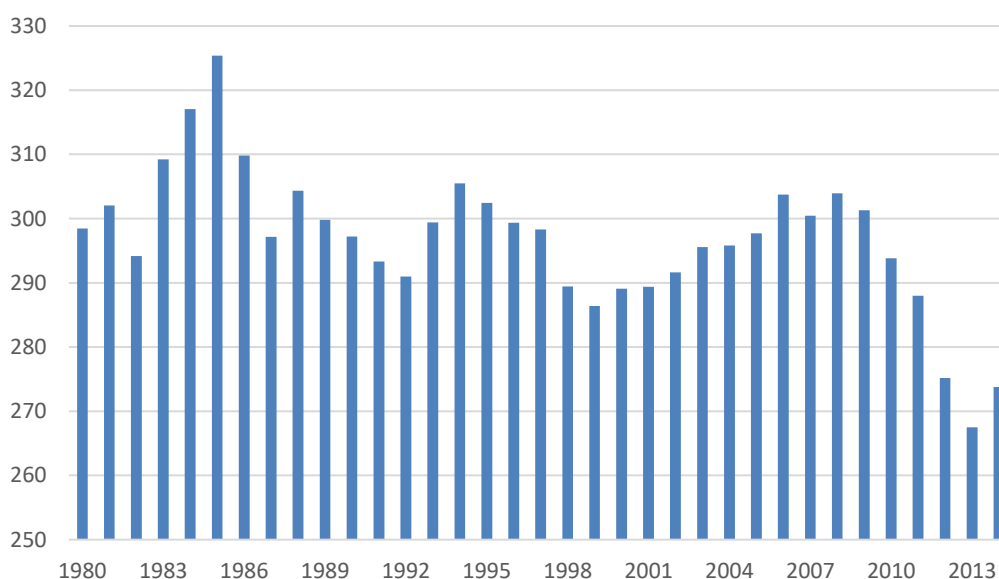
**Figura 5.7:** Composição da riqueza por quintil de rendimento (%)

Fonte: ISFF (2010), Banco de Portugal e INE.

Nas próximas secções, vamos analisar com maior detalhe a riqueza das famílias em habitação, a riqueza financeira e as aplicações em produtos de seguros.

## 5.2. Habitação

A riqueza em habitação aumentou de forma muito significativa a partir da entrada de Portugal no euro, em 1999 – ver Figura 5.8. Naquele ano, a riqueza em habitação das famílias em percentagem do rendimento disponível era 286%, correspondendo a 304% do rendimento disponível em 2008. Após a crise financeira internacional e a crise do euro, o peso da riqueza das famílias em habitação no rendimento disponível diminuiu de forma contínua, tendo atingido um mínimo de 268% do rendimento disponível, em 2013.



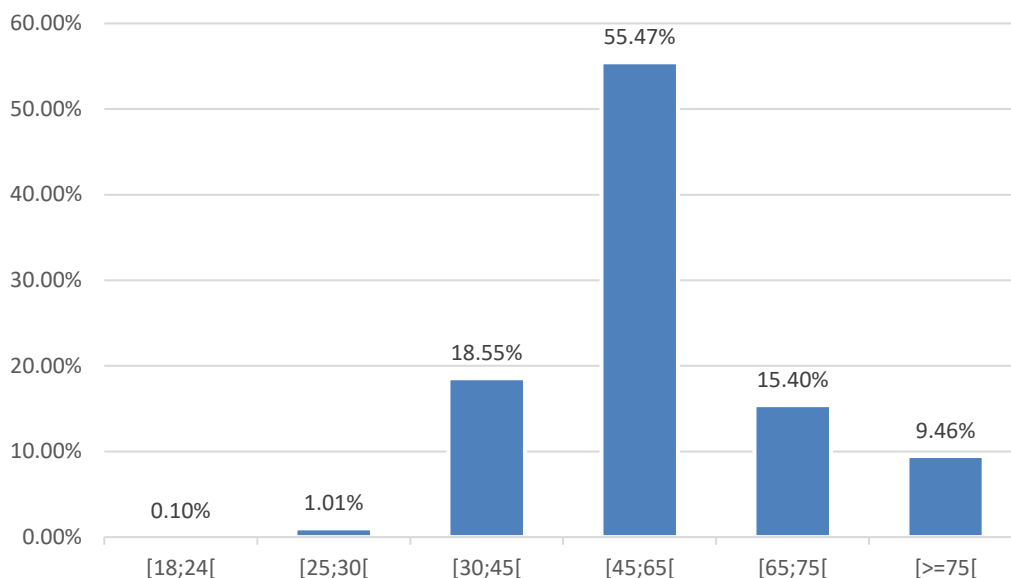
**Figura 5.8:** Riqueza em habitação das famílias (% RD)

Fonte: Banco de Portugal.

Como vimos na secção anterior, a habitação constitui a principal componente da riqueza das famílias. Foi apenas depois do início da crise da dívida que o peso da habitação no património das famílias baixou dos 50%, tendo sido superior a 60% até meados dos anos 90. De facto, a despesa associada à aquisição de habitação é a maior despesa que a generalidade das famílias fará durante a sua vida, sendo financiada, em grande medida, com recurso ao crédito. Como vimos no capítulo 4, a aquisição de habitação é de longe a principal razão para o endividamento das famílias, sendo o destino de cerca de 80% do crédito concedido às famílias em Portugal.

As alterações demográficas em curso na sociedade portuguesa vão afetar a importância da habitação na riqueza das famílias. Na Figura 5.9, utilizamos a informação do ISFF, de

2010, do INE para descrever a distribuição da riqueza em habitação por faixa etária.<sup>73</sup> Como seria de esperar, a riqueza em habitação está concentrada nas famílias com mais de 30 anos de idade, concentrando-se em especial na faixa etária entre os 45 e os 65 anos, que possui 55% da riqueza total em habitação.



**Figura 5.9:** Riqueza em habitação por faixa etária (%)

Fonte: ISFF (2010), Banco de Portugal e INE.

As gerações mais novas foram provavelmente as mais afetadas pela crise e enfrentam um novo paradigma do mercado de trabalho relativamente aos das gerações mais antigas. Os empregos para a vida de que muitas gerações beneficiaram até aos anos 90, e que justificava a aquisição de habitação, desapareceram. Atualmente, para além da precariedade dos vínculos contratuais, os jovens sabem que o seu local de trabalho é muito provavelmente temporário. Este contexto terá diminuído a disposição dos elementos das gerações mais jovens para adquirirem habitação – como vimos no capítulo 4, em 2015, os indivíduos com menos de 30 anos tinham um valor de crédito à habitação insignificante.<sup>74</sup>

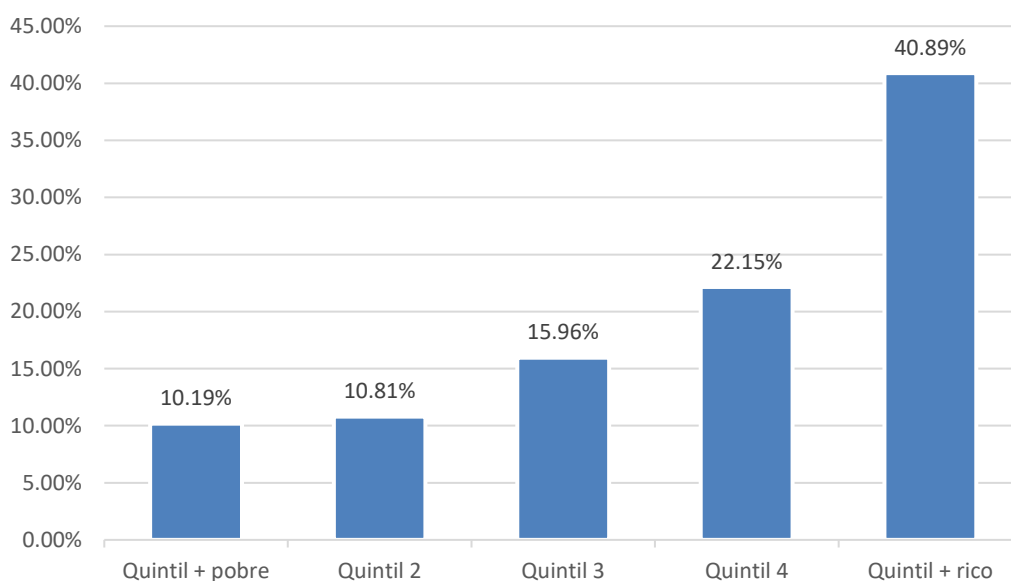
Na Figura 5.10, apresentamos a distribuição da riqueza em habitação por escalões de rendimento. Da análise da figura, concluímos, como seria de esperar, que os escalões com

---

<sup>73</sup> Consideramos a riqueza em imóveis como *proxy* para a riqueza em habitação.

<sup>74</sup> O reduzido valor do crédito à habitação naquela faixa etária poderá ser também explicado pelas dificuldades de acesso ao crédito na sequência da crise financeira, como discutimos no capítulo anterior.

rendimentos mais elevados possuem uma maior porção da riqueza total em habitação, com as famílias pertencentes aos 20% com rendimentos mais elevados a deterem mais de 40% da riqueza total em habitação.



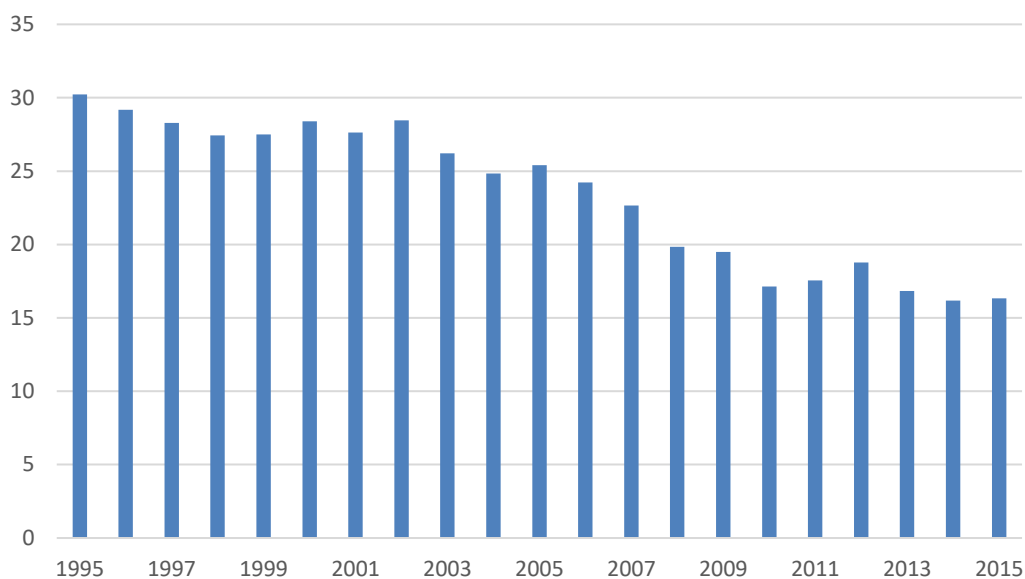
**Figura 5.10:** Riqueza em habitação por faixa etária (%)

Fonte: ISFF (2010), Banco de Portugal e INE.

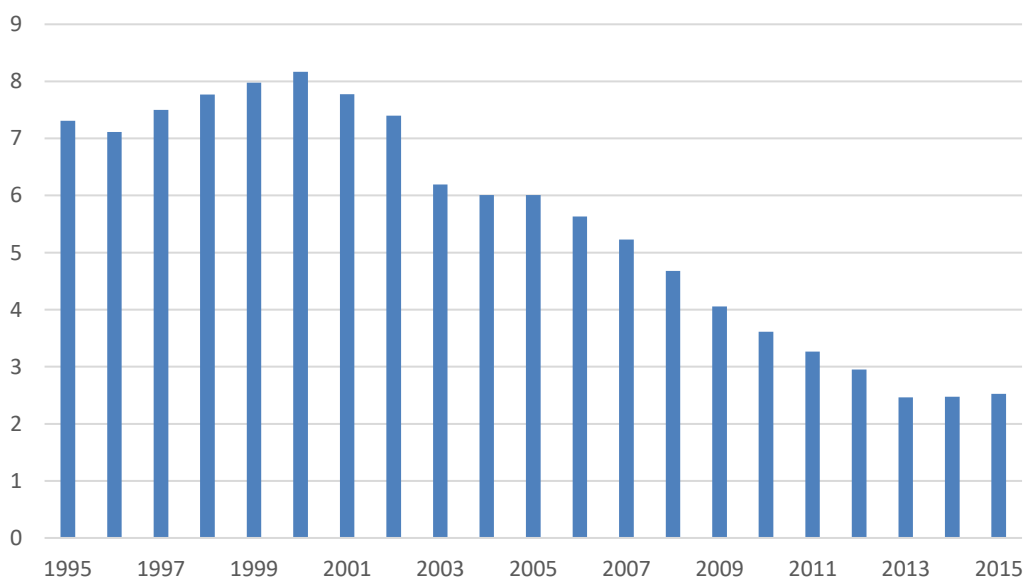
### **Construção e preços da habitação**

A construção de habitação também ocupa um lugar importante do lado da atividade produtiva, embora, dadas as projeções demográficas, apresente uma tendência decrescente ao longo das últimas décadas. A Figura 5.11 mostra a evolução do peso da construção de habitações no investimento total e no PIB. Relativamente ao investimento total, é visível a tendência de redução do peso da habitação a partir de 2003, oscilando em torno dos 17% desde 2010.

Em relação ao PIB – ver Figura 5.12 -, o peso da construção de habitações chegou a ser 8% no ano 2000, mas desceu muito significativamente desde então, sendo menos de um terço daquele valor desde 2013 (2,5% do PIB).



**Figura 5.11:** Peso da construção de habitações na formação bruta de capital (%)  
 Fonte: INE.

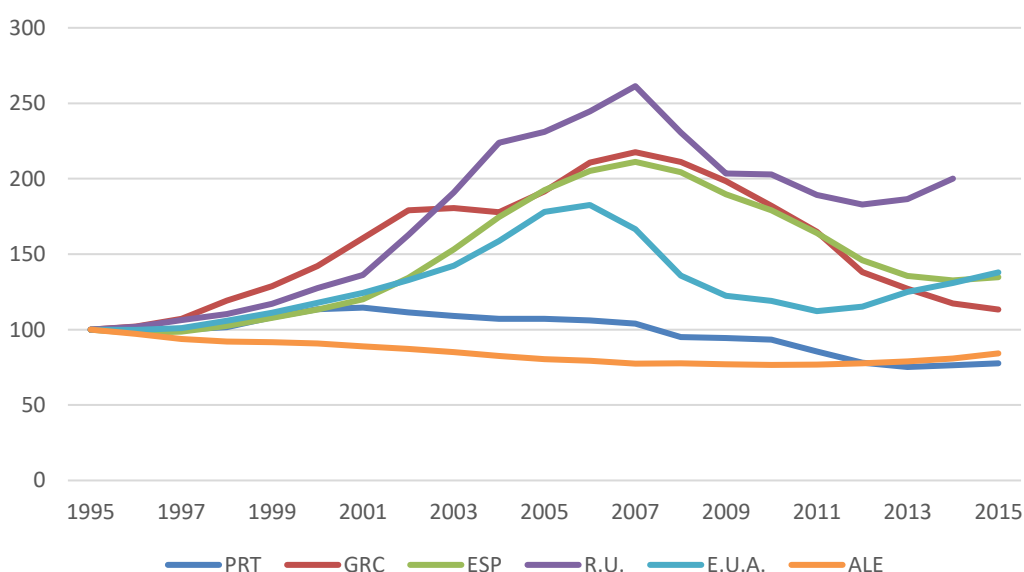


**Figura 5.12:** Peso da construção de habitações no PIB (%)  
 Fonte: INE.

No final dos anos 90, o preço da habitação em Portugal parecia seguir a tendência de crescimento rápido observada noutros países, divergindo, por exemplo, da Alemanha — ver Figura 5.13. Porém, contrariamente ao que sucedeu noutros países nos primeiros anos do século XXI, o preço da habitação em Portugal cresceu lentamente, crescendo mesmo mais devagar do que os preços dos outros bens. Por consequência, o preço real da habitação em Portugal apresentou uma tendência decrescente desde o início deste século:

a evolução do investimento em habitação vista acima teve correspondência na evolução do preço da habitação. Assim, nesse período, o sector da habitação contraía-se ano após ano em Portugal, enquanto noutros países, como a Grécia, a Espanha, a Irlanda, o Reino Unido e os Estados Unidos, estava em desenvolvimento uma “bolha” nesse sector, que reventaria quando se começaram a notar os primeiros sinais do que viria a ser a crise financeira internacional.

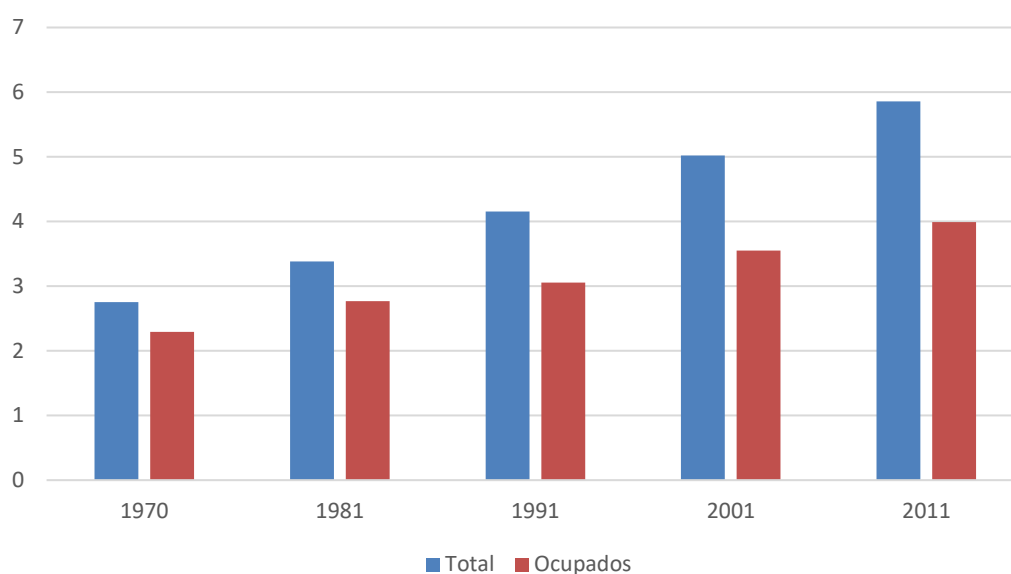
Um estudo de 2014 de Rita Lourenço e Paulo Rodrigues, do Banco de Portugal, sugere que a evolução dos preços da habitação em Portugal está relacionada com a evolução do rendimento disponível, da população ativa e da taxa de juro. As duas primeiras variáveis têm um efeito positivo sobre os preços e a última um efeito negativo. Através de métodos estatísticos, nesse estudo é também testada a existência de uma “bolha”, hipótese que, como esperado, é rejeitada no caso português, mas não no caso espanhol. O Boletim Económico do Banco de Portugal de outubro de 2014 apresenta um modelo diferente, substituindo a população ativa e a taxa de juro pela taxa de desemprego e pela construção de habitações (formação bruta de capital fixo). Apesar dessa diferença, é de salientar que ambos os modelos relacionam o fraco crescimento dos preços da habitação com o fraco desempenho macroeconómico registado em Portugal desde o início do século.



**Figura 5.13:** Índice do preço real da habitação com base em 1995

Fonte: Cálculos dos autores com base em dados do Banco de Pagamentos Internacionais e da AMECO.

Embora o ajustamento no sector da habitação pareça ser significativo, o facto é que a análise do INE sobre os resultados dos censos de 2011 revelou “o maior excedente de alojamentos em Portugal”. A Figura 5.14 ilustra esta situação. A diferença entre o número total de alojamentos familiares e os alojamentos familiares ocupados está a aumentar, tendo representado quase 50% do número de alojamentos ocupados em 2011 (em 1970 representava 20%). A previsão de que Portugal será afetado por uma forte regressão demográfica nas próximas décadas faz pensar que o hiato entre o número total de alojamentos e a sua ocupação poderá aumentar ainda mais, o que não será uma boa notícia para o mercado da habitação. Como veremos no capítulo 7, esta situação não deixará de afetar também a atividade dos bancos na área do crédito à habitação.



**Figura 5.14:** Alojamentos familiares clássicos (milhões)

Fonte: INE.

### 5.3. Aplicações financeiras

Como vimos acima (Figura 5.1), a riqueza financeira das famílias em percentagem do rendimento disponível aumentou de forma muito significativa desde finais da década de 80. Em 1989, a riqueza financeira das famílias em percentagem do rendimento disponível era 137%, tendo aumentado para 240%, em 1999. Desde a entrada no euro a riqueza financeira em percentagem do rendimento disponível tem vindo a aumentar, com algumas oscilações durante o período, situando-se perto dos 300% do PIB em 2014.

Nesta secção utilizamos os dados do *Inquérito à Situação Financeira das Famílias* de 2010, realizado pelo Banco de Portugal e pelo INE. Faremos também referência aos dados relativos a 2005 do *Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias* do INE, utilizado no estudo sobre a poupança em Portugal de Alexandre *et. al.* (2011). Começamos por analisar a composição dos diferentes ativos financeiros e a forma como eles se distribuem pelas famílias, tendo em conta a sua estrutura etária e a distribuição do rendimento.

De acordo com os dados do ISFF de 2010, os ativos financeiros representavam 15% da riqueza total das famílias. Na composição da riqueza financeira destacam-se os depósitos a prazo (62%), os depósitos à ordem (12,7%), as ações (6%) e os fundos de pensões (5%) – vamos concentrar a nossa análise nestes produtos. Mas antes disso, vamos analisar a distribuição da riqueza financeira por escalão etário e por quintis de rendimento.

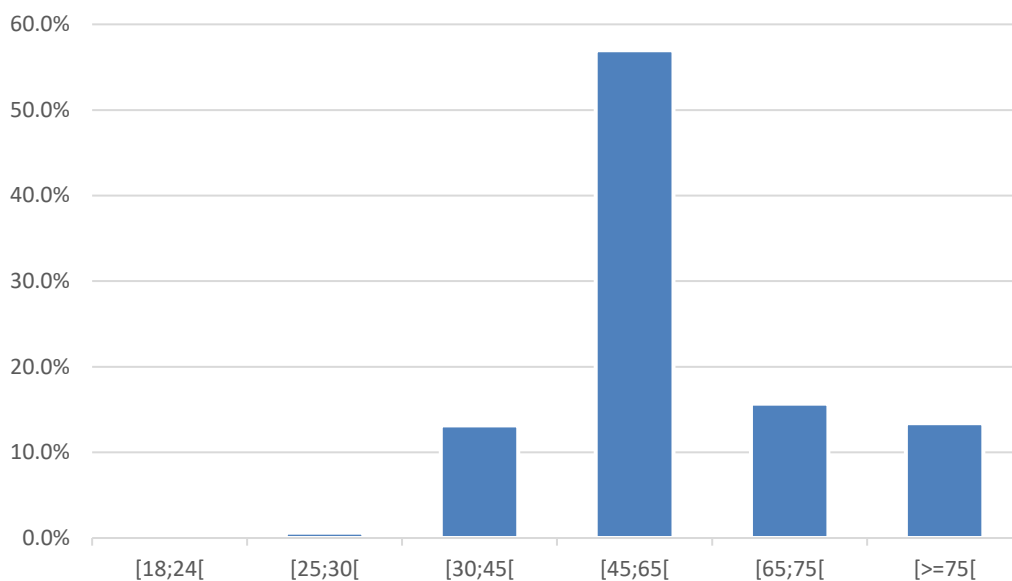
### **Riqueza por escalão etário e distribuição do rendimento**

A distribuição da riqueza financeira pelas famílias é muito assimétrica. Uma grande proporção da riqueza financeira é detida por uma pequena fração das famílias. O *Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias*, o *Inquérito aos Orçamentos Familiares*, o *Inquérito às Despesas das Famílias* realizados pelo INE e o *Inquérito à Situação Financeira das Famílias* da responsabilidade do INE e do Banco de Portugal disponibilizam dados para os anos 2000, 2006 e 2010. De acordo com o ISFF de 2010, 1% das famílias detinham cerca de 35% dos ativos financeiros e 10% das famílias detinham 78% desses ativos. Os dados para o ano 2000 mostram que 1% das famílias detinham 40% dos ativos financeiros e 10% das famílias detinham quase 74% dos ativos financeiros.

Apesar de a distribuição ser muito assimétrica, em 2010, 85% das famílias possuíam ativos financeiros. As aplicações menos populares são as que estão associadas a níveis de risco mais elevado: apenas 2,3% dos agregados possuem participações em fundos de investimento (2,9% em 2005 e 1,1% em 2000), sendo o seu valor médio, em 2005 e 2010, respetivamente, de cerca de 30 mil e 63 mil euros – mais abaixo trataremos com mais detalhe os depósitos, as ações e os PPRs.

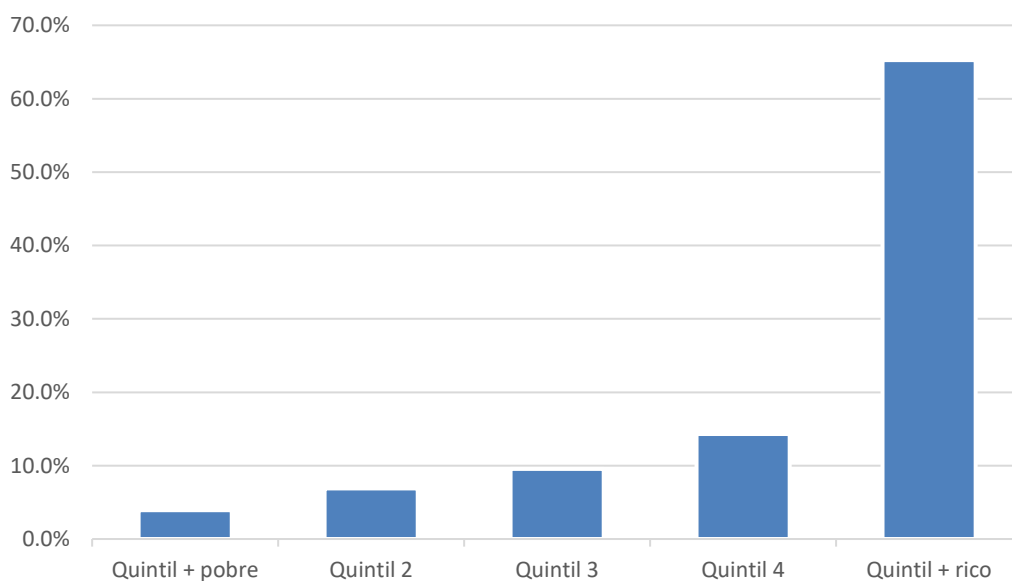
A análise da distribuição etária da riqueza financeira – ver Figura 5.15 - mostra que as famílias na faixa etária entre 45 e os 64 anos concentram 57% da riqueza financeira total. As famílias na faixa etária inferior aos 45 anos têm apenas 13% da riqueza financeira total, enquanto as famílias com idades superiores aos 65 anos concentram cerca de 30% da riqueza financeira total.





**Figura 5.15:** Riqueza financeira por escalão etário, 2010 (%)

Fonte: ISFF (2010), Banco de Portugal e INE.



**Figura 5.16:** Riqueza financeira por quintis de rendimento (%)

Fonte: ISFF (2010), Banco de Portugal e INE.

Tendo em conta a distribuição do rendimento, verifica-se que (Figura 5.16) a riqueza financeira está muito concentrada nas famílias com rendimentos mais elevados, sendo de salientar que as famílias que pertencem ao grupo das famílias do *top 20%* de rendimento detêm mais de 65% da riqueza financeira total.

Considerando os escalões etários e a distribuição de rendimento, a análise da riqueza financeira mostra que as famílias do top 20% de rendimento, pertencentes à faixa etária entre os 45 e os 64 anos, detinham em 2010 cerca de 43% da riqueza financeira.

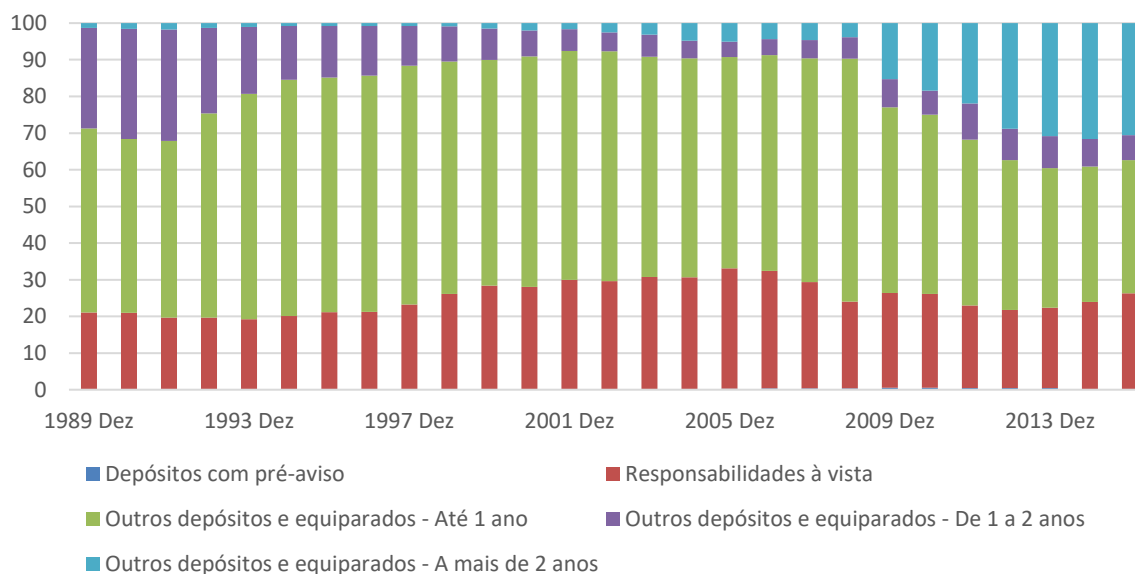
De seguida, utilizamos o ISFF de 2010 para analisar as principais aplicações financeiras das famílias: Depósitos, Ações e Pensões.

### **Depósitos bancários**

A Figura 5.17 mostra a evolução da composição dos depósitos dos particulares nas outras instituições financeiras monetárias, desde 1989. Aquela figura mostra três movimentos fundamentais. O primeiro consiste no aumento do peso dos depósitos até um ano a partir de 1992, por contrapartida da redução do peso dos depósitos com prazo superior. Este movimento deverá ter sido consequência do processo de diversificação dos depósitos (isto é, inovação financeira) que caracterizou a segunda metade dos anos 80 e o início dos anos 90 – ver Bação (1997). O segundo movimento consiste no aumento do peso dos depósitos à vista a partir de 1997. Possivelmente, este aumento refletirá o sucesso do processo de estabilização nominal, que reduziu as taxas de inflação e de juro para os níveis impostos pelos critérios para a adesão à área do euro. A redução das taxas de inflação e de juro significou uma diminuição do custo de oportunidade da detenção de depósitos à ordem, que proporcionam um rendimento nominal muito baixo ou mesmo nulo. O terceiro movimento fundamental consiste no salto do peso dos depósitos a mais de dois anos desde 2009, que passaram a representar mais de 30% dos depósitos totais. Este aumento deverá estar relacionado com a oferta pelos bancos de “produtos financeiros complexos”, combinando depósitos bancários com outros elementos, por exemplo, instrumentos derivados. O desenvolvimento deste segmento deverá refletir, por um lado, a necessidade de os bancos obterem recursos estáveis que compensem as dificuldades de financiamento no mercado interbancário e, por outro lado, a fuga dos investidores das ações e dos fundos de investimento.

Numa época de taxas de juro muitíssimo baixas, os depósitos a prazo deixaram de ser alternativas interessantes para os aforradores. Os produtos complexos permitiram aos bancos acenar aos clientes com a possibilidade de rendibilidades mais elevadas, mas transferindo para estes o risco associado a essa possibilidade. Tipicamente, apenas o capital aplicado nesses depósitos continuava a ser garantido pelo banco, mas mesmo essa garantia terá perdido valor à medida que as notícias sobre a situação dos bancos portugueses foram sendo conhecidas. A manutenção de montantes elevados em depósitos

bancários deverá, portanto, ter sido acompanhada pela redistribuição desses depósitos entre bancos e entre titulares, por forma a maximizar a proteção pelo Fundo de Garantia de Depósitos. Para além disso, também é possível que a não-fuga de depósitos seja sinal de alguma falta de sofisticação financeira da parte dos aforradores, que não saberão como ou não estarão confortáveis em aplicar as suas poupanças em ativos no estrangeiro.



**Figura 5.17:** Composição dos depósitos das famílias (% dos depósitos totais)  
Fonte: Banco de Portugal.

De acordo com o ISFF de 2010, os depósitos a prazo faziam parte da carteira de 37% dos agregados (36,3% em 2005), com um valor médio por agregado de 66 mil euros (10 mil euros em 2005). Como referimos acima, em 2010, os depósitos constituíam a principal aplicação financeira das famílias, representando os depósitos a prazo 62% da riqueza financeira total e os depósitos à ordem 13% da riqueza financeira total. Os dados do ISFF de 2010 mostram que os depósitos a prazo se encontram muito concentrados num número reduzido de famílias, com os 10% de famílias com mais depósitos a deterem 60% dos depósitos. Os dados do ISFF de 2010 mostram também que cerca de 65% dos depósitos pertenciam ao quintil das famílias com rendimentos mais elevados e que as famílias nos escalões etários superiores a 45 anos detinham cerca de 90% dos depósitos totais. A idade avançada é, habitualmente, sinónimo de algum conservadorismo e de alguma falta de informação acerca dos produtos de poupança alternativos, pelo que esta concentração quase total dos depósitos nos escalões etários superiores é compatível com a explicação para a manutenção de depósitos elevados nos bancos portugueses que demos no final do parágrafo anterior.

## **Ações**

Antes do início da crise financeira internacional, a bolsa portuguesa estava em expansão, isto é, o índice PSI20 estava a crescer, recuperando da queda vertiginosa registada entre o início do ano 2000 e finais de 2002 (da primeira sessão de 2000 à última sessão de 2002, o PSI20 perdeu metade do valor). O índice parecia estar a caminho de atingir os níveis de 2000 quando os sinais da crise financeira internacional surgiram, levando primeiro a uma estagnação e depois a uma nova sucessão de quedas. Do valor mais alto de 2007 até ao valor mais baixo no início de 2009, a perda foi de quase 60%. Até ao final de 2009, a bolsa ainda recuperaria uma parte das perdas, mas o resgate e a forte recessão de 2012 levariam o PSI20 para valores ainda mais baixos que os de 2009. Desde então, o padrão manteve-se: até meados de 2014, a tendência foi de subida; nos últimos dois anos, a tendência do índice voltou a ser decrescente, situando-se, no final de 2016, em valores semelhantes aos de 2012. A capitalização bolsista (em percentagem do PIB) está também claramente abaixo dos valores atingidos na véspera da crise financeira internacional (30% em 2015, quando em 2007 chegou a 55% do PIB).

Como vimos acima, em 2010, as ações representavam cerca de 6% dos ativos financeiros. De acordo com o ISFF, a riqueza em ações está concentrada num número reduzido de famílias: apenas 4,1% tinham ações (5,2% em 2005 e 5,5% em 2000), com um valor médio, em 2005 e 2010, de cerca de € 20 mil e de 60 mil euros, respetivamente. Adicionalmente, dentro do grupo restrito de famílias que detêm ações, os 10% com mais ações detinham 72% do total das ações.

A elevada concentração da riqueza em ações é também saliente quando analisamos a distribuição por faixa etária e por quintis de rendimento. Assim, as famílias no escalão etário entre os 45 e os 64 anos detinham 67% do valor total das ações e os 20% de famílias mais ricas detinham 93% do valor total das ações.

No estudo sobre a poupança em Portugal, para a Associação Portuguesa de Seguradores, Alexandre *et al.* (2011) concluíram que a riqueza dos agregados familiares em ativos financeiros influencia a propensão a investir em ações, embora de uma forma não uniforme. Em relação à propriedade de ativos não financeiros, o efeito sobre a aquisição de ações é sempre positivo. Por seu turno, níveis de escolaridade mais baixos estão associados a uma menor probabilidade de investir em ações. Por exemplo, alguém com quatro anos de escolaridade tem uma propensão a investir em ações inferior em 3 pp por comparação com alguém com 9 anos. Já os indivíduos com o ensino secundário

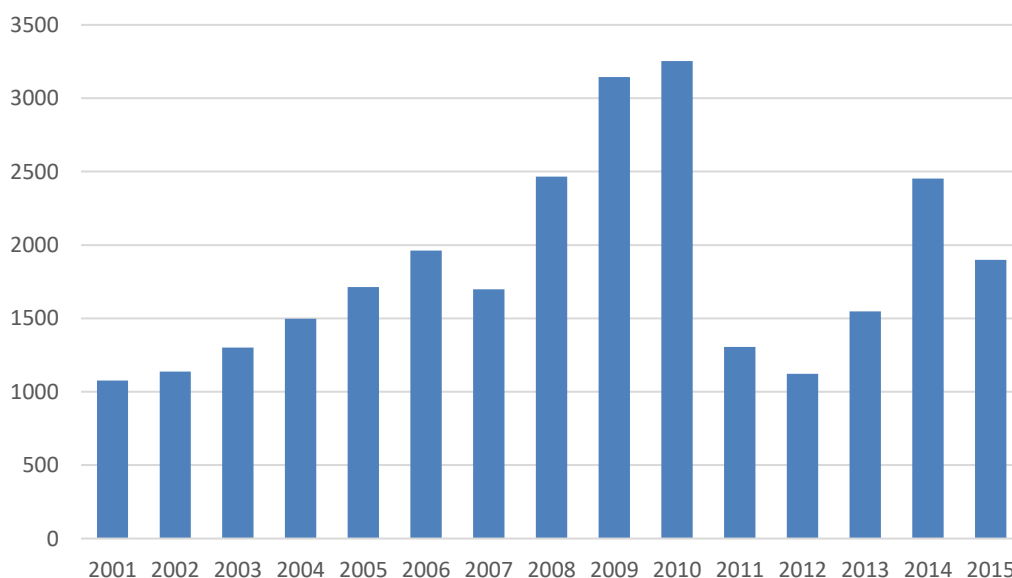
apresentam uma vantagem de 1,8 pp, enquanto os licenciados têm uma propensão para investir em ações superior em cerca de 2,6 pp.

Por último, os trabalhadores por conta própria, por comparação com os trabalhadores por conta de outrem, têm um aumento de 2,1 pp na probabilidade de investir em ações.

### **Produtos de poupança das seguradoras: PPRs**

De acordo com um relatório elaborado pela Associação Portuguesa de Seguradores, uma parte substancial das poupanças dos portugueses (cerca de 20%) é captada pelas seguradoras.<sup>75</sup> Entre os produtos mais populares, assumem particular destaque os Produtos de Capitalização e os Planos de Poupança Reforma e Educação.

Na Figura 5.18, podemos ver a evolução anual das contribuições para os PPR – Seguros. Entre 2001 e 2010, o crescimento foi constante, com exceção do ano de 2007, quando registou uma ligeira quebra. Em 2011, coincidindo com a turbulência financeira internacional, mas também com o fim de grande parte dos benefícios fiscais em sede de IRS (como explicamos no capítulo 7), houve uma quebra abrupta nas novas contribuições, regressando a valores do início do século. Apesar da grande volatilidade, entre 2013 e 2015, os valores médios já se aproximam dos valores médios da década passada.

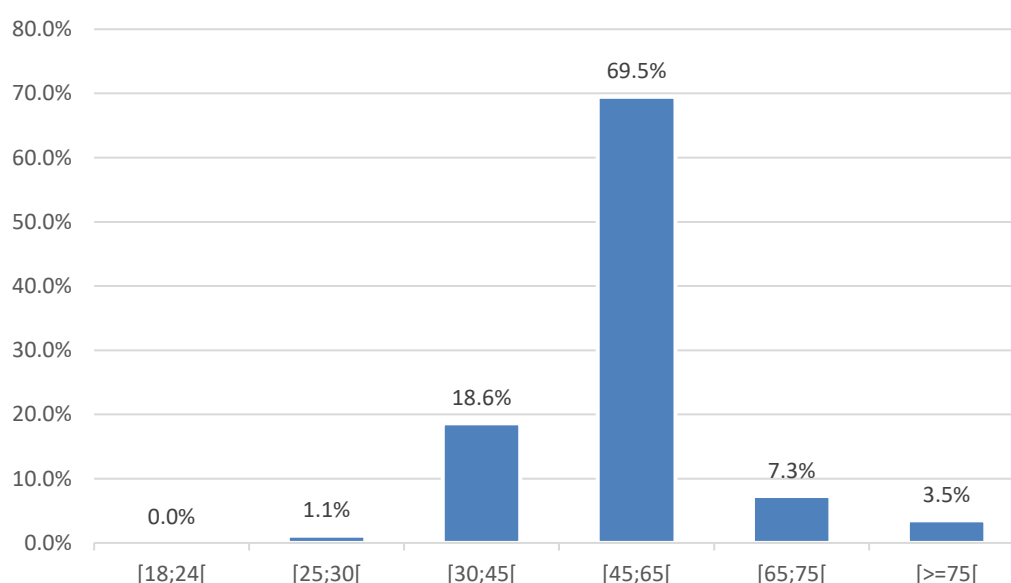


**Figura 5.18:** Contribuições anuais para os PPR-Seguros  
Fonte: Relatórios da APS (Panorama do Mercado Segurador) de vários anos.

<sup>75</sup> “Poupança em Portugal, contribuição do Sector Segurador” (APS, 2010).

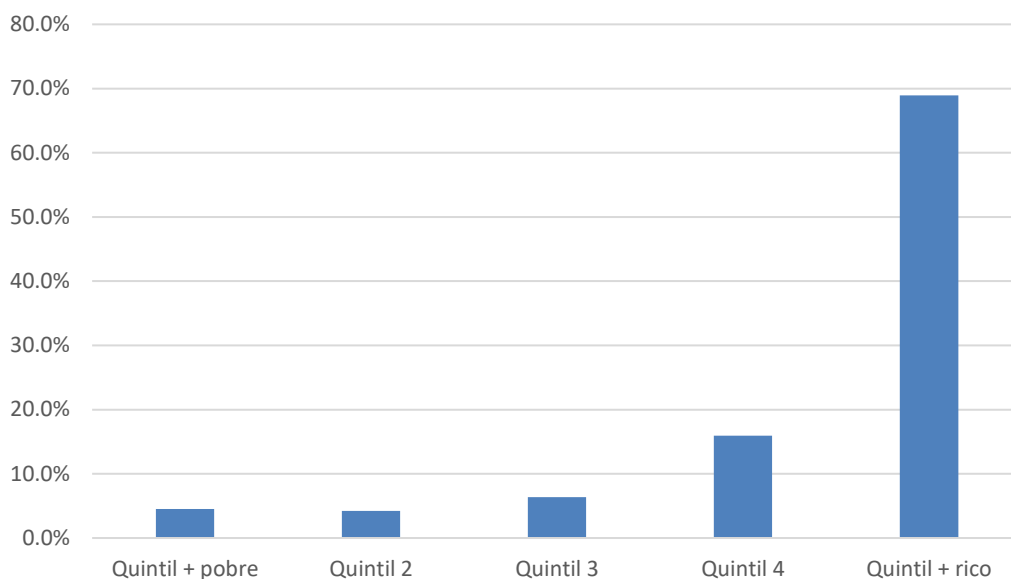
A disponibilidade de dados no ISFF de 2010 permite-nos analisar com mais detalhe a aplicação financeira 'Pensões', que consiste fundamentalmente em Planos Poupança Reforma.<sup>76</sup> De acordo com o ISFF de 2010, as aplicações em PPRs representavam cerca de 5% da riqueza financeira das famílias. Em 2010, apenas 12% das famílias tinham poupanças aplicadas em PPRs (11,3% em 2005), com um valor médio de 17 mil euros (9200 euros em 2005). Daquele grupo restrito de famílias, os 10% com mais PPRs detinham 61% do valor total daquele ativo.

As Figuras 5.19 e 5.20 apresentam a distribuição dos PPRs por faixa etária das famílias e por quintil de rendimento. Os dados mostram uma elevada concentração destas aplicações financeiras nas famílias que pertencem à faixa etária dos 45 aos 64 anos, que detinham 70% do valor total deste ativo em 2010. Na Figura 5.20, podemos observar que os 20% de famílias mais ricas detinham 69% do valor total dos PPRs. Considerando a distribuição etária e por rendimento, concluímos que os 20% de famílias com rendimentos mais elevados, pertencentes à faixa etária dos 45 aos 64 anos, detinham 53% do valor deste ativo financeiro.



**Figura 5.19:** Distribuição dos PPRs por escalão etário (%)  
Fonte: ISFF (2010), INE e Banco de Portugal.

<sup>76</sup> Tendo em conta que as aplicações em 'Pensões' consistem essencialmente em PPRs, doravante utilizamos esta designação.



**Figura 5.20:** Distribuição dos PPRs por quintil de rendimento (%)

Fonte: ISFF (2010), INE e Banco de Portugal.

Analisando estatisticamente os dados,<sup>77</sup> podemos retirar algumas conclusões que não estão visíveis nestes gráficos. Por exemplo, para além do rendimento, a escolaridade é muito importante, estando positivamente correlacionada com o valor que a família tem em PPR, concretamente: mesmo que todos os outros aspetos relevantes sejam similares, uma pessoa que tenha uma licenciatura investe um valor 45% maior em PPR. Também concluímos que alguém que tenha o ensino superior tem um acréscimo de 54% na probabilidade de ter investido neste produto. Confirmando o que se vê nos gráficos, concluímos também que quem tem mais rendimentos investe mais em PPR. Um resultado mais surpreendente é que o mesmo é verdade para a dívida. Os mais endividados investem mais em PPR. Um efeito particularmente forte é o de ter ou não habitação. Quem tem casa própria investe, em regra, mais 30% em PPR do que quem não tem. Adicionalmente, a probabilidade de ter investido em PPR aumenta cerca de 75%.

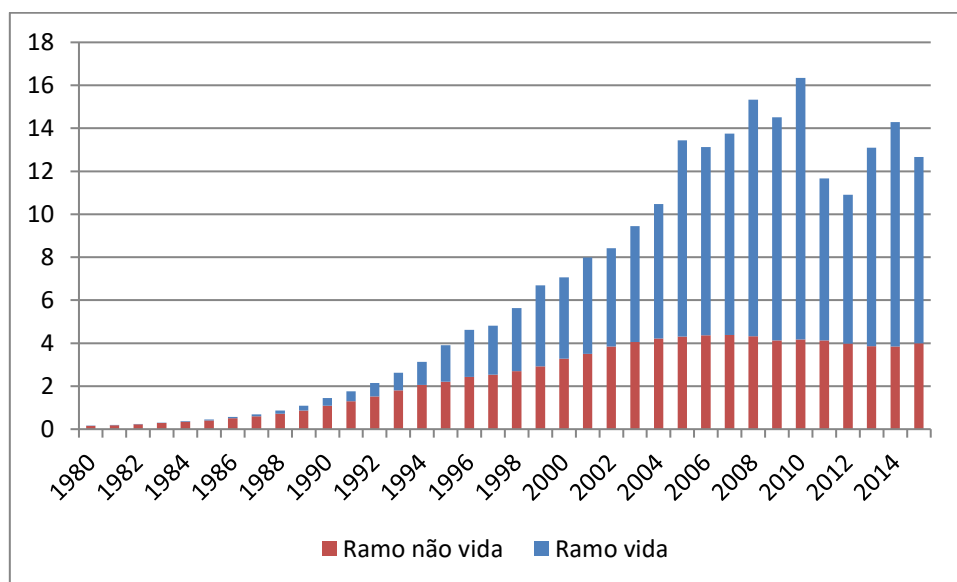
## Outros produtos das seguradoras

---

<sup>77</sup> Estimámos dois modelos. Um modelo de regressão simples para o (logaritmo do) valor investido em PPR e um modelo probit para determinar a probabilidade de investir ou não em PPR. As variáveis explicativas incluíram a idade, a escolaridade, o rendimento e endividamento e, finalmente, ter ou não casa própria.

A Figura 5.21 mostra duas fases de evolução da produção das seguradoras. Até 2007, a produção exibiu uma tendência crescente tanto no ramo vida como no ramo não vida. Desde então, o ramo não vida sofreu um recuo suave, enquanto o ramo vida se tornou bastante volátil, caindo acentuadamente no início da crise da dívida (2011-2012) e recuperando um pouco nos anos seguintes.

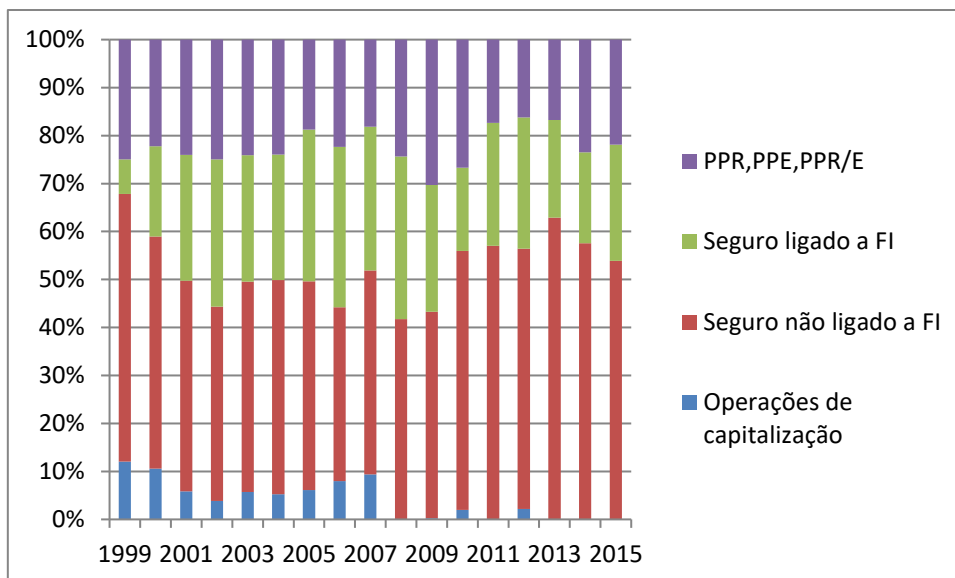
Na Figuras 5.22 e 5.23 podemos observar a evolução da estrutura da produção nos ramos vida e não vida. No ramo vida, a crise financeira internacional e a crise da dívida reforçaram o peso dos seguros de vida não ligados a fundos de investimento – estes são os produtos menos expostos à incerteza trazida por aquelas crises. No ramo não vida, a evolução das parcelas é mais suave. Nota-se uma tendência para a diminuição do peso do ramo automóvel por contrapartida dos ramos incêndios e outros danos e, especialmente, doença.



**Figura 5.21:** Produção de seguro direto (mil milhões de euros)

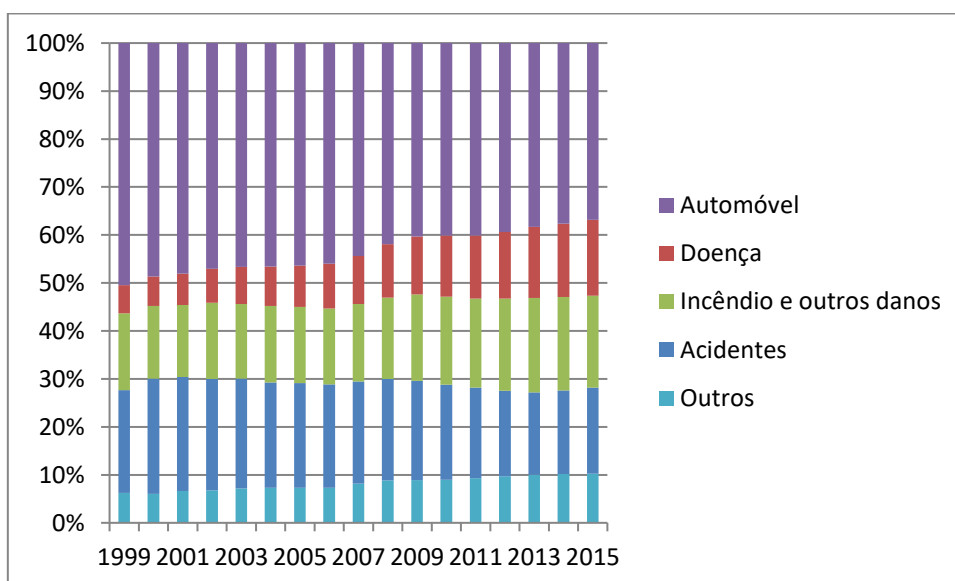
Fonte: Associação Portuguesa de Seguradores.





**Figura 5.22:** Estrutura da produção no ramo vida

Fonte: Associação Portuguesa de Seguradores.



**Figura 5.23:** Estrutura da produção no ramo não vida

Fonte: Associação Portuguesa de Seguradores.

#### 5.4. Conclusão

A riqueza é uma variável *stock* alimentada pelos fluxos de poupança das famílias. As teorias do ciclo de vida do consumo preveem que o consumo (e a poupança) variem ao

longo da vida dos indivíduos, com as famílias a acumularem riqueza durante a vida ativa para poderem manter os níveis de consumo após a saída do mercado de trabalho. Para a definição de políticas de promoção da poupança, é importante conhecermos as características dos investidores nas principais aplicações disponíveis. Com esse objetivo, caracterizámos o perfil dos investidores nas principais aplicações financeiras, sobressaindo o facto de as aplicações financeiras se concentrarem nos grupos de famílias com rendimentos mais elevados. Na definição das políticas de promoção da poupança, este facto não pode deixar de ser tido em consideração.

Por outro lado, antevê-se que as alterações demográficas em curso na sociedade portuguesa venham a afetar (ainda mais) a composição da riqueza das famílias, favorecendo os ativos financeiros em detrimento da riqueza em habitação.

## **6. Poupança, endividamento e financiamento das empresas**

Depois de um longo período de défices externos, analisado no capítulo 3, a economia portuguesa alcançou uma posição de equilíbrio em 2013. Esse equilíbrio (de facto, um excedente de 1,4% do PIB, em 2013) foi obtido através do aumento da poupança e da diminuição do investimento, que se encontra em valores mínimos das últimas décadas. Na generalidade dos países da União Europeia, após a crise financeira internacional, o investimento das empresas teve uma tendência decrescente. Em Portugal, a crise das dívidas soberanas que se seguiu à crise financeira internacional - com as dificuldades de financiamento da economia a ela associadas e a consequente intervenção da *troika* - as medidas tomadas pelo Estado para corrigir o défice orçamental e a forte contração da atividade económica, que descrevemos no capítulo 2, contribuíram para que o investimento das empresas mantivesse, entre 2008 e 2013, uma trajetória negativa. Descrevemos essa tendência na secção 6.1.

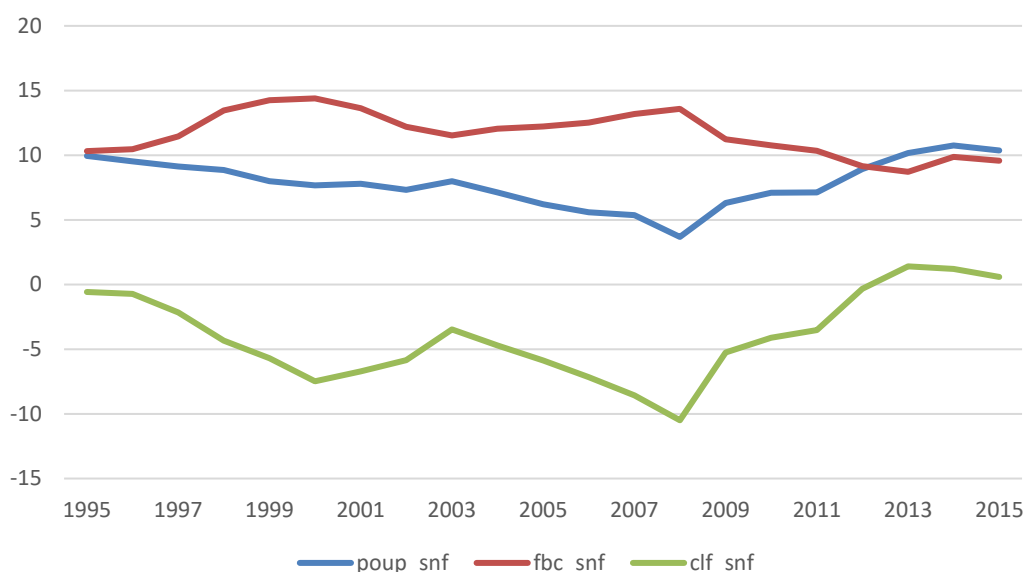
A recuperação do investimento é o grande desafio da economia portuguesa, pois é uma condição necessária para romper com o longo período de estagnação que atravessa desde o início do século XXI. Entre meados da década de 90 e 2012, a poupança gerada pelas empresas foi insuficiente para financiar o investimento, o que se traduziu em elevadas necessidades de financiamento das empresas. Como veremos na secção 6.2, para a diminuição da poupança das empresas (e recuperação no período seguinte), contribuíram a distribuição de dividendos e o pagamento de juros.

A importância das variações do valor pago em juros pelas empresas para a sua poupança decorre de as suas necessidades de financiamento terem sido supridas com o recurso ao endividamento. O aumento do endividamento das empresas até à crise financeira internacional colocou as empresas portuguesas entre as mais endividadas da OCDE. Na secção 6.3, analisamos o endividamento das empresas, tendo em conta variáveis como a dimensão e os setores de atividade.

### **6.1. Investimento e necessidades de financiamento das empresas**

Nos capítulos 2 e 3, vimos que as necessidades líquidas de financiamento das empresas (basicamente, a diferença entre o investimento e a poupança), entre meados da década de 90 e 2010, deram um contributo muito importante para os défices externos da economia portuguesa. Com efeito, entre finais da década de 90 e 2010, as necessidades de

financiamento das empresas foram sempre muito elevadas – ver Figura 6.1. Isto é, as empresas não geraram a poupança necessária para financiar o investimento que efetuaram, apesar de terem mantido a poupança em valores positivos.



**Figura 6.1:** Poupança, investimento e capacidade líquida de financiamento das empresas (não financeiras) (% PIB).

Fonte: INE

Partindo de uma posição próxima do equilíbrio em 1995, a capacidade líquida de financiamento deteriorou-se até ao ano 2000 (-7,5% do PIB), em resultado da diminuição da poupança das empresas de cerca de 10% para 7% do PIB, e do forte aumento do investimento das empresas de cerca de 10% do PIB para cerca de 14,4% (valor máximo no período). No ano 2001, iniciou-se um processo de melhoria na capacidade de financiamento das empresas, com a estabilização da poupança em torno dos 7% e uma diminuição do investimento para 11,5% do PIB, em 2003. Em resultado daquele processo de ajustamento, naquele ano, as necessidades de financiamento das empresas eram 3,5% do PIB. Em 2004, o investimento das empresas retoma uma trajetória de crescimento, atingindo os 13,6% do PIB em 2008; a poupança, por outro lado, retomou a trajetória decrescente, atingindo, em 2008, o valor mínimo no período de 3,7% do PIB. Com a crise financeira internacional e a crise das dívidas soberanas que se seguiu, registou-se uma recuperação da capacidade líquida de financiamento das empresas, com o aumento da taxa de poupança (que ultrapassaria os 10% do PIB em 2013) e a diminuição da taxa de investimento, que atingiria o valor mínimo no período de 8,7%, em 2013.

Para compreendermos a dinâmica da capacidade líquida de financiamento desde meados da década de 90, vamos analisar separadamente a evolução da poupança e do investimento das empresas desde meados da década de 90. Nesta secção analisamos a evolução do investimento. A análise do comportamento da poupança das empresas é feita na secção seguinte.

### **Ascensão e queda do investimento**

No capítulo 3 vimos que a correção do défice externo da economia portuguesa na sequência da crise do euro esteve associada ao aumento da poupança, mas também a uma quebra no investimento. Esta quebra no investimento ocorreu na maioria dos países da zona do euro – ver, por exemplo, European Central Bank (2016). De facto, apesar de o PIB na área do euro ter já ultrapassado os níveis de 2008, o investimento das empresas encontra-se ainda cerca de 12% abaixo do nível anterior à crise financeira internacional (Banco de Portugal, 2016).

Como podemos ver na Figura 6.1, o investimento das empresas portuguesas está em valores mínimos das últimas décadas, tendo o seu peso no PIB diminuído continuamente entre 2008 e 2013. Nos últimos anos, o investimento das empresas recuperou ligeiramente, mas mantém-se ainda em níveis muito baixos, sobretudo se tivermos em conta o regime de baixo crescimento da economia portuguesa, desde o início do século XXI, e os baixos valores de capital por trabalhador relativamente à média da área do euro.

De acordo com a análise aos dados do *Inquérito ao Investimento* do INE apresentada no Boletim Económico do Banco de Portugal de outubro de 2016, entre os principais fatores limitativos ao investimento das empresas estão a deterioração das perspetivas de vendas, a rentabilidade dos investimentos, a falta de capacidade de autofinanciamento, a dificuldade em obter crédito bancário e a taxa de juro. No entanto, como é referido naquele documento do Banco de Portugal, a evidência microeconómica sugere que a posição financeira das empresas, em particular o seu grau de endividamento, são mais importantes para explicar as decisões de investimento das empresas do que as respostas qualitativas das empresas ao inquérito do INE. Na secção 6.3 deste capítulo, descreveremos a evolução e composição do endividamento das empresas.

## Evolução setorial do investimento

Para podermos fazer uma análise mais detalhada do investimento das empresas, utilizamos a base de dados Sistema de Contas Integradas das Empresas (SCIE) do INE, para o período 2006-2014.<sup>78</sup> Em 2014, a SCIE incluía informação relativa a 362415 empresas.<sup>79</sup> Na nossa análise temos em conta a dimensão das empresas e a sua composição setorial. Em relação à dimensão das empresas, consideramos três grupos: o grupo de empresas com menos de 50 trabalhadores (que designaremos por “pequenas empresas” e que representavam, em 2014, 98,4% das empresas e 55% do emprego total); o grupo de empresas com um número de trabalhadores entre os 50 e os 250 (que designaremos por “médias empresas” e que representavam, em 2014, 1,4% das empresas e 19,5% do emprego total); e o grupo de empresas com mais de 250 trabalhadores (que designaremos por “grandes empresas” e que representavam, em 2014, 0,2% das empresas e 25,5% do emprego total). Em relação à composição setorial, consideramos 17 setores.<sup>80</sup>

Na Figura 6.2, representamos a evolução do investimento total das empresas e do investimento por escalão de dimensão das empresas. Em 2014, o investimento total das empresas foi de cerca de 12,5 mil milhões de euros.<sup>81</sup> As pequenas empresas representavam 48% do investimento total, as médias e as grandes empresas representavam, respetivamente, 18% e 34% do investimento total. Em termos de distribuição setorial do investimento das empresas, destacam-se os pesos dos seguintes setores: indústria transformadora (21%); eletricidade e outros (9%); comércio (13%); transportes e armazenagem (6%); atividades de informação e comunicação (12%) e atividades imobiliárias (7%).

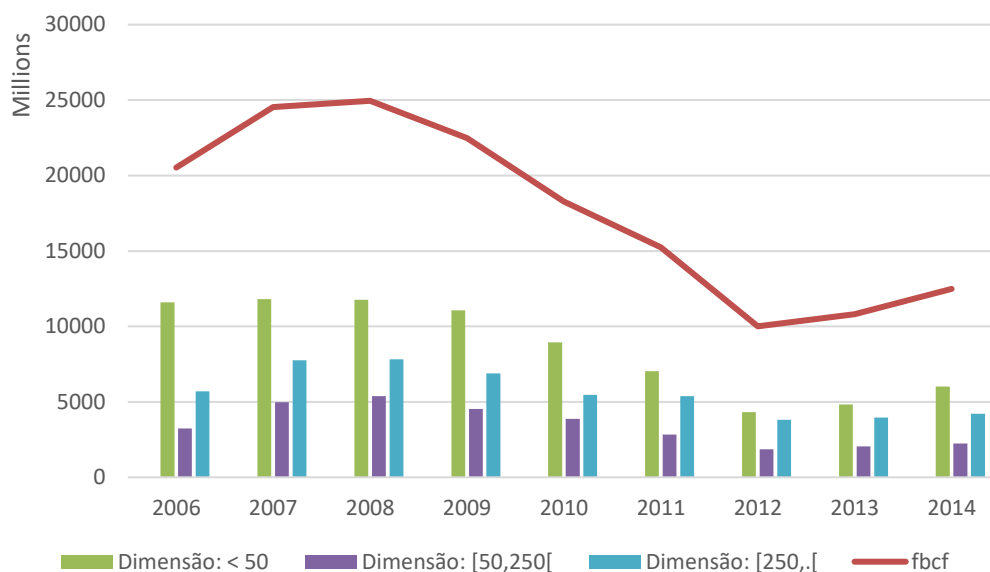
---

<sup>78</sup> Os valores apresentados são a preços de 2014, tendo sido deflacionados utilizando o deflador para os preços industriais do INE.

<sup>79</sup> Na nossa análise ignoramos as empresas em nome individual e os prestadores de serviços (vulgo recibos verdes).

<sup>80</sup> A: Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca; B: Indústrias extrativas; C: Indústrias transformadoras; D: Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio; E: Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição; F: Construção; G: Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos; H: Transporte e armazenagem; I: Alojamento, restauração e similares; J: Atividades de informação e comunicação; L: Atividades imobiliárias; M: Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares; N: Atividades administrativas e dos serviços de apoio; P: Educação; Q: Atividades de saúde humana e de apoio social; R: Atividades artísticas, de espetáculos e recreativas; S: Outras atividades de serviços.

<sup>81</sup> Todos os valores apresentados nesta análise estão a preços de 2014.



**Figura 6.2:** Formação bruta de capital fixo (em milhões de euros, a preços de 2014)

Fonte: SCIE, INE.

Como podemos ver na Figura 6.2, o investimento no período abrangido pela base de dados SCIE tem duas fases distintas: uma fase de crescimento entre 2006 e 2008, em que o investimento das empresas aumentou cerca de 22%, atingindo um valor máximo de 25 mil milhões de euros em 2008; e uma fase de redução acentuada do investimento, entre 2009 e 2012, com uma quebra de cerca de 60% (naquele ano atingiu cerca de 10 mil milhões de euros).<sup>82</sup>

No período 2006-2008, o crescimento do investimento concentrou-se nas médias (66%) e nas grandes empresas (37%), tendo sido residual nas pequenas empresas (1,4%). Em termos setoriais, destacaram-se no crescimento do investimento os setores da indústria transformadora (37%), eletricidade e outros (75%), transportes (72%), informação e comunicação (22%) e alojamento (51%). Por outro lado, destaca-se a quebra de 21% do investimento na construção, que se fez sentir sobretudo nas pequenas empresas (cujo investimento caiu 38%), tendo as grandes empresas registado um grande aumento (131%).

<sup>82</sup> De facto, como podemos ver na Figura 6.1, a fase de crescimento do investimento das empresas começou em 2004. No entanto, os dados disponíveis na SCIE não podem ser utilizados para os anos de 2004 e 2005.

Em 2008, ano do início da crise financeira internacional, o investimento iniciou um percurso descendente, que se prolongou até atingir um mínimo no ano de 2012. A maior quebra do investimento registou-se nas médias empresas (-65%), seguido das pequenas empresas (-63%). Nas grandes empresas o investimento caiu cerca de 50%.

Em termos setoriais, em 2008, o investimento concentrava-se na indústria transformadora (21%), na eletricidade e outros (13%), na construção (7%), comércio (13%), transportes e armazenagem (10%), informação e comunicação (7%) e atividade imobiliária (7%) – estes setores representavam quase 80% do investimento total. Com a exceção do setor agrícola, que tem um peso residual no investimento das empresas (1%), todos os setores registaram quebras no investimento entre 2008 e 2014. Tendo em conta a importância que têm para o investimento total das empresas, destacam-se as quedas de investimento nos setores da indústria transformadora (-57%), eletricidade e outros (-60%), no comércio (-65%), alojamento (-62%), atividades imobiliárias (-69%), construção (-73%), informação e comunicação (-24%) e transportes e armazenagem (-77%).

A partir de 2013 o investimento aumentou ligeiramente, mas em 2014 representava ainda menos de 50% do máximo de 2008.

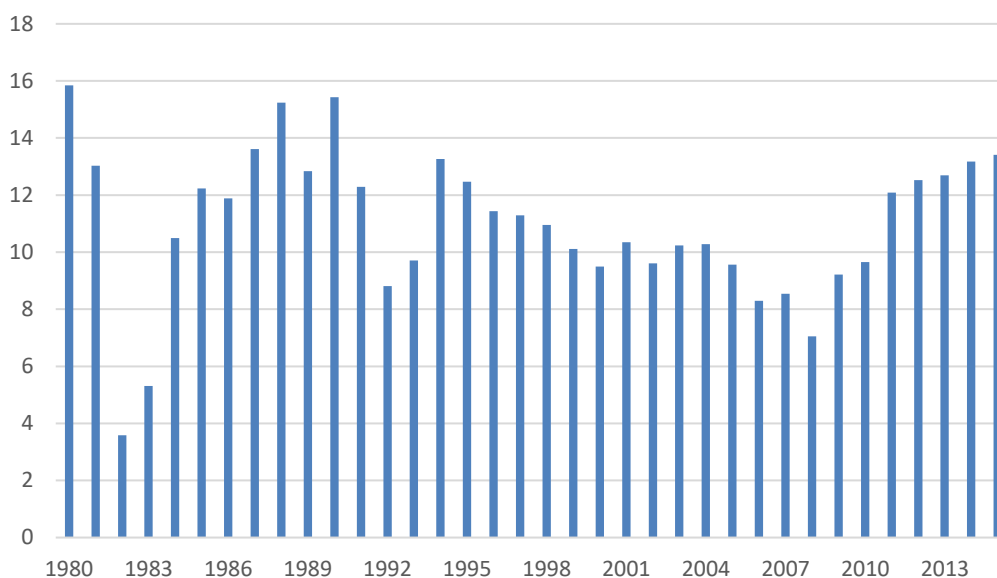
Quando analisamos o investimento das empresas desde o final da década de 90, temos de ter em atenção o papel das Parcerias Público Privadas, que tiveram um peso importante na Formação Bruta de Capital Fixo. Numa PPP, tipicamente, o Estado entrega a uma empresa privada a conceção, construção, financiamento e exploração de uma infraestrutura. Em compensação, o Estado faz pagamentos à empresa com base em algum critério pré-definido (por exemplo, o tráfego rodoviário médio, no caso das PPPs rodoviárias). Dadas as restrições aos défices orçamentais impostas pela participação na União Económica e Monetária, as PPPs foram uma das formas de desorçamentação utilizadas pelos governos. Neste caso, as PPPs permitiam que despesas de investimento público fossem contabilizadas como investimento (e endividamento) privado. De um ponto de vista económico, este investimento privado é, na verdade, investimento público. De acordo com Joaquim Miranda Sarmiento — no livro que escreveu para a Fundação Francisco Manuel dos Santos, *Parcerias Público-Privadas* —, nos últimos 20 anos, o investimento “privado” realizado no âmbito das parcerias totalizou 16 mil milhões de euros.



## 6.2. A poupança das empresas

De acordo com os dados discutidos no capítulo 3, em termos médios, a redução da taxa de poupança nacional entre o período 1977-1991 e o período 1992-2008 ficou a dever-se em 25% à redução da poupança das empresas (os outros 75% ficaram a dever-se à redução da poupança das famílias). Naquele capítulo vimos também que o contributo das empresas para a poupança nacional foi sempre positivo, apesar da sua tendência decrescente entre 1995 e 2008.

No entanto, entre meados da década de 90 e 2012 a poupança das empresas foi insuficiente para financiar o investimento. Nesta secção estudamos o comportamento da poupança das empresas e dos fatores que determinaram a sua variação.<sup>83</sup>



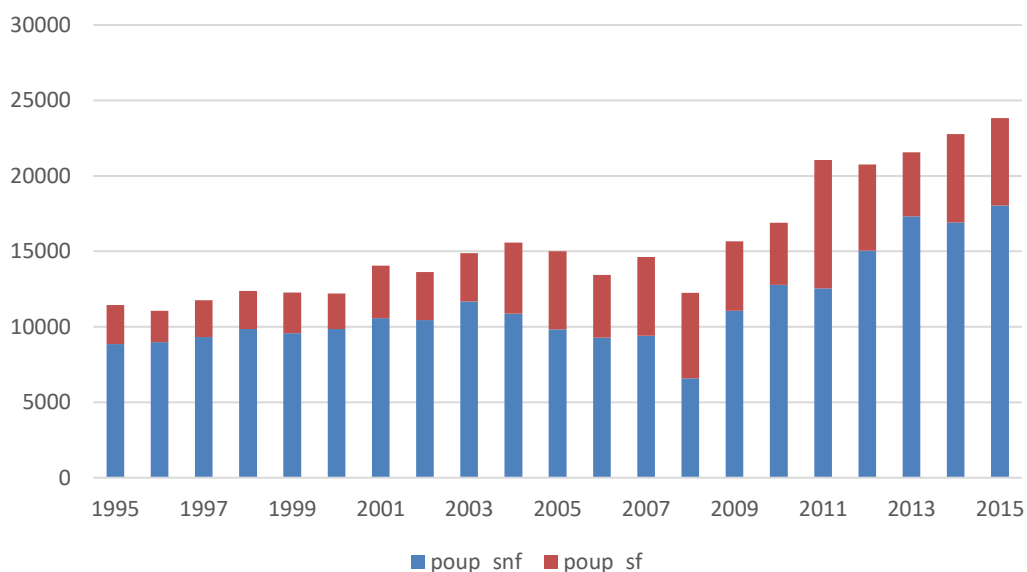
**Figura 6.3:** Contributo das empresas para a poupança (% RDB)

Fonte: Banco de Portugal.

A Figura 6.3 mostra o contributo das empresas (financeiras e não financeiras) para a poupança nacional. Da análise desta figura, concluímos que, depois de um período de grande volatilidade nos anos 80, o contributo das empresas teve uma trajetória descendente, que se acentuou a partir de 2005 — entre 1994 e 2008, o contributo das empresas para a poupança nacional diminuiu de cerca de 13% do rendimento disponível nacional para aproximadamente 7%. A partir desse ano, o contributo das empresas para a poupança aumentou, tendo atingido novamente um valor de cerca de 13%, em 2015.

---

83 Conforme explicamos no capítulo 3, nas contas nacionais, a poupança das empresas corresponde ao seu rendimento disponível.



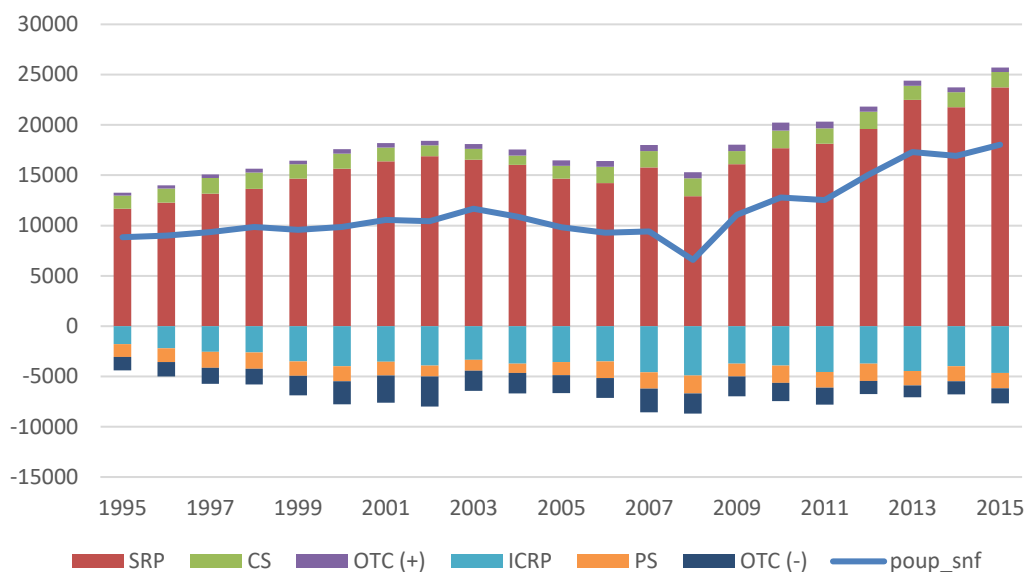
**Figura 6.4:** Poupança das sociedades não financeiras (SNF) e das sociedades financeiras (SF) (milhões de euros)

Fonte: INE.

A Figura 6.4 apresenta a poupança das empresas, separando os contributos das sociedades financeiras e das sociedades não financeiras, no período 1995-2015. A figura mostra uma redução da poupança das sociedades não financeiras entre 2004 e 2008, mantendo-se a poupança das sociedades financeiras relativamente estável nesse período. A partir de 2008, a poupança das empresas inicia uma trajetória positiva, duplicando o valor daquele ano em 2015. O aumento da poupança das empresas deve-se essencialmente ao aumento da poupança das sociedades não financeiras, sobre as quais nos debruçaremos seguidamente.

### Contributos para a poupança das empresas

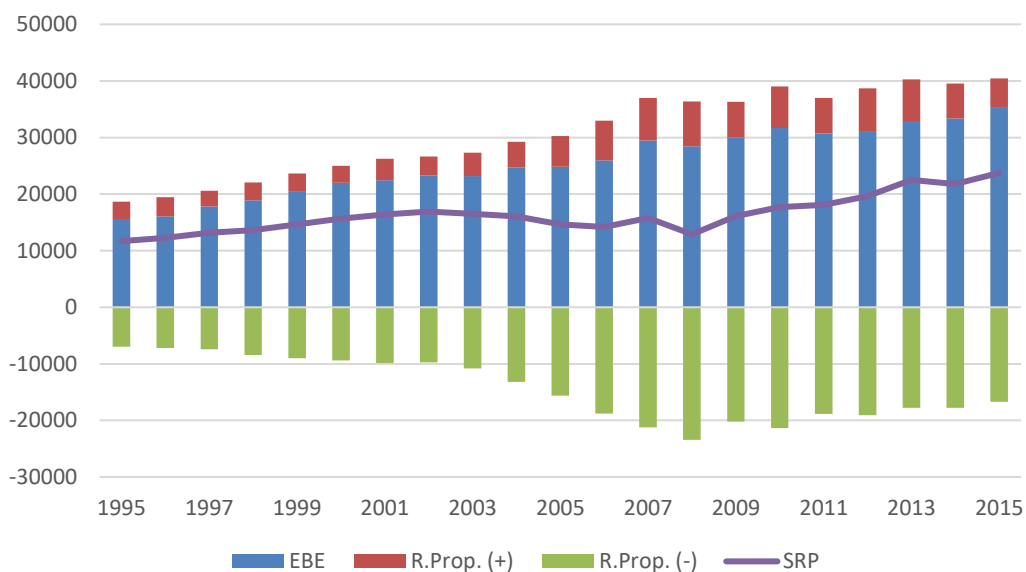
A Figura 6.5 representa a poupança das sociedades não financeiras, decompondo-a em saldo dos rendimentos primários (SRP), impostos (ICRP), prestações sociais (PS), contribuições sociais (CS) e outras transferências correntes (OTC).



**Figura 6.5:** Poupança das sociedades não financeiras (milhões de euros)

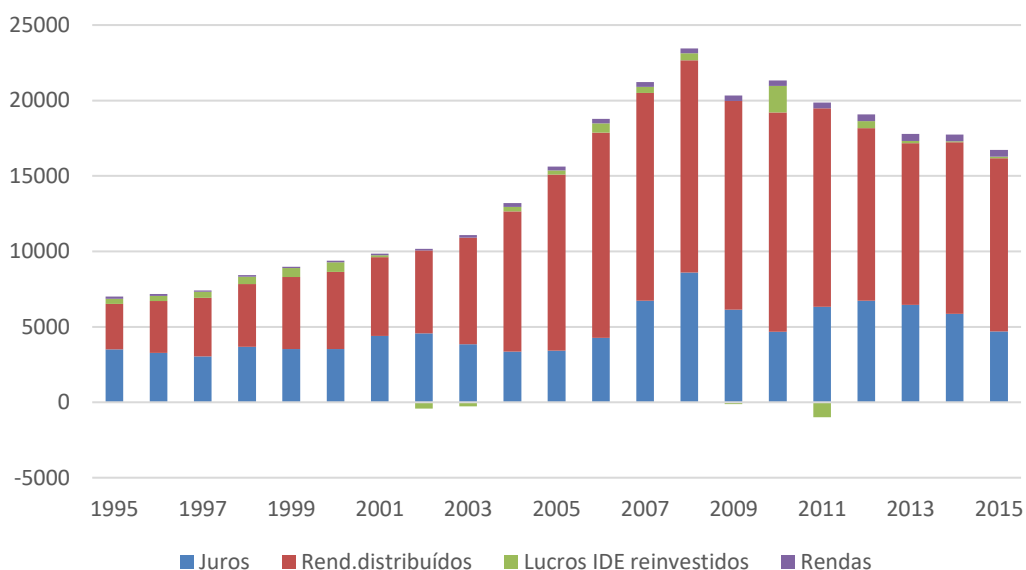
Fonte: INE.

A trajetória da poupança segue aproximadamente a trajetória do SRP. Por essa razão, para compreendermos melhor os fatores que levaram à diminuição e ao aumento da poupança desde o início dos anos 2000, vamos analisar o SRP com maior detalhe. A Figura 6.6 decompõe o SRP em excedente bruto de exploração (EBE) e rendimentos de propriedade (R. Prop., distinguindo os recebidos, com sinal positivo, dos distribuídos – dividendos -, com sinal negativo). A figura mostra que a diminuição do SRP, entre 2002 e 2008, resulta de um aumento muito significativo dos rendimentos de propriedade pagos. O aumento do SRP, a partir de 2008, é explicado essencialmente pelo aumento do EBE e pela diminuição dos rendimentos de propriedade pagos.



**Figura 6.6:** Saldo dos rendimentos primários das sociedades não financeiras (milhões de euros)

Fonte: INE.



**Figura 6.7:** Rendimentos de propriedade pagos (sociedades não financeiras, milhões de euros)

Fonte: INE.

O próximo passo na análise é a decomposição dos rendimentos de propriedade pagos em rendas, lucros de investimento direto estrangeiro reinvestidos (LIDE), rendimentos distribuídos e juros – ver Figura 6.7. Da análise da figura, podemos concluir que entre 2003 e 2008 se registou um aumento muito significativo dos rendimentos distribuídos, tendo

atingido um valor máximo nesse ano de cerca de 14 mil milhões de euros. Para a diminuição da poupança das empresas, contribuiu também o aumento observado no pagamento de juros no período 2006-2008, refletindo o aumento das taxas de juro no mesmo período, em resultado das pressões inflacionistas existentes na economia mundial, decorrentes do aumento do preço das matérias-primas – ver, a este propósito, os capítulos 2 e 4. Após 2008, registou-se uma queda acentuada dos encargos com juros das empresas, que diminuíram de cerca de 8,6 mil milhões de euros para cerca de 4,7 mil milhões de euros em 2015, bem como uma diminuição dos rendimentos distribuídos – de cerca de 14 mil milhões de euros para 11,5 mil milhões de euros em 2015.

Dada a importância das variações nos rendimentos distribuídos e nos juros pagos para a evolução da poupança das sociedades não financeiras, utilizamos a informação disponível na base de dados do Sistema de Contas Integradas das Empresas (SCIE) do Instituto Nacional de Estatística, para aprofundarmos a nossa análise do comportamento daqueles fatores e do seu papel na evolução da poupança daquelas empresas.

Como iremos ver na secção seguinte, as empresas portuguesas estão, em percentagem do PIB, entre as mais endividadas da OCDE. Esse elevado endividamento reflete-se em elevados custos financeiros para as empresas, numa forte exposição a variações nas taxas de juro e numa forte dependência face à liquidez nos mercados financeiros.

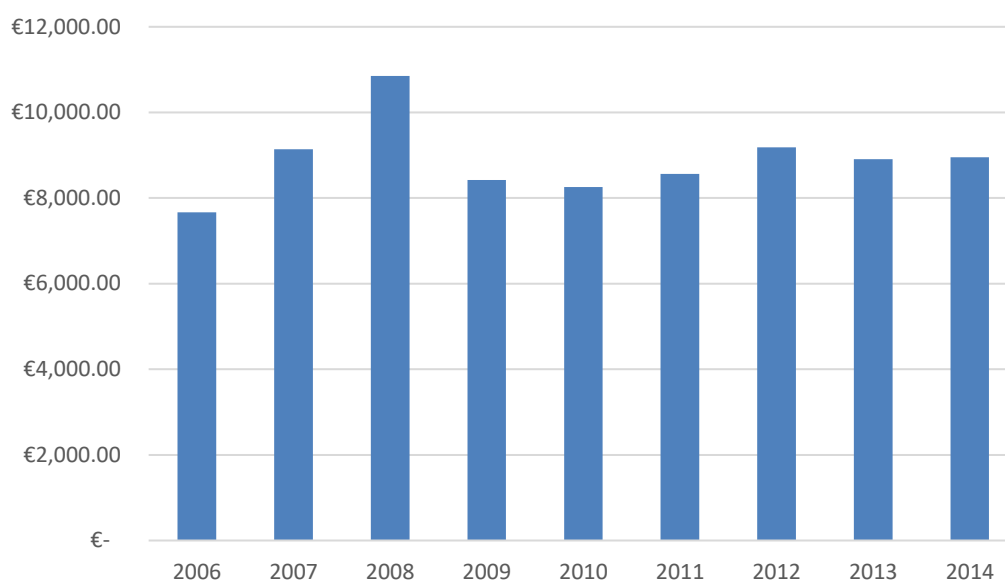
### **Juros pagos pelas empresas**

A análise da distribuição dos juros suportados pelas empresas, no período 2006-2014, mostra uma grande concentração num número reduzido de empresas, tendo essa concentração aumentado ao longo do período em análise: os 5% das empresas que pagam mais juros representavam, em 2014, 95% do total dos juros, o que compara com 86%, em 2006. Naquele período, o valor médio de juros aumentou de cerca de 32 mil euros para 54 mil euros. Por outro lado, o valor mediano diminuiu de cerca de 1700 euros para 1300 euros.

À semelhança do endividamento, como veremos na próxima secção, o custo com juros encontra-se concentrado – cerca de 85% do total – nos setores da indústria transformadora, eletricidade e outros, construção, comércio, transportes, atividades de informação e comunicação e atividades imobiliárias. Em 2006, os setores da construção e do comércio representavam, respetivamente, 18% e 16% dos juros totais pagos pelas empresas. Ao longo dos anos, o peso daqueles dois setores nos juros totais iria diminuir, para representar, em 2014, 13% e 9%, respetivamente, dos juros totais. Neste período,

destaca-se o aumento do peso dos juros do setor da eletricidade e outros nos juros totais, tendo aumentado de 17%, em 2006, para 25% em 2014.

A Figura 6.8 mostra a evolução do valor total de juros pagos pelas empresas que constam do SCIE.



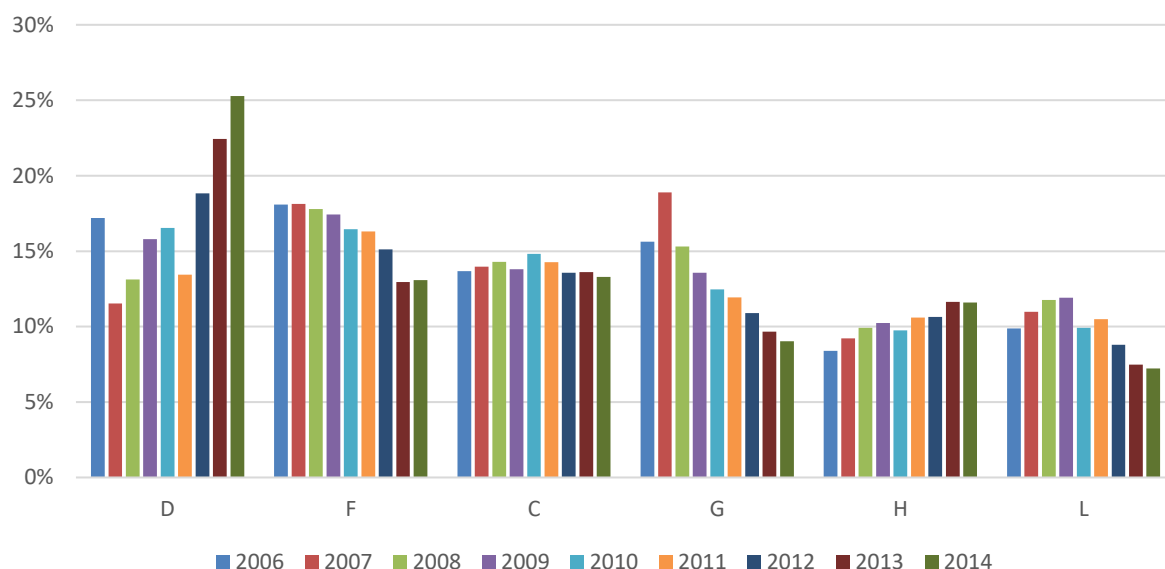
**Figura 6.8:** Juros totais pagos pelas empresas (em milhões de euros, a preços de 2014)

Fonte: SCIE, INE

Entre 2006 e 2008, os custos das empresas com os juros agravaram-se em 42% — para as médias e grandes empresas, o aumento dos custos com juros, naquele período, foi de cerca de 53%. Destacam-se os aumentos dos custos com os juros nos setores dos transportes e armazenagem (67%), do alojamento e outros (70%), das atividades de informação e comunicação (61%) e das atividades imobiliárias (69%). Nos setores da indústria transformadora, construção e comércio, o custo com juros aumentou cerca de 40%. No período posterior a 2008, observamos o movimento contrário. A descida dos juros, com a resposta à crise financeira internacional pelos bancos centrais, traduziu-se numa redução muito significativa dos custos com juros das empresas. Os efeitos da redução dos juros sentiram-se logo em 2009, com uma diminuição global de 18% (cerca de 1,9 mil milhões de euros de poupança para as empresas).

Na Figura 6.9, podemos ver a contribuição dos setores mais importantes para os juros totais pagos. Os sectores são: Eletricidade e outros (17% para o conjunto dos anos indicados), Construção (16%), Indústrias transformadoras (14%), Comércio e outros (13%), Transportes e armazenagem (10%) e Atividades imobiliárias (10%). Juntos, os seis setores mencionados representam 80% do total dos juros pagos entre 2006 e 2014. Em termos

dinâmicos, destacam-se os setores da Eletricidade e outros, cujo peso nos juros totais aumentou de 12% em 2007 para 25%, em 2014, e do Comércio e outros, cujo peso diminuiu de 19% para 9% no mesmo período.



**Figura 6.9:** Evolução do peso dos principais sectores nos juros totais

Notas: Categorias da indústria: (D) Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio, (F) Construção, (C) Indústrias transformadoras, (G) Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos, (H) Transportes e armazenagem, (L) Atividades imobiliárias.

Fonte: SCIE, INE

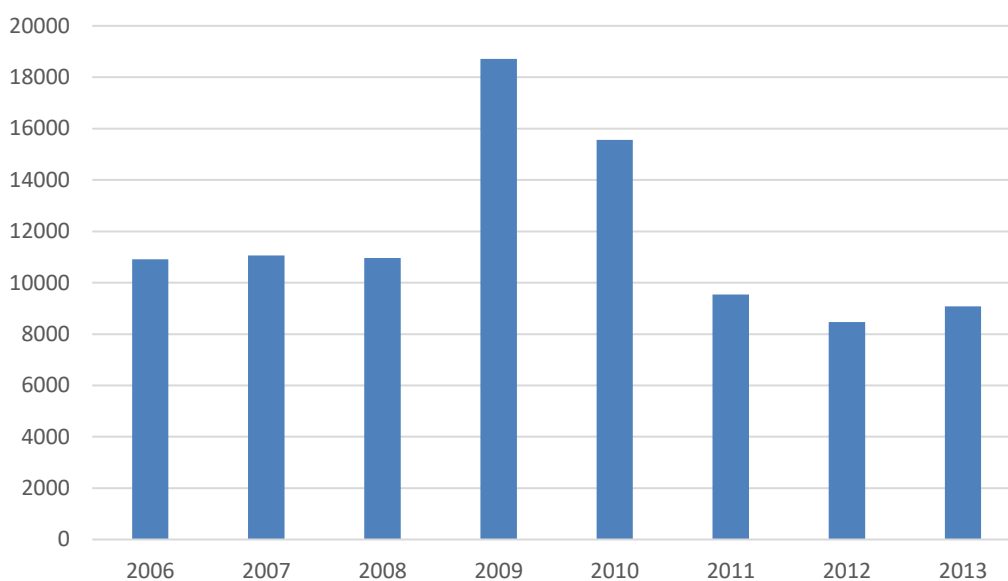
## Distribuição de dividendos

Como vimos acima, para além dos juros, a outra componente do SRP que tem influenciado as variações da poupança das empresas de forma significativa é a componente dos rendimentos distribuídos, isto é, os dividendos pagos pelas empresas. Assim, nesta secção, utilizamos a base de dados SCIE para analisarmos a distribuição de dividendos tendo em conta a dimensão da empresa e os setores de atividade.<sup>84</sup>

<sup>84</sup> Dado que a base de dados SCIE não disponibiliza diretamente a variável dividendos, calculamos os lucros distribuídos ou dividendos utilizando a fórmula seguinte:

$$\text{dividendos}_t = \text{Resultado líquido}_t + \text{dividendos antecipados}_t - (\text{Reservas}_{t+1} - \text{Reservas}_t) - (\text{Resultado transitado}_{t+1} - \text{Resultado transitado}_t)$$

Na Figura 6.10, apresentamos o valor total dos lucros distribuídos entre 2006 e 2013. Destacam-se os anos de 2009 e 2010 – os anos pós-crise financeira internacional e pré-crise das dívidas soberanas da zona do euro – com máximos históricos na distribuição de dividendos de 18,7 mil milhões de euros (mais de 10% do PIB) e 15,5 mil milhões de euros, respetivamente. Nos anos seguintes, o pagamento de dividendos diminuiu significativamente, situando-se em valores inferiores aos dos anos anteriores à crise financeira internacional.

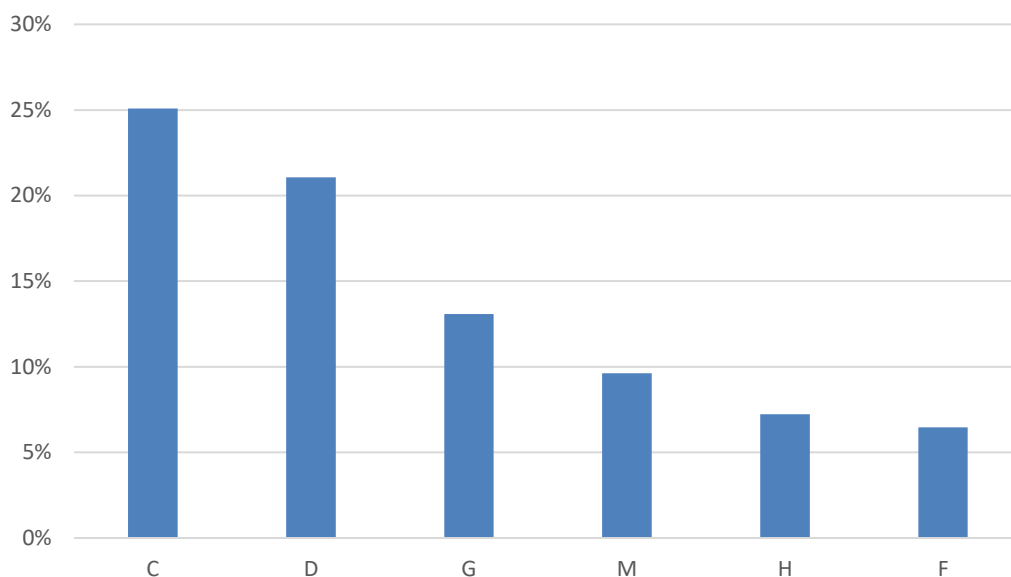


**Figura 6.10:** Lucros distribuídos pelas empresas (em milhões de euros, a preços de 2014)

Fonte: SCIE, INE

Em 2013, seis setores representavam um pouco mais de 80% do total de dividendos distribuídos, como se pode ver na Figura 6.11: Indústrias transformadoras (25%), Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio (21%), Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos (13%), Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares (10%), Transportes e armazenagem (7%) e, finalmente, Construção (6%). Comparando estes setores com os que mais pagam juros, percebe-se que cinco deles se sobrepõem. Ou seja, como regra, os setores que mais juros pagam são também aqueles que mais resultados distribuem pelos seus acionistas.





**Figura 6.11:** O peso dos principais setores nos dividendos totais em 2013

Notas: Categorias da indústria: (C) Indústrias transformadoras, (D) Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio, (G) Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motocicletas, (M) Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares, (H) Transportes e armazenagem, (F) Construção.

Fonte: SCIE, INE

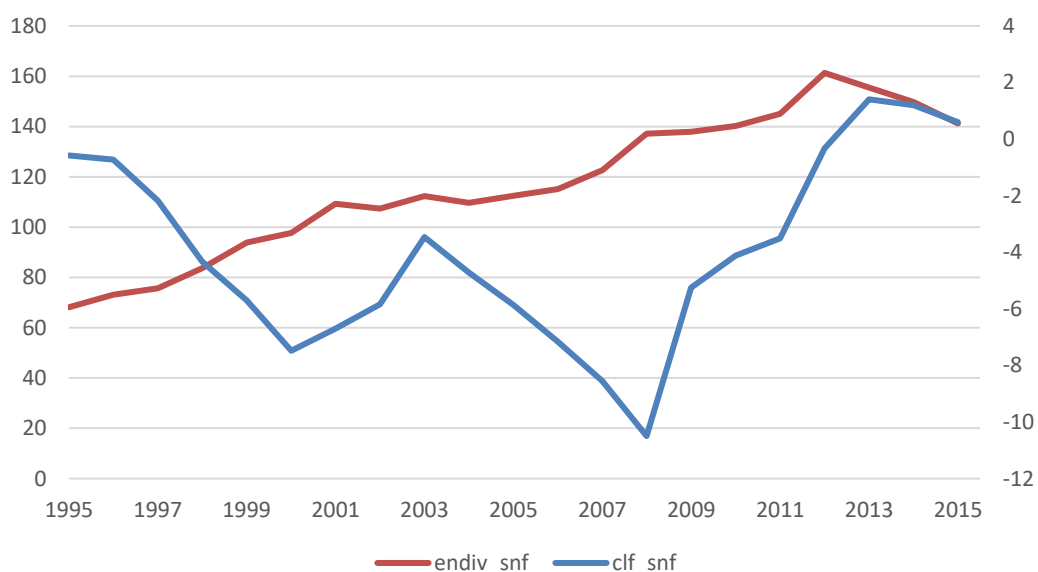
A repartição dos lucros distribuídos entre pequenas, médias e grandes empresas é muito estável ao longo dos anos, com as pequenas empresas a representarem em média 43% dos lucros distribuídos, as grandes empresas 39% e as médias empresas 18%. Apenas no ano de 2010 se foge a este padrão, com as grandes empresas a serem responsáveis por 57% dos lucros distribuídos.

A análise da distribuição de dividendos mostra que os dividendos se encontram muito concentrados num número reduzido de empresas. Em 2013, os 5% de empresas que pagaram mais dividendos eram responsáveis por 99,8% dos dividendos totais, representando 34% do volume de negócios e 24% do emprego total. Devemos também salientar que os 5% de empresas que distribuíram mais dividendos suportaram também 36% do valor total pago em juros em 2013. Uma análise mais fina da relação entre o pagamento de dividendos e de juros mostra que as 10 empresas que pagaram mais dividendos representam 25% do total dos dividendos pagos e 17% do total de juros. As 75 empresas que pagaram mais dividendos representam 50% dos dividendos e 20% dos juros. A correlação entre dividendos e juros é de 71%.

### 6.3. O endividamento das empresas

Os mercados financeiros dão aos empreendedores a oportunidade para encontrar o financiamento que lhes permite transportar as inovações para o mercado, transformando ideias em negócios. Desta forma, possibilitam o investimento na inovação tecnológica, sendo por isso um elemento fundamental do funcionamento do sistema capitalista e do crescimento económico.

As crescentes necessidades de financiamento das empresas, que se observam desde meados dos anos 90, decorrem do aumento do investimento realizado pelas empresas e de não terem gerado a poupança necessária para o seu financiamento. Aquelas necessidades de financiamento seriam saciadas com o acesso ao crédito - ver Figura 6.12. A estabilidade macroeconómica, as expectativas positivas em relação ao futuro da economia portuguesa, o desenvolvimento do sistema financeiro e o contexto internacional dos mercados financeiros no período anterior à crise financeira internacional – contexto que descrevemos no capítulo 3 – favoreceu o acesso ao crédito pelas empresas portuguesas.



**Figura 6.12:** Capacidade líquida de financiamento (escala direita) e endividamento das empresas (escala esquerda) (% PIB)

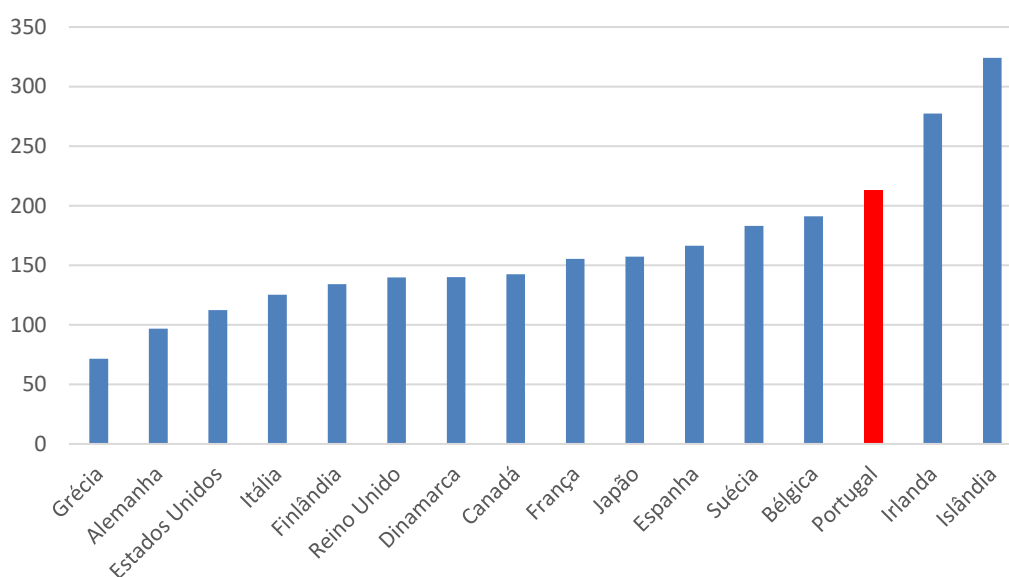
Fonte: INE

A propósito da necessidade de acesso aos mercados de capitais pelas empresas portuguesas, vale a pena recuperar uma passagem do documento *Quadro de Ajustamento Nacional para a Transição para a União Económica e Monetária (QUANTUM)*, de 1990, do

Ministério das Finanças, que serviria de suporte à adesão de Portugal ao SME, onde se escreve:

*“A nossa economia, por qualquer ângulo que seja analisada, revela-se sempre uma economia sedenta de capital. A subcapitalização da maioria dos sectores [concede], no processo de desenvolvimento, um papel essencial ao custo do capital.”*

E, efetivamente, a construção da União Económica e Monetária, que culminou na criação do euro, permitiu o acesso generalizado ao crédito pelas empresas portuguesas. À semelhança do que tinha acontecido com as famílias, o acesso generalizado ao crédito resultou num aumento galopante do endividamento a partir de meados dos anos 90, colocando as empresas portuguesas entre as mais endividadas da OCDE. De facto, de acordo com os dados daquela instituição internacional, em 2012, apenas as empresas da Islândia e da Irlanda, com níveis de endividamento, respetivamente, de 324% do PIB e 277% do PIB, tinham um nível de endividamento superior ao das empresas portuguesas, cuja dívida representava 213% do PIB – ver Figura 6.13.



**Figura 6.13:** Endividamento das SNF em 2012 (% do PIB).

Fonte: OCDE.

Na Figura 6.12, mostramos a evolução do endividamento das empresas não financeiras, junto das outras instituições financeiras monetárias, desde meados da década de 90. Partindo de cerca de 70% do PIB em 1995, o nível de endividamento aumentou continuamente até 2001, tendo estabilizado em torno dos 110% do PIB até 2004. Em 2005, o endividamento das empresas retomou a sua trajetória ascendente. Em 2008,

aproximava-se dos 140% do PIB, tendo continuado a aumentar até 2012, quando atingiu um valor máximo de aproximadamente 160% do PIB. Está em queda desde então, tendo diminuído para cerca de 140% do PIB em 2015.

### **A estrutura do endividamento**

À semelhança do que fizemos nas secções anteriores, para podermos fazer uma análise mais detalhada do endividamento das empresas, utilizamos a base de dados Sistema de Contas Integradas das Empresas (SCIE) do INE, para o período 2006-2014.<sup>85</sup> Consideramos a variável 'Passivo Não Corrente' como medida do endividamento.

Entre 2006 e 2014, a percentagem de empresas com endividamento aumentou de 38% para 44%. A análise da distribuição do endividamento mostra que este se encontra muito concentrado num número relativamente reduzido de empresas. Neste período, os 5% de empresas mais endividadas representaram entre 90% e 92% do endividamento total. Em 2014, os 1% de empresas mais endividadas representavam 80% do endividamento total (74% em 2006).

Entre 2006 e 2014, as pequenas empresas concentraram a maior parte do endividamento das empresas, tendo-se mantido essa parte estável em torno dos 64% do total. No entanto, naquele período, registou-se uma redução muito significativa do peso do endividamento das médias empresas, passando de 18% do total para cerca de 13% do total, e um aumento do peso do endividamento das grandes empresas, que passou de 17% para 23% do endividamento total. Esta alteração na composição deve-se à redução do endividamento nas médias empresas entre 2009 e 2013 (-35%) e ao aumento do endividamento das grandes empresas entre 2006 e 2014 (34%).

Em termos setoriais, entre 2006 e 2014, os sectores com maior peso no endividamento total registaram as seguintes variações na sua contribuição para o endividamento total: Indústrias transformadoras (9,9% para 10,3%), Eletricidade, gás e outros (7,6% para 18%), Construção (12,7% para 12,6%), Comércio por grosso e a retalho (9,6% para 8,1%); Transportes e armazenagem (12% para 11,3%), Atividades imobiliárias (16,8% para 12,8%) e Atividades de informação e de comunicação (2,4% para 7,1%).

---

<sup>85</sup> Tal como anteriormente, os valores apresentados são a preços de 2014, tendo sido deflacionados utilizando o deflador para os preços industriais do INE.

Na base de dados SCIE, o nível de endividamento das empresas atingiu um valor máximo de cerca de 140 mil milhões de euros, em 2009, 31% superior ao de 2006. Entre 2009 e 2014, o endividamento diminuiu cerca de 9%, mantendo-se o seu valor mais ou menos estável até 2014, em torno dos 128 mil milhões de euros. Assim, à semelhança do que fizemos para o investimento, vamos dividir a nossa análise em dois períodos: 2006-2009, em que se registou um aumento do endividamento; e o período 2009-2014, em que se registou uma diminuição do endividamento.

O aumento do endividamento, entre 2006 e 2009, foi similar em termos percentuais (em torno dos 30%) nas pequenas, médias e grandes empresas. Em termos setoriais, destacam-se os setores da indústria transformadora (45%), eletricidade e outros (108%), transportes e armazenagem (17%) e atividade imobiliária (45%).

A partir de 2009, as empresas iniciaram um período de desalavancagem. No entanto, a redução da dívida concentrou-se nas médias empresas (-33%), tendo sido afetada a generalidade dos setores. As pequenas empresas registaram uma redução residual de 5% do endividamento e as grandes empresas mantiveram a sua situação inalterada. Em relação às grandes empresas, verificou-se uma grande variabilidade entre setores. Por um lado, setores como a eletricidade (26%) e informação e comunicação (111%) registaram um grande aumento do endividamento. Por outro lado, a indústria transformadora (-49%), construção (-17%), comércio (-40%) e transportes e armazenagem (-37%) registaram assinaláveis reduções do endividamento.

### **Rácios de endividamento**

De forma a podermos aferir o peso que o endividamento tem para as empresas portuguesas, calculamos o rácio de dívida, Passivo Total / Ativo Total, para as pequenas, médias e grandes empresas e para os setores mais endividados acima identificados.

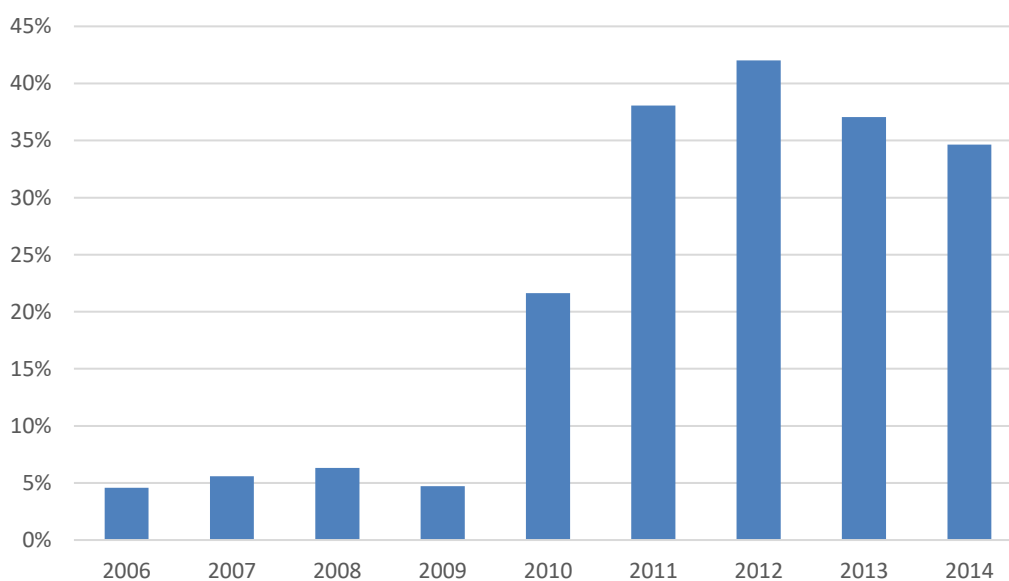
O cálculo do rácio de dívida para a população das empresas do SCIE mostra um aumento de 5 pontos percentuais entre 2006 e 2008, de 66% para 71%, mantendo-se estável em torno desse valor até ao final do período. As pequenas empresas, que tinham o rácio de dívida mais favorável em 2006 (65%), foram as que viram a sua dependência do endividamento agravar-se mais, tendo o rácio da dívida atingido um valor máximo de 74%, em 2012. As empresas médias, depois de um agravamento da sua dependência face ao endividamento entre 2006 e 2008 (em que o rácio da dívida aumentou de 70% para 73%), iniciaram um processo de reforço da sua autonomia financeira, com uma redução contínua

do rácio da dívida, que atingiu o valor de 64% em 2014. Finalmente, as grandes empresas viram o seu rácio de dívida aumentar 4 pontos percentuais entre 2006 e 2008 (fruto do enorme aumento do endividamento naquele período), tendo-se mantido entre os 65% e os 67% até 2013. Entre 2013 e 2014, o rácio de dívida agravou-se em 4,3 pontos percentuais, tendo atingido o valor máximo de 72%.

### O peso dos juros

O elevado endividamento das empresas tornou os juros um elemento muito importante na sua estrutura de custos. Uma forma de avaliar o peso do encargo com juros é calcular o rácio entre os juros e o EBITDA (Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações) – ver Figura 6.14. Na secção anterior, vimos que após 2008 se registou uma forte quebra nos custos em juros das empresas. No entanto, na Figura 6.14, podemos ver que a redução dos juros não se traduziu num alívio do seu peso nos resultados das empresas. De facto, entre 2006 e 2010 a média daquele rácio era de cerca de 5% e aumentou para uma média de 38%, entre 2011 e 2014.

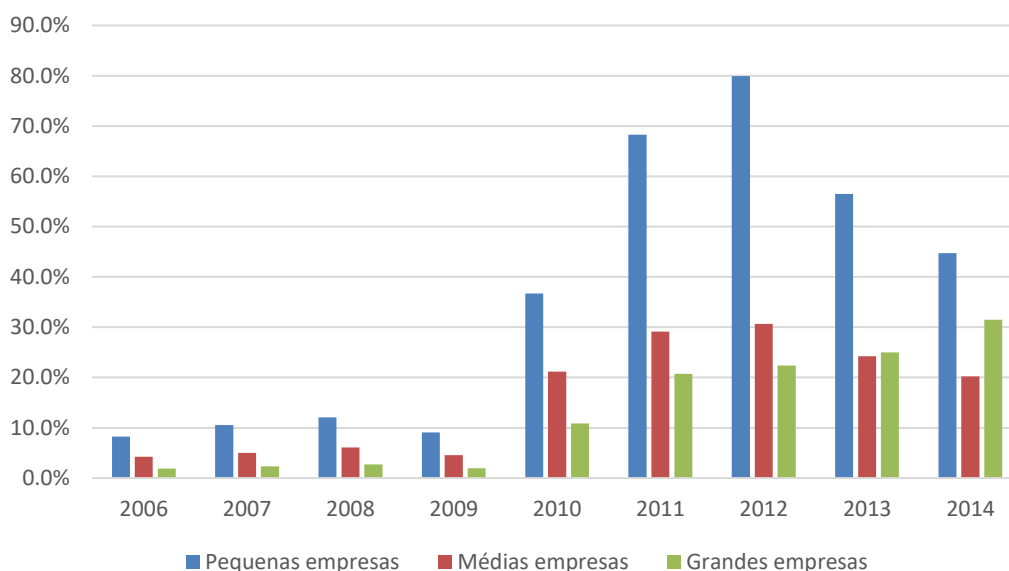
A desagregação deste rácio por setores ilustra a vulnerabilidade de muitas empresas portuguesas. Por exemplo, no setor das “atividades imobiliárias”, os resultados operacionais foram tão fracos em 2011 e 2012 que o seu EBITDA foi negativo, pelo que o rácio é negativo também. Apesar de em 2013 o EBITDA ter sido positivo, os juros foram 4 vezes superiores, pelo que o rácio foi superior a 500%.



**Figura 6.144:** Rácio Juros/EBIDTA

Fonte: SCIE, INE

Na Figura 6.15, apresentamos a evolução do rácio juros/EBITDA por escalão de dimensão das empresas. O dado mais saliente é o encargo com os juros ser mais pesado nas empresas de pequena dimensão. Nos últimos dois anos, vemos também que as grandes empresas deixaram de ser aquelas que sistematicamente tinham um valor do rácio mais baixo, tendo-se tornado bastante superior ao das médias empresas.



**Figura 6.155:** Rácio Juros/EBIDTA por dimensão da empresa

Fonte: SCIE

### **Diversificação das fontes de financiamento**

A crise financeira internacional e a crise das dívidas soberanas da zona euro vieram questionar o papel dos mercados financeiros na promoção do desenvolvimento económico, em particular, o seu contributo para a afetação eficiente dos recursos financeiros (ver capítulo 2). A visão de curto prazo, particularmente nos movimentos internacionais de capitais, tem sido identificada como uma das causas da elevada volatilidade que caracteriza os mercados financeiros e que tem estado associada a crises financeiras, em muitos casos com repercussões na economia mundial. Por outro lado, a crise financeira internacional e a crise do euro expuseram as fragilidades do setor bancário, que serviu de intermediário nos fluxos internacionais de capitais e ajudou a alcançar elevados níveis de endividamento. Em Portugal e na UE, onde as empresas dependem do setor bancário para captar os recursos financeiros necessários à realização do investimento, as dificuldades do setor bancário podem condicionar as decisões de investimento e, assim, limitar o crescimento económico.

Estes desenvolvimentos pós-crise financeira internacional têm conduzido as análises e avaliações de entidades reguladoras, de decisores políticos e de grupos de reflexão a salientar a necessidade de introduzir incentivos que promovam os investimentos financeiros de longo prazo em detrimento dos investimentos de curto prazo.<sup>86</sup>

A proposta da Comissão Europeia de desenvolvimento do Mercado Único de Capitais (MUC) insere-se neste espírito. O objetivo do MUC é aprofundar a integração do mercado de capitais na UE, contribuir para o aumento da poupança e para uma melhor afetação dessa a investimentos que promovam o crescimento económico, no quadro de um sector financeiro mais estável e resiliente. A criação do MUC constitui um desafio para o setor segurador europeu e cria oportunidades para uma participação mais ativa nos mercados financeiros. De facto, dadas as maturidades típicas dos seus passivos, o sector segurador surge como um parceiro natural no financiamento de longo prazo da economia. Esse encontro de maturidades contribuirá para a construção de um sistema financeiro mais estável.

#### **6.4. Conclusão**

As necessidades de financiamento das empresas desempenharam um papel muito importante no processo de acumulação de desequilíbrios externos que levou ao resgate pela *troika*. Essas necessidades de financiamento não tiveram correspondência na capacidade de financiamento dos outros agentes nacionais, acabando por se traduzir em endividamento externo. Vale a pena referir que, em resultado das crises financeiras que os afetaram, vários países emergentes decidiram alterar a sua estratégia: em vez de procurarem atrair capitais estrangeiros para financiar os investimentos na sua economia, procuraram antes financiar-se com poupança interna, passando a ter excedentes externos, de forma a acumular reservas de divisas que os protejam de futuras crises de pagamentos. No entanto, esta estratégia contraria os objetivos da própria UEM, que passavam pela eliminação das barreiras à circulação dos capitais. Aliás, nesse sentido, a UEM teve os efeitos pretendidos no caso português, pois efetivamente os capitais afluíram a Portugal.

O aumento das necessidades de financiamento das sociedades não financeiras no período anterior à crise esteve associada à redução da sua poupança, em especial em resultado do aumento dos juros e dividendos pagos pelas empresas. Uma análise mais detalhada

---

<sup>86</sup> Ver, por exemplo, o relatório *Long-term Finance and Economic Growth* elaborado pelo Group of Thirty, em 2013.



deste fenómeno mostra que o pagamento de juros e de dividendos está concentrado num número reduzido de empresas, usualmente grandes empresas, dos sectores Indústrias transformadoras, Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio, Atividades imobiliárias e Construção, e, no caso do pagamento de juros, com níveis intermédios de endividamento.

Se o período pré-crise foi caracterizado pelo aumento do endividamento, no período pós-crise observa-se a tendência contrária. A situação dos bancos, no período que se seguiu à crise financeira internacional e à crise da zona euro, resultou em fortes restrições das empresas no acesso ao crédito. Essas dificuldades refletiram-se na importância que os decisores políticos atribuíram às condições de financiamento das empresas. Para aliviar as dificuldades de financiamento, o Governo liderado pelo Primeiro-Ministro António Costa criou uma 'Estrutura de Missão para a Capitalização de Empresas' e publicou uma Resolução de Conselho de Ministros, em agosto de 2016, em que aprova o Programa Capitalizar. Este programa tem, entre outros, os objetivos "de promover estruturas financeiras mais equilibradas, reduzindo os passivos das empresas economicamente viáveis, ainda que com níveis excessivos de endividamento, bem como de melhorar as condições de acesso ao financiamento das pequenas e médias empresas".

A intervenção dos governos é vulnerável à "lei das consequências inesperadas", isto é, expressar na legislação as melhores intenções não garante bons resultados. Veremos no próximo capítulo algumas das dificuldades que as políticas públicas enfrentam no domínio da poupança.

## 7. Políticas públicas e a poupança

A forte e contínua redução da taxa de poupança da economia portuguesa nas últimas décadas foi, até à crise financeira internacional, um facto largamente ignorado por especialistas e decisores de política.<sup>87</sup> Como argumentámos em capítulos anteriores, esse foi um dos fatores que contribuíram para os desequilíbrios económicos que se avolumaram nos últimos anos e que resultaram na crise da dívida soberana. Esta, ao limitar as possibilidades de financiamento da economia portuguesa junto do exterior, reposicionou a poupança como uma variável crucial no processo de ajustamento dos desequilíbrios. Uma economia fortemente endividada como a portuguesa, no contexto de grande incerteza e dificuldade de acesso aos mercados internacionais, só poderá ultrapassar a atual crise aumentando de forma muito significativa a poupança nacional.

No entanto, as mesmas circunstâncias que tornam necessário o aumento da poupança também dificultam o investimento em ativos portugueses. Nomeadamente, a incerteza que ainda existe quanto ao futuro do euro ou, pelo menos, quanto à futura participação de Portugal na área do euro, levará os indivíduos com rendimentos mais elevados (que concentram a maior parte da poupança) a preferirem aplicar as suas poupanças no estrangeiro. O mesmo incentivo é dado pela situação em que se encontram os bancos nacionais: deixar nesses bancos poupanças de valor superior ao protegido pelo Fundo de Garantia de Depósitos pode ser arriscado. Por outro lado, uma economia ainda com dificuldades em crescer também não oferece muitas opções interessantes para o investimento em atividades produtivas.

Qualquer análise das políticas públicas relacionadas com a poupança necessitará de ter como referências as respostas dadas a duas questões: (1) Por que é que o Estado se deve preocupar com o nível da poupança nacional? (2) De que forma a intervenção do Estado poderá afetar a poupança?

---

<sup>87</sup> Uma das exceções a este padrão foi o Relatório Anual Gerência de 2000 do Banco de Portugal, que refere a urgência de corrigir os desequilíbrios externos e aumentar a taxa de poupança: “A evolução observada em 2000 deve ser interpretada como o início do processo de ajustamento da economia portuguesa, que terá que prosseguir nos próximos anos. Caso contrário, apenas se agravará a magnitude do futuro ajustamento necessário, aumentando a probabilidade de ele vir a ser desencadeado de forma brusca. Acresce que o conjunto dos instrumentos de política ao dispor das autoridades para facilitar o processo de ajustamento é mais limitado no contexto da participação na área do euro. Assim, a inevitável correção dos desequilíbrios externos terá que passar necessariamente por uma redução dos ritmos de crescimento da procura interna, pública e privada.” (p. 266)

É sobre estas duas questões que este capítulo se debruça.<sup>88</sup> Começamos por discutir o nível de poupança ótima, identificando as razões para que a poupança seja uma variável a ter em conta na definição da política económica. Os dados sugerem que a taxa de poupança em Portugal está abaixo do que seria ótimo. Veremos quais os efeitos que políticas direcionadas para o aumento da poupança em certos segmentos da população portuguesa poderão ter sobre a taxa de poupança agregada. Porém, um dos maiores desafios que se colocam à economia portuguesa é a regressão demográfica que se perspetiva. Assim, apresentaremos neste capítulo projeções do impacto da alteração da estrutura demográfica sobre a taxa de poupança e sobre o endividamento das famílias.

Outro desafio que Portugal enfrenta é o atual contexto de baixas taxas de juro (ver capítulo 2), cujo impacto sobre a poupança será discutido na secção 7.5. No domínio das políticas públicas, o sistema de Segurança Social é o que mais influência tem sobre o comportamento de poupança das famílias - condicionando também fortemente a poupança do Estado. Por essa razão dedicaremos uma extensa secção (7.6) a este tema.

Os efeitos da tributação e dos benefícios fiscais na poupança, bem como políticas que possam promover a poupança são discutidos nas últimas secções deste capítulo.

## **7.1. Poupança ótima**

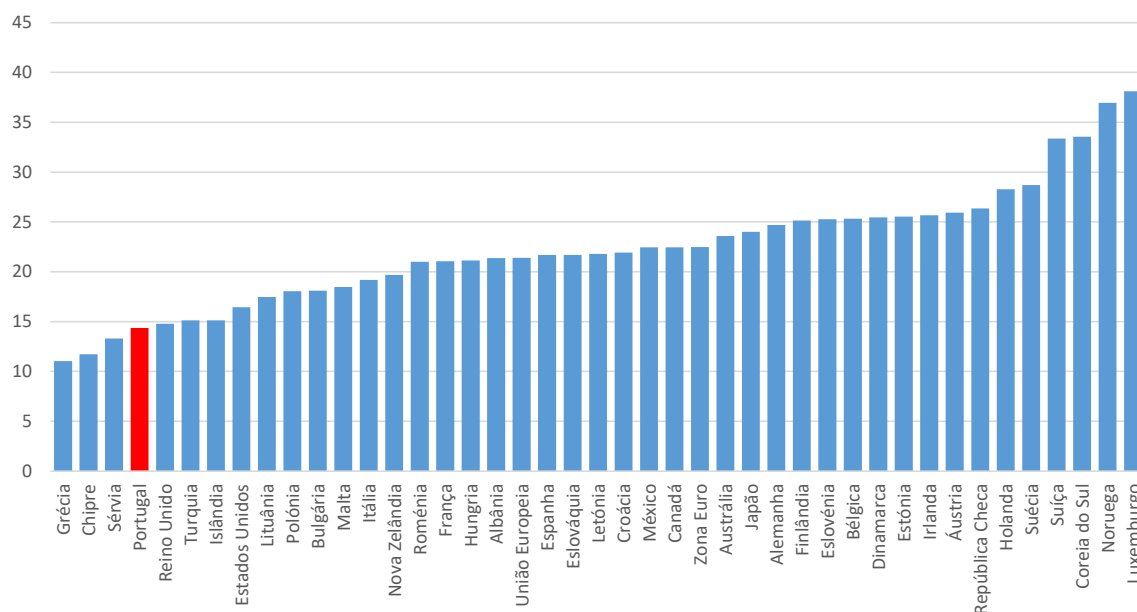
O saldo da balança corrente é igual à diferença entre a poupança e o investimento (ver capítulo 3). Numa economia fechada ao exterior, o saldo da balança corrente é zero por definição e a poupança tem de igualar o investimento.<sup>89</sup> O investimento, enquanto acumulação de bens que podem ser usados na produção de outros bens, é fundamental para que um país possa crescer, isto é, aumentar a produção de bens e, por essa via, o consumo e o bem-estar da população. Contudo, isto não significa que mais investimento seja sempre preferível a menos investimento. De facto, Edmund Phelps (vencedor do prémio Nobel da Economia em 2006) mostrou em 1961, num artigo intitulado “*The Golden*

---

<sup>88</sup> Neste trabalho não trataremos a questão da alocação da poupança – ver a este propósito, por exemplo, Summers (1985).

<sup>89</sup> É possível argumentar que, em economias abertas como a nossa, a ligação entre poupança interna e investimento é quebrada, dado que as empresas se podem financiar no exterior. No entanto, deve referir-se que vários estudos confirmam empiricamente a associação entre poupança e investimento internos. Na verdade, há fortes evidências de que os aforradores preferem investimentos no país de origem (“*home bias*”). Este efeito é reforçado se tivermos em atenção que o financiamento externo é, neste momento, uma das principais dificuldades da economia portuguesa.

*Rule of Capital Accumulation*”, que existe um nível ótimo do *stock* de capital, a que corresponde um nível ótimo da taxa de poupança (que maximiza o nível de consumo), conhecido como "a regra de ouro" da poupança.



**Figura 7.1:** Taxa de poupança (% RNB, média no período 2001-2015)

Fonte: AMECO.

Aplicando a regra de ouro proposta por Phelps aos dados portugueses, concluiríamos que a taxa de poupança ótima para Portugal se situaria nos 35%. Mesmo que não consideremos essa meta realista, ou que desconfiemos do seu interesse prático, as comparações internacionais deixam bem claro que a nossa taxa de poupança é excessivamente baixa. Na Figura 7.1, podemos ver que a taxa de poupança em Portugal tem sido das mais baixas entre 43 países desenvolvidos. Com taxas de poupança inferiores à de Portugal, encontramos apenas a Grécia, Chipre e Sérvia; 30 países têm taxas de poupança de 20% ou superiores.

Subir substancialmente a taxa de poupança é essencialmente benéfico no longo prazo, facilitando o aumento do investimento, de que a economia portuguesa carece para crescer. Mas, como vimos no capítulo 4, uma das mais importantes lições de Keynes é que o aumento da poupança pode ter efeitos recessivos no curto prazo. Em 2010, os economistas Alberto Alesina e Silvia Ardagna contrariaram esta visão keynesiana, concluindo que houve episódios, a seguir a fortes consolidações orçamentais, em que não se verificou qualquer recessão. Mas, na verdade, além de serem apontadas algumas falhas metodológicas ao trabalho destes autores, houve algum exagero no momento de

prescrever políticas, confundindo-se a possibilidade incerta de uma “austeridade expansionista” com uma certeza. A experiência do ajustamento português permite-nos, com alguma segurança, pôr de parte este efeito benigno no curto prazo.

## **7.2. Políticas direcionadas**

Como vimos no capítulo 4, a taxa de poupança agregada das famílias inquiridas no âmbito dos Inquéritos às Despesas e Endividamento das Famílias (IDEF 2006 e IDEF 2010) era de 15,9%, em 2010, e 21,5% em 2006. Estes valores claramente sobrestimam a taxa de poupança das famílias portuguesas, que, de acordo com a AMECO, tinham uma taxa de poupança de 8% e de 9,2% do PIB em 2006 e 2010, respetivamente. Esta divergência entre os valores agregados (das Contas Nacionais) e os valores obtidos por inquérito às famílias não é um fenómeno exclusivamente português. Um estudo da OCDE (Fesseau *et al.*, 2013) sobre a relação entre os dados macroeconómicos e os dados microeconómicos em 21 países conclui que o problema costuma estar mais na medição do consumo do que na medição do rendimento.

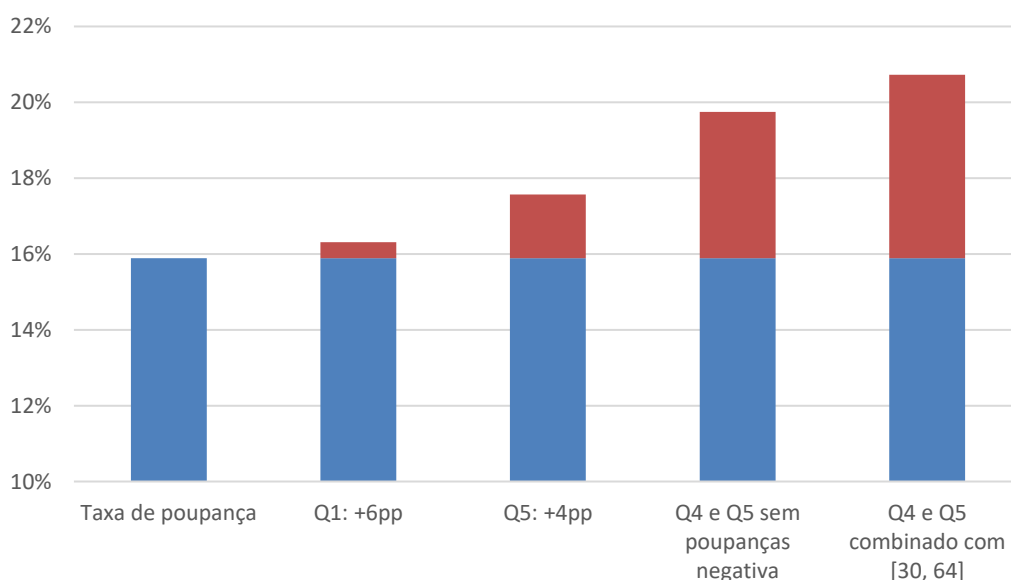
De qualquer maneira, pode-se usar o IDEF 2010 como instrumento de análise para determinar quais os sectores da sociedade – em particular por nível de rendimento e escalão etário – que poderão ser alvo de políticas de estímulo à poupança. Como é normal, a média agregada esconde mais do que revela. Vimos no capítulo 4, Tabela 4.2, a taxa média de poupança por escalão etário e por quintil de rendimento. Como prevê a teoria keynesiana, aqueles dados revelam que famílias com rendimentos mais elevados têm taxas de poupança bastante mais altas do que as famílias com rendimentos mais baixos. As famílias de mais baixos rendimentos têm mesmo uma taxa de poupança negativa de 6%. Já no quintil superior, observamos uma taxa de poupança de 27%. Estes números têm, obviamente, impacto na poupança agregada. Vimos também que as famílias que pertencem ao quintil de rendimento mais elevado são responsáveis por 72% da poupança total, tendo “apenas” 42% do rendimento total.

Se o Estado pretender definir uma política pública que tenha como objetivo aumentar a taxa global de poupança, faz sentido que procure identificar os grupos em que essas políticas possam ter maior impacto. Por exemplo, dado o seu pequeno peso no rendimento global, é improvável que políticas dirigidas a pessoas de rendimentos mais baixos tenham grande impacto na poupança global. De facto, de acordo com os nossos cálculos, se a taxa de poupança das famílias do quintil de rendimento mais baixo subisse de 6% negativos

para zero, a taxa de poupança apenas aumentaria 0,4 pontos percentuais (pp). Por outro lado, se a poupança das famílias do quintil de rendimento mais elevado aumentasse 4 pp, o aumento na taxa de poupança global seria de 1,7 pp. Ou seja, com menos esforço obter-se-ia um resultado agregado quatro vezes superior. Uma política que tivesse como objetivo eliminar as poupanças negativas das famílias dos dois quintis com maior rendimento levaria a um acréscimo de poupança de 3,9 pp, permitindo assim atingir uma taxa de poupança agregada de quase 20%.

Consideremos uma política de promoção da poupança que definisse como alvo o grosso da população ativa — entre os 30 e os 64 anos — e nos escalões de maiores rendimentos — os dois quintis superiores. Este grupo é responsável por cerca de 70% do total da poupança em Portugal. Se as famílias pertencentes a este grupo que têm poupança positiva aumentassem a sua taxa de poupança em 4 pp e, em simultâneo, aquelas com poupança negativa conseguissem chegar a zero, a poupança global aumentaria em 4,8 pp, atingindo os 20,7%. Esta política, combinada com um estímulo generalizado da poupança, poderia permitir que se chegasse a uma taxa de poupança confortavelmente superior a 20%.

Na figura 7.2, ilustramos o impacto destes diferentes cenários na taxa de poupança agregada.



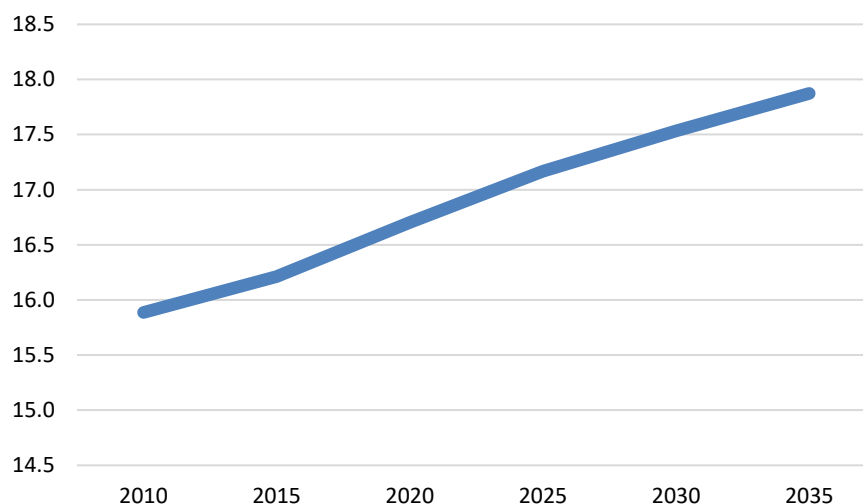
**Figura 7.2:** Taxas de poupança contrafactuais

Fonte: Cálculos dos autores.

### **7.3. Demografia, distribuição do rendimento e poupança**

No capítulo 4, concluímos que a taxa de poupança aumentava com o rendimento das famílias, confirmando as previsões da teoria keynesiana. No entanto, a teoria económica não é definitiva quanto à relação entre poupança e desigualdade na distribuição do rendimento, não havendo resultados nem teóricos nem empíricos que sejam à prova de críticas. Há, no entanto, um estudo publicado em agosto de 2016 que parece ter relevância para Portugal, até pelo facto de o nosso país estar incluído no estudo. Peter Bofinger e Philipp Scheuermeyer concluem que, para baixos índices de desigualdade, um aumento desta contribui para aumentar as taxas de poupança agregadas. No entanto, se a desigualdade for muito grande, o efeito inverte-se e aumentos da desigualdade têm efeitos detrimenais na poupança. Este efeito prejudicial é especialmente forte quando ocorre num país com mercados financeiros bastante liberalizados e onde o crédito seja de fácil obtenção. Dado que Portugal é um dos países da OCDE com maiores índices de desigualdade e, simultaneamente, é um país onde o sistema financeiro está bastante liberalizado, este resultado pode ter especial acuidade. Ou seja, aumentar a desigualdade não parece ser uma via para o aumento da poupança da economia portuguesa.

Quanto à demografia, como escrevemos atrás, seria de esperar que fosse durante a idade ativa que as pessoas acumulassem as poupanças que gastariam quando estivessem reformadas. No entanto, como se vê na Figura 4.16, esta predição não é confirmada no caso português. Pelo contrário, como regra, são as famílias mais velhas que poupam mais. Repare-se que, quando a cabeça de família tem mais de 45 anos, a taxa de poupança é superior à média e, quanto mais velha, maior a taxa de poupança. A exceção é o grupo dos 18 aos 24; porém, este representa uma fração tão pequena do rendimento total que não tem um peso relevante na taxa de poupança global. Uma vez que, em Portugal, como já vimos em capítulos anteriores, a tendência da nossa população é para envelhecer, poder-se-ia esperar que nas próximas décadas houvesse uma tendência para reforçar significativamente a poupança. Mas, na verdade, se combinarmos as taxas de poupança por escalão etário com as projeções demográficas para 2035, vemos que o impacto esperado é de apenas 2 pontos percentuais.



**Figura 7.3:** Projeção do impacto demográfico na taxa de poupança

Fonte: Cálculos dos autores.

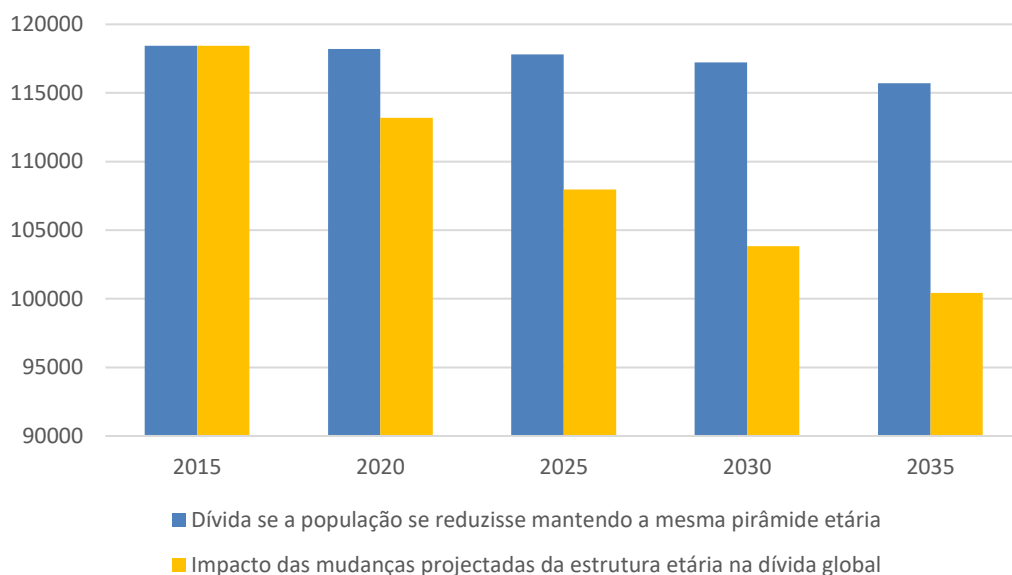
Na projeção representada na Figura 7.3, apenas se teve em atenção a alteração da estrutura demográfica da população, partindo-se do princípio que tudo o resto, nomeadamente as taxas de poupança por escalão etário, se mantinha constante. Trata-se, portanto, de uma simples extrapolação que nos indica que a evolução demográfica deverá ter um efeito ligeiramente positivo na nossa taxa de poupança.

#### 7.4. Demografia, distribuição do rendimento e crédito

Como vimos no capítulo 4, em 2015, 93% da dívida total estava concentrada nos escalões etários que vão dos 30 aos 65 anos. Estes, atualmente, representam um pouco menos de 60% da população adulta, enquanto em 2035 deverão representar um pouco mais de 50%. Já a população com mais de 65 anos, que tipicamente se encontra pouco endividada, deverá, de acordo com o cenário central do INE, aumentar o seu peso na população adulta total de 25% para 35%.

Dada a forma como a dívida está concentrada em certos grupos etários, a alteração da pirâmide etária portuguesa terá, *ceteris paribus*, consequências inevitáveis no endividamento das famílias. A Figura 7.4 mostra a nossa projeção dos efeitos das alterações demográficas sobre a dívida global das famílias.





**Figura 7.4:** Projeção do impacto demográfico na dívida das famílias (em milhões de euros)

Fonte: CRC, Banco de Portugal e cálculos dos autores.

Se, até 2035, a população diminuisse cerca de 3,5% tal como previsto pelo INE, mas a estrutura etária não se alterasse, a dívida global das famílias diminuiria ligeiramente. Porém, tendo em atenção a alteração da estrutura etária prevista pelo INE – ver Figura 3.16 –, então a nossa projeção já aponta para uma queda significativa da dívida global das famílias. De acordo com as nossas projeções, só a alteração demográfica portuguesa que ocorrerá até 2035 é responsável por uma redução um pouco superior a 15%. Diga-se que, se estendêssemos a análise até 2060, concluiríamos que a redução adicional da dívida seria de 22%.

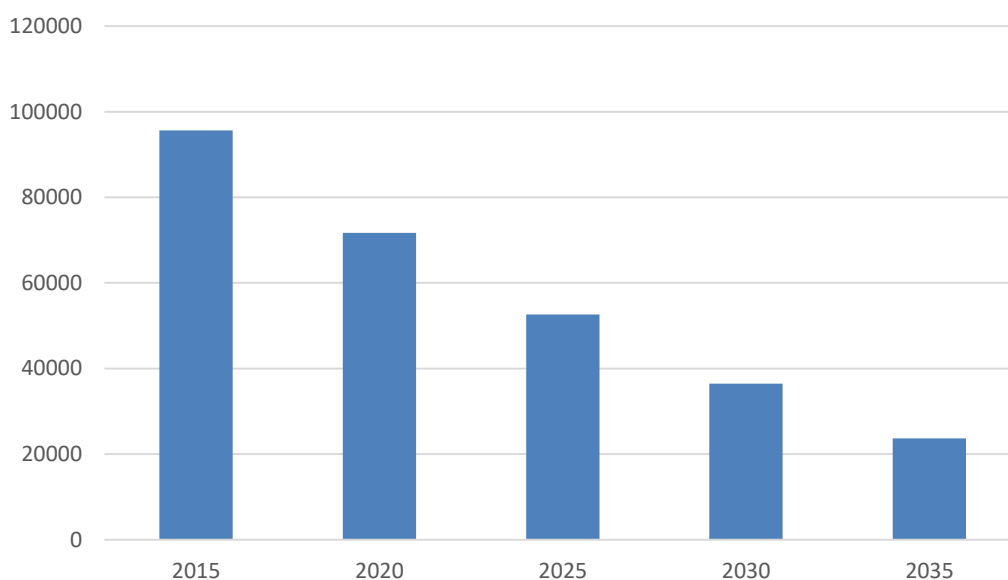
Na medida em que o valor global da dívida é uma *proxy* para o volume de negócio dos bancos e do sistema financeiro, torna-se claro que a alteração da estrutura etária vai colocar desafios ao sistema financeiro.

### Dívida residual dos empréstimos à habitação

Nos capítulos 4 e 5, vimos que grande parte da dívida total das famílias corresponde a empréstimos à habitação e que, entre 2009 e 2015, houve uma forte redução desta dívida. Pela sua natureza, o empréstimo à habitação está muito ligado quer ao ciclo de vida quer às expectativas profissionais. Digamos que há uma idade para a compra de habitação

própria e que esta decisão apenas faz sentido se as expectativas de estabilidade profissional forem fortes. Por isso, não surpreende que a falta de renovação dos empréstimos à habitação coincida com os anos em que o desemprego e a emigração de jovens aumentaram.

Visto que o parque habitacional já existente em Portugal ultrapassa largamente as necessidades da população – ver Figura 5.14 – que, adicionalmente, tem tendência a diminuir, não será uma surpresa se o mercado de novos empréstimos à habitação sofrer uma severa redução. No gráfico seguinte, levamos esta análise ao limite e projetamos a evolução do valor em dívida dos atuais empréstimos à habitação para as próximas décadas. A projeção é feita no pressuposto de que as prestações são pagas de acordo com o que está em vigor, não se considerando nem a hipótese de pagamentos antecipados nem de *defaults* ou reestruturações de dívida.

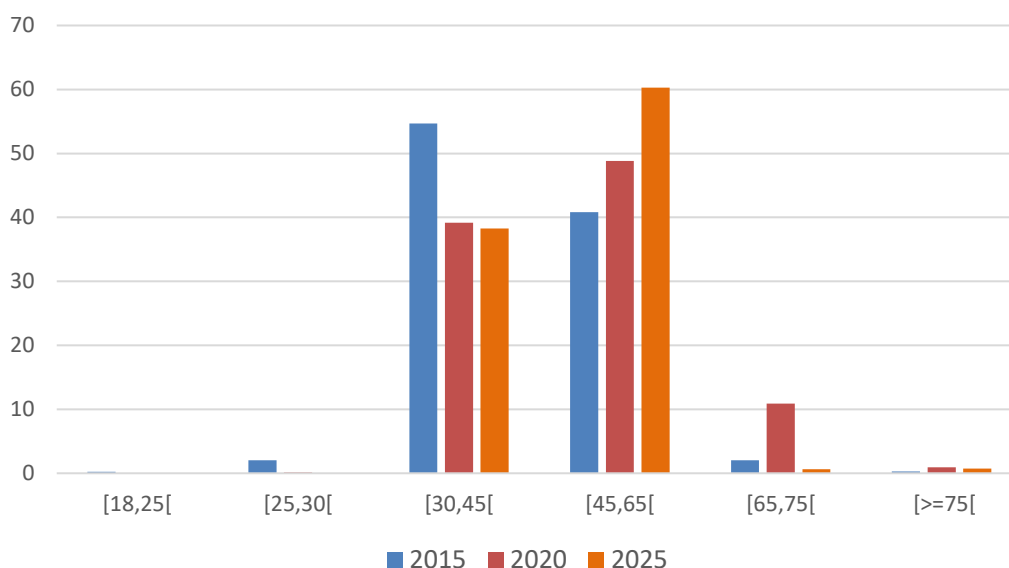


**Figura 7.5:** Projeção do valor em dívida dos empréstimos à habitação (em milhões de euros)

Fonte: CRC, Banco de Portugal e cálculos dos autores.

Como é natural, em 2035, o valor em dívida será bastante baixo. Portanto, ou o sector bancário consegue reavivar este mercado ou ele tornar-se-á residual no negócio dos bancos. Naturalmente, com a redução do crédito à habitação, reduzir-se-ão os seguros associados a esses créditos. Mais interessante é ver que mesmo num prazo relativamente curto, 2020 ou 2025, o valor em dívida baixará substancialmente (25% a cada 5 anos).

Se esta estagnação neste mercado se mantiver nos próximos anos, a consequência será que a concentração do endividamento se deslocará para as gerações mais velhas. Isso pode ser visto na Figura 7.6, na qual projetamos até 2025 a repartição etária da dívida gerada por empréstimos à habitação.



**Figura 7.6:** Projeção da repartição etária da dívida gerada por empréstimos à habitação

Fonte: CRC, Banco de Portugal e cálculos dos autores.

Percebe-se facilmente pela Figura 7.6 que a tendência que se verificou de 2009 para 2015, nomeadamente a transferência da quota de responsabilidade pela dívida do escalão dos 30 aos 45 anos para o escalão seguinte, que pudemos ver na Figura 4.10, é reforçada até 2025. É também importante salientar que, já em 2020, haverá uma fração relevante do endividamento que estará concentrada em pessoas que terão entre 65 e 75 anos, o que coincide com o momento em que muitas delas passarão à reforma, podendo ter os seus rendimentos bastante reduzidos à luz das novas regras para a aposentação – ver secção 7.6. Um aumento das taxas de juro no futuro poderá pôr em risco a solvabilidade de muitas destas famílias, que (tal como os bancos) não anteciparam os efeitos da reforma da Segurança Social no valor futuro das suas pensões.

## 7.5. Os desafios das taxas de juro baixas

Nas últimas décadas temos observado uma descida persistente nas taxas de juro reais (ver capítulo 2). Um efeito quase automático da descida das taxas de juro é o de

redistribuição de rendimentos dos credores para os devedores. Vale a pena salientar que, se a alternativa a baixas taxas de juro for a insolvência de muitos devedores, então esta redistribuição pode ser favorável para todos.

Independentemente das causas das baixas taxas de juros, as perspetivas de crescimento baixo deverão levar ao adiamento da normalização das políticas monetárias, sendo assim provável que as taxas de juro se mantenham baixas durante bastante tempo. Isso mesmo é reconhecido no *Global Financial Stability Report*, publicado pelo FMI em outubro de 2016. Como vimos no capítulo 2, de acordo com este relatório, as baixas taxas de juro estão a criar desafios a médio prazo muito relevantes para todo o sistema financeiro.

Outro dos efeitos das taxas de juro tão baixas é a valorização de ativos financeiros como as ações. Como o preço das ações deve refletir perspetivas de lucros futuros, a ausência de crescimento económico sugere que a valorização do mercado de ações em alguns mercados internacionais é incompatível com a economia real. Por outras palavras, as taxas de juro tão baixas podem estar a criar bolhas nos mercados financeiros que, cedo ou tarde, irão rebentar causando danos na economia real.

De um ponto de vista teórico (e também empírico), o efeito de uma descida das taxas de juro nas poupanças não é óbvio. Se por um lado a remuneração das poupanças diminui, tornando-as menos atrativas, por outro lado, há um efeito riqueza que pode ter efeito contrário. Por exemplo, como vimos no capítulo 4, em 2009, a descida das taxas de juro levou a uma descida das prestações dos empréstimos à habitação, que libertou uma parte do orçamento familiar, criando espaço para as famílias aumentarem as suas poupanças.

No entanto, taxas de juro tão baixas necessariamente dificultarão a capacidade das instituições financeiras de captar poupanças. Para perceber este efeito, basta pensar que, com taxas de juros de depósitos muito próximas de zero, é perfeitamente normal que a remuneração líquida dos depósitos seja negativa, após se tomar em consideração as despesas de manutenção. No extremo, isso pode levar os aforradores a não comprarem produtos de poupança e a preferirem entesourar o seu dinheiro (“guardar debaixo do colchão”). Ou seja, podemos chegar à situação paradoxal de as poupanças serem retiradas do circuito económico e, por isso, não poderem ser usadas para financiar o investimento.

Alternativamente, as instituições financeiras que queiram oferecer produtos de poupança com remunerações atraentes podem ver-se obrigadas a apostar exageradamente em ativos de risco elevado, perdendo a capacidade de atração de poupança de aforradores avessos ao risco. O problema de investimentos arriscados não está confinado às instituições financeiras. Taxas de juros tão baixas podem ser também um incentivo ao

endividamento, levando empresas (e famílias) a uma menor seletividade nos seus investimentos.

## **7.6. Poupança e Segurança Social**

Quando não consegue avaliar devidamente as consequências de um consumo excessivo no presente, o indivíduo está a pôr em causa a sua capacidade de consumo no futuro, facto de que se arrependerá demasiado tarde. Suspeitando dessa possibilidade (ou de alguns indivíduos esperarem que, não tendo poupado eles próprios, ou tendo aplicado as poupanças em produtos com risco muito elevado e com maus resultados, o Estado se sinta na obrigação de lhes atribuir um subsídio para evitar que caiam na pobreza – problema do "free-riding" e risco moral), os Estados adotam uma atitude "paternalista" perante os seus cidadãos e obrigam-nos a "poupar" via contribuições para o sistema de Segurança Social.

### **Os desafios do sistema de repartição**

Um dos principais exemplos dessa "poupança" forçada é o sistema de pensões de reforma, existente em todos os países desenvolvidos. No entanto, na maioria dos casos, como o português, o sistema é de repartição, pelo que não existe verdadeira poupança, apenas uma transferência entre indivíduos mediada pelo Estado.<sup>90</sup> De facto, a existência de um sistema de Segurança Social como o nosso foi nas últimas décadas um incentivo para a redução da poupança, pois elimina a necessidade de o indivíduo aforrar para precaver o futuro.

Um dos problemas com este sistema de repartição é que ele exige que haja um número significativo de contribuintes (população ativa) face ao número de beneficiários, porquanto o que o sistema de repartição faz é repartir a produção obtida pela população ativa empregada entre essa população ativa e os beneficiários. Vejamos dois exemplos numéricos. Se o rendimento dos beneficiários for igual ao rendimento dos indivíduos ativos (por hipótese, iguais entre si) e houver cinco beneficiários e cinco indivíduos ativos, a contribuição social de cada indivíduo ativo terá de ser 50% do seu rendimento. Se houver dois beneficiários e oito indivíduos ativos, a contribuição social de cada indivíduo ativo descerá para 20% do seu rendimento. A tendência para o aumento do peso do número de beneficiários, em resultado do aumento da esperança média de vida, ou a redução da

---

<sup>90</sup> Repare-se que nem a nível individual se pode dizer que há poupança. As taxas cobradas para financiar a Segurança Social são, simplesmente, um imposto dos muitos que pagamos (apesar de tecnicamente serem designadas como taxas e não como impostos). Tal como o IRS (em parte) é usado para redistribuir rendimento dos mais ricos para os mais pobres, as contribuições para a Segurança Social são um simples esquema de redistribuição dos trabalhadores para os reformados.

população ativa, em resultado da diminuição da taxa de natalidade, colocam o sistema sob pressão. O aumento da idade de reforma ou a redução do subsídio atribuído aos beneficiários são exemplos de medidas que têm vindo a ser tomadas para garantir a sustentabilidade do sistema. Por exemplo, no caso com cinco indivíduos ativos e cinco beneficiários, se os benefícios forem apenas metade do rendimento dos indivíduos ativos, a taxa da contribuição social baixará para 33,3%.

### **As dificuldades dos rácios demográficos**

No caso português, a população está numa trajetória decrescente desde 2010, fruto dos efeitos cumulativos de um maior número de óbitos do que nascimentos e de saldos migratórios negativos. A taxa de natalidade situa-se entre as mais baixas da UE: o índice sintético de fecundidade apresenta uma tendência decrescente desde os anos 60 (quando era superior a 3), situando-se atualmente em 1,2. As projeções do INE para a evolução da população portuguesa preveem uma redução muito significativa, podendo aquela, em 2060, situar-se entre os 9,2 milhões (cenário otimista) e os 6,3 milhões (cenário pessimista). Esta redução da população é acompanhada de um significativo envelhecimento – ver capítulo 3.

A diminuição da população ativa implicará uma diminuição das contribuições para a Segurança Social. Esta redução das receitas põe em causa a sustentabilidade do sistema de pensões, implicando uma diminuição do valor das pensões ou, em alternativa, um aumento das contribuições para o sistema (a TSU).

Diversas instituições nacionais e internacionais têm vindo a chamar a atenção e a avaliar os efeitos da regressão demográfica na economia e, em particular, nos sistemas de segurança social.<sup>91</sup> Um dos indicadores mais usados é o chamado Índice de Sustentabilidade Potencia (ISP), que nos diz quantos indivíduos em idade ativa (15-64 anos) há por cada idoso (65+ anos). Nos anos 80, em média havia 5,4 pessoas em idade ativa por idoso; nos anos 90, este valor caiu para 4,5, sendo, atualmente, igual a 3,3. Projeções feitas por Maria Filomena Mendes e Maria João Valente Rosa para a Fundação Francisco Manuel dos Santos apontam para que, em 2030, o ISP seja de 2,5 e, em 2050, de 1,8.

### **Dívida e sustentabilidade da Segurança Social**

---

<sup>91</sup> Ver, por exemplo, o relatório da Comissão Europeia “2015 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)”.

Uma forma de medir a sustentabilidade da Segurança Social no longo prazo é através do conceito de dívida implícita. Num sistema como o nosso, de cada vez que um trabalhador (ou uma empresa por ele) faz um desconto para a Segurança Social, o trabalhador recebe em troca a promessa de uma pensão futura. Dito de outro modo, o Estado compromete-se a pagar ao indivíduo uma dada quantia no futuro. Ora, esta é exatamente a essência dum título de dívida pública: uma promessa do Estado de que entregará um dado valor em algum momento futuro. Vistas desta forma, todas as pensões futuras, que já estão legalmente asseguradas pelos descontos feitos até hoje, são uma forma de dívida pública não-titulada. Se calculada nesta perspetiva, a dívida pública portuguesa corresponderia a várias vezes o PIB.

Uma forma alternativa, e menos pessimista, de calcular o valor das nossas responsabilidades futuras é estimando não só as despesas esperadas com as pensões mas também as receitas, ou seja o saldo líquido. Ao valor atual dos futuros desequilíbrios orçamentais da Segurança Social (na parte que se refere a pensões) chamamos dívida implícita. Imagine que o Estado constitui um fundo de reserva para financiar os futuros desequilíbrios entre receitas e despesas com pensões; o valor da dívida implícita é o valor que esse fundo deveria ter hoje para cobrir todos os prejuízos previstos. O valor deste indicador é muito sensível aos pressupostos de base, nomeadamente no que se refere à evolução das taxas de juro, da demografia e do mercado de trabalho. Um estudo encomendado pelo Gabinete de Estratégia e Planeamento do Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social fez estes cálculos para diversos cenários e considerando o horizonte temporal de 75 anos. Dependendo dos pressupostos, a dívida implícita das pensões da Segurança Social situa-se entre 77% e 173% do PIB. O mesmo tipo de exercício já tinha sido feito a respeito da Caixa Geral de Aposentações<sup>92</sup> com resultados igualmente desoladores, tendo o sistema uma dívida implícita que se situa entre 100% e 140% do PIB.

Aquele relatório estima ainda que, para garantir o equilíbrio do sistema de pensões, mantendo as regras atuais de atribuição de pensões, as contribuições dos trabalhadores (TSU) teriam de aumentar gradualmente dos atuais 34,75% da massa salarial para 46% em 2060.

---

<sup>92</sup> Afonso, M.L., Bravo, J.M., Guerreiro, G.R., Avaliação Actuarial do Regime de Pensões da Caixa Geral de Aposentações - Formulação Actual e Impacto das Medidas Legislativas. Relatório dirigido ao Ministério das Finanças do Governo de Portugal. Relatório integrante do dossiê enviado ao Tribunal Constitucional no âmbito da apreciação da constitucionalidade do diploma sobre a convergência dos regimes de pensões (Proposta de Lei n.º 171/XII de 13-9-2013).

Vale a pena salientar que estas estimativas já têm em consideração o corte no valor das pensões de reforma que foi introduzido com a Lei de Bases da Segurança Social (Lei 4/2007) e o Decreto-Lei 187/2007. Logo em 2007, a OCDE calculou que com esta alteração da lei, o trabalhador médio teria uma queda de cerca de 40% no valor da sua pensão. Com esta alteração o rácio entre a pensão e o último salário aproximou-se da média da OCDE – OCDE, “Pensions at a Glance”.<sup>93</sup> Para rendimentos médios mais elevados, a redução na pensão de reforma pode ultrapassar os 50%. Com este novo sistema de pensões, a não acumulação de riqueza ao longo da vida ativa implicará uma perda de bem-estar muito significativa na passagem à reforma.

Porque as famílias não apreciam variações abruptas no seu padrão de consumo ao longo do tempo, a tomada de consciência da redução futura dos rendimentos, decorrente da Lei de Bases de 2007 e dos riscos existentes para a sustentabilidade da Segurança Social, terá certamente um forte efeito positivo nas decisões de poupança das famílias. No entanto, é necessário que os impactos nos rendimentos futuros sejam transmitidos à sociedade de forma transparente, o que até ao momento não tem acontecido.

### **Sistema de repartição e sistema de capitalização**

Na literatura económica, é tradicional dividir os sistemas de Segurança Social em dois sistemas: o sistema de capitalização e o sistema de repartição. Num sistema de capitalização puro, os descontos de cada trabalhador são guardados numa conta (e investidos em ativos financeiros) e utilizados após a reforma. Dados os descontos feitos para a Segurança Social, a regra de ouro da poupança (que descrevemos no início deste capítulo) seria automaticamente satisfeita se o regime de Segurança Social em Portugal fosse baseado num sistema de capitalização, em vez do atual sistema de repartição. Foi exatamente o que se passou no Chile, que em 1981 substituiu um sistema de segurança social de repartição, que estava praticamente falido, por um sistema de segurança social privado de capitalização. De acordo com Edwards (1998), em duas décadas a taxa de poupança agregada subiu de cerca de 10% para 29%.

Num sistema de capitalização puro, a rendibilidade dos descontos corresponde à rendibilidade proporcionada pelo mercado. Este sistema tem assim o risco inerente a investimentos nos mercados financeiros, pois não há ativos que sejam completamente seguros. A possibilidade da inclusão de uma componente de seguro no sistema de

---

<sup>93</sup> De acordo com aquele relatório da OCDE, em 2007, o rácio entre a pensão e o último salário era o mais elevado da OCDE, com o valor de 113%.



capitalização, contra aquela incerteza em relação ao rendimento futuro, poderia ser útil para o tornar mais apetecível. As pressões que se têm sentido na Alemanha e em outros países para uma subida das taxas de juro dos bancos centrais, por causa da penalização para os aforradores, que receiam pelo seu nível de vida na reforma, bem como as dificuldades que os fundos de pensões e as seguradoras atravessam no atual contexto de baixas taxas de juro, é elucidativo dos riscos de um sistema de capitalização (ver capítulo 2). No caso da Alemanha, o efeito das baixas taxas de juro tem conduzido a um aumento da poupança por parte dos trabalhadores, de modo a reduzirem o risco de uma redução do seu nível de vida durante a reforma. A experiência do sistema de capitalização do Chile tem sido muito criticada pelas baixas pensões, tendo motivado grandes manifestações de protesto contra este sistema em agosto de 2016.

Num sistema de repartição puro, a rendibilidade dos descontos corresponde à taxa de crescimento da população ativa e da produtividade, na medida em que ambas contribuem para um crescimento da massa salarial a partir da qual são feitos os descontos que sustentam a Segurança Social. Neste caso, o risco para a sustentabilidade do sistema advém do declínio económico e demográfico, que pode obrigar a cortes nas pensões futuras.

Qualquer sistema de transição de um regime de repartição para um regime de capitalização representará encargos muito elevados. Mesmo que houvesse consenso (que não há) de que um sistema de capitalização puro fosse superior a um sistema de repartição, a implementação da transição entre os dois sistemas seria muito difícil. Não só seria necessário financiar as reformas de quem está reformado, sendo para isso necessário recursos, como também seria necessário ter em conta os descontos já realizados pelas pessoas que estão no ativo. A esses descontos corresponde uma obrigação do Estado que não pode ser ignorada.<sup>94</sup>

Uma solução possível seria financiar o processo de transição entre os dois sistemas com a emissão de nova dívida pública. De certa forma, pode-se argumentar que essa dívida seria meramente uma contabilização de encargos que já foram assumidos pelo Estado (as pensões futuras) e que, portanto, em termos económicos essa dívida já existe. No entanto, a ideia de o Estado português, no atual contexto económico e financeiro, emitir doses maciças de nova dívida pública é impensável. Outra alternativa seria financiar tal transição

---

<sup>94</sup> Não é por acaso que o único país que conseguiu rapidamente mudar de um sistema de repartição para um sistema de capitalização num curto período de tempo foi o Chile de Pinochet. Numa democracia é difícil reunir o consenso necessário.

com um acréscimo de impostos sobre as atuais gerações ativas. Kotlikoff (1998) propôs que tal transição fosse financiada com impostos sobre o consumo, para que toda a sociedade participasse no esforço da transição. Se, por um lado, uma solução deste tipo poderia produzir efeitos nefastos como uma subida de preços, por outro lado, o aumento da poupança poderia melhorar as condições de financiamento da economia e estimular o investimento. Um aumento do *stock* de capital por trabalhador poderia aumentar a produtividade do trabalho e, assim, o aumento dos salários.

Uma alternativa à passagem de um sistema de repartição para um sistema de capitalização é a criação de um sistema misto, como o sueco. O sistema sueco, depois de reformado nos anos noventa, inclui uma componente de repartição e uma componente privada.<sup>95</sup> Assim, uma pequena parte dos descontos que o trabalhador faz para a Segurança Social vai para fundos de pensões privados (devidamente certificados pelo governo). Essa componente é a componente de capitalização. Os restantes descontos são utilizados para financiar um sistema de repartição, em que a população ativa paga parte das pensões dos reformados. Mas mesmo esta componente das pensões é agora calculada com base nos descontos feitos pelo pensionista, que são registados em contas individuais e cujo valor varia em função do desempenho da economia. A pensão é calculada com base nas contribuições acumuladas na conta individual e em função da esperança de vida naquela data.<sup>96</sup>

Formalmente, Portugal não tem um sistema de repartição puro, pois existe uma componente de capitalização: o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social, criado em 1989, era então Miguel Cadilhe o Ministro das Finanças. Este fundo serve para colmatar eventuais falhas de financiamento da segurança social e garante a estabilidade de curto prazo da segurança social. Este fundo corresponde a uma poupança efetiva dado que as suas receitas são investidas (ou seja, poupadas) e capitalizadas no mercado (presentemente, uma grande parte desse investimento é em dívida pública portuguesa). No entanto, a dimensão é relativamente reduzida, não interferindo com o essencial do nosso sistema.

---

<sup>95</sup> Inclui ainda uma reforma mínima, que funciona como uma rede de segurança para os mais pobres, que é financiada pelos impostos gerais.

<sup>96</sup> A parcela principal da pensão pública é originada na capitalização virtual. Há ma componente da pensão pública financiada em capitalização financeira. A taxa contributiva ascende a 18,5%, em partes iguais para o trabalhador e para o empregador: 16% para a capitalização virtual e 2,5% para a capitalização financeira

Como também já vimos quando discutimos a dívida implícita da Segurança Social, mais do que distribuir os descontos de um determinado período pelos seus beneficiários, o nosso sistema exige que, numa situação de declínio económico e demográfico, os descontos sejam cada vez maiores, pois o sistema garante que não há reduções nos valores nominais das pensões já acordadas. Por outras palavras, o nosso sistema é de facto um sistema de repartição garantista.

### **Caminhos para a Segurança Social**

Numa época de forte crescimento económico e demográfico, um sistema de repartição é claramente mais vantajoso. No entanto, em épocas de estagnação ou declínio económico, um sistema de capitalização poderá ser sustentável financeiramente. Como é impossível de prever como a economia vai evoluir daqui a 20, 30 ou 40 anos, a escolha tem de ser feita com informação incompleta. Daqui decorre que, na nossa opinião, um sistema misto será o sistema ideal, dado que uma combinação dos dois sistemas poderá minimizar o risco inerente a cada um deles.

Margarida Corrêa de Aguiar, inspirada no modelo sueco, propõe uma reforma profunda do sistema de pensões português. A reforma que propõe é baseada em três pilares. Um primeiro pilar que corresponde a um sistema de repartição puro, conjugado com um segundo e um terceiro pilares, que correspondem a um sistema de capitalização. O segundo pilar é baseado em planos de pensões criados pelas empresas e o terceiro pilar em planos individuais.

No primeiro pilar – público, obrigatório e universal –, Corrêa de Aguiar propõe a criação de uma “Caderneta de Aforro para a Reforma” na qual sejam claras todas as contribuições individuais. As contribuições devem ser valorizadas de acordo com uma taxa de juro definida com base nas condições da economia. Note-se, no entanto, que esta capitalização é virtual, pois esta componente do sistema é estritamente de repartição: as contribuições não estão de facto guardadas numa conta, elas foram usadas para pagar as pensões correntes. É a fórmula de cálculo das novas pensões que garante que elas são calculadas como se tivessem sido capitalizadas: quer o capital acumulado quer os juros são virtuais. Naturalmente, desta forma, a pensão final é uma renda vitalícia calculada com base em todas as contribuições acumuladas. Para garantir que o sistema está sempre em equilíbrio, à imagem do que é feito na Suécia, é necessário incluir um mecanismo de ajustamento automático entre ativos e passivos. O primeiro pilar assegurará, sob condição de recursos,

uma pensão mínima de solidariedade, financiada pelos impostos em situações de insuficiência de carreira.

Corrêa de Aguiar propõe que o segundo e o terceiro pilar sejam de natureza voluntária. Estes pilares, apoiados por um adequado regime regulatório e fiscal, promoveriam a poupança dos trabalhadores e das empresas. Os atuais planos de pensões de empresas, bem como individuais, beneficiam apenas 5% dos portugueses – os mecanismos associados a estes dois pilares estão muito pouco desenvolvidos em Portugal quando comparados com a média dos nossos parceiros europeus.

Se se tem como objetivo estimular a poupança e atingir a prazo um verdadeiro sistema misto, a inclusão numa pequena componente de capitalização obrigatória, mesmo que menor, não deve ser descartada. A inclusão dessa componente de capitalização poderia contribuir para reforçar a confiança das gerações mais jovens na Segurança Social. Com o passar do tempo, e à medida que as contas da Segurança Social se tornem mais saudáveis, poder-se-á ir aumentando a componente de capitalização até que se atinja um sistema verdadeiramente misto, em que ambas as componentes sejam importantes. Numa altura em que tanto se fala de privatização da Segurança Social, é importante sublinhar que nada obriga a que esta componente de capitalização seja privada. Afinal de contas, como já foi referido, Portugal já tem dentro do seu sistema público de pensões o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social, que gere um sistema de capitalização.

Uma Segurança Social totalmente financiada com base nos salários encarece o fator trabalho e deteriora a competitividade da economia. Assim, a possibilidade de aumentar a componente do IVA social que é consignado à Segurança Social não deve ser descartada, bem como a possibilidade de taxar outros tipos de rendimentos. A Segurança Social tem de encontrar fontes de financiamento alternativas às contribuições de trabalhadores e empresas com base na massa salarial, para que o custo do ajustamento com vista à sustentabilidade da Segurança Social não caia todo sobre os atuais trabalhadores no ativo. É neste sentido que aponta igualmente uma das “sete ideias reformistas” discutidas por Miguel Cadilhe no seu texto “As Pensões e a Dívida Intergeneracional”, nomeadamente a ideia 7: “[...] a consignação de um novo imposto, que teria de vigorar por muitos anos. Seria transversal e cruzaria todos os impostos directos e indirectos, todos os contribuintes, pessoas colectivas e singulares, incluindo os próprios pensionistas.”

## **7.7. Os efeitos da tributação e dos benefícios fiscais na poupança**

Para além do objetivo de gerar receitas para o Estado, os impostos podem ser usados para induzir determinadas atitudes e comportamentos dos agentes económicos, como seja aumentar o consumo de bens de origem nacional, limitar o consumo de bens tidos como nocivos (*e.g.*, tabaco, bebidas alcoólicas, certos combustíveis), proteger o ambiente, apoiar a constituição de famílias numerosas ou incentivar a poupança. O sistema fiscal pode influenciar os comportamentos de poupança através de medidas fiscais diretas ou indiretas. Neste contexto, os impostos diretos serão aqueles que incidem sobre manifestações diretas de capacidade contributiva (rendimento ou património); os impostos indiretos serão aqueles que incidem sobre manifestações indiretas dessa capacidade contributiva (consumo ou despesa).

Entre as medidas fiscais indiretas encontram-se, por exemplo, as alterações dos impostos sobre os consumos que o legislador entenda serem “de luxo”, seja ao nível do IVA e respetivas taxas, seja ao nível dos impostos sobre veículos, sobre as transmissões de imóveis, ou sobre ouro, joias, obras de arte, ou outros. O aumento destes impostos poderá desincentivar o consumo daqueles bens – tidos como supérfluos do ponto de vista da sociedade, em contraste com os bens ditos “essenciais”, que deverão ser discriminados positivamente, por exemplo, através de taxas de IVA reduzidas – e levar os indivíduos a optar antes pela poupança. No entanto, não é claro que tal objetivo seja atingido por esta via: alguns indivíduos poderão efetivamente adiar a compra do bem de luxo, desde que a remuneração da poupança seja suficiente para compensar a espera; outros indivíduos poderão simplesmente comprar uma versão mais barata do bem de luxo; e há ainda a hipótese de comprar o bem de luxo, reduzindo o consumo dos outros bens normais.

As medidas fiscais diretas são aquelas que incidem sobre os rendimentos da poupança. Podem materializar-se na alteração quer das taxas de IRS ou de IRC sobre os rendimentos da poupança, quer dos benefícios fiscais respeitantes aos produtos usados como aplicações de poupança (*e.g.*, ações, contas bancárias, obrigações, planos de poupança, seguros). Do ponto de vista do legislador, o impacto das medidas fiscais diretas sobre a poupança depende do seu efeito sobre a remuneração das formas de poupança incluídas no âmbito dessas medidas, esperando o legislador que a poupança dos indivíduos varie positivamente com o rendimento produzido por essa poupança. Porém, tal como no caso das medidas fiscais indiretas, não é claro que as medidas fiscais diretas sejam formas eficazes de incentivar a poupança. Para serem eficazes, estas medidas terão de causar uma variação de tal modo significativa da remuneração da poupança que os indivíduos se disponham a adiar o consumo de certos bens, na expectativa de poderem consumir ainda

mais no futuro. Em termos económicos, a medida fiscal tem de conduzir a um “efeito substituição” entre o consumo no presente e o consumo no futuro. Famílias com rendimentos mais baixos serão pouco sensíveis a este tipo de medidas. Se a medida fiscal aumentar a remuneração de uma forma de poupança relativamente a outras (por exemplo, se os dividendos ou as mais-valias acionistas passarem a ter um regime fiscal mais favorável), o principal efeito da medida deverá ser o da recomposição das carteiras dos indivíduos, que passarão a preferir essa forma de poupança e reduzirão as aplicações noutras formas de poupança. A consequência da medida poderia ser a diminuição da poupança nacional, acompanhada pelo aumento do rendimento de quem detém poupanças sob a forma favorecida pelo legislador. Se a medida fiscal aumentar a remuneração da poupança, seja sob certa forma ou em geral, os indivíduos que detém poupanças verão o seu rendimento aumentar. Em vez de substituírem o consumo no presente pelo consumo no futuro, poderão apenas consumir mais no presente (ou no presente e no futuro), dado que com menos poupança poderão obter o mesmo rendimento no futuro. Neste caso, na determinação do comportamento dos indivíduos predominará o chamado “efeito rendimento” e, mais uma vez, a medida fiscal terá o efeito contrário ao pretendido.

É comum dizer-se que um sistema fiscal no qual se verifique uma preponderância dos impostos diretos será um sistema que penaliza as opções de poupança.<sup>97</sup> Um argumento usual é que, em tal sistema, o rendimento será mais fortemente tributado, pelo que a acumulação de poupança deverá ser menos compensadora e, por consequência, a poupança deverá ser menor. De acordo com a discussão que acabámos de fazer, não é claro que a poupança seja significativamente afetada pela sua remuneração. Porém, se efetivamente a poupança for significativamente influenciada pela sua remuneração, então esse mesmo sistema fiscal baseado em impostos diretos poderia prever benefícios fiscais que protejam a poupança.

A tributação direta também levanta questões particulares relacionadas com a tributação do aforro. Em primeiro lugar, poderá pensar-se que, como os rendimentos que deram origem à poupança já foram tributados, não se justifica que a poupança e os rendimentos dela resultante o sejam – poderá haver aqui uma dupla tributação. Contudo, se o que é tributado é apenas o acréscimo do património resultante da aplicação da poupança (por exemplo, o juro), e não a poupança em si mesma, então o problema da dupla tributação não se coloca,

---

<sup>97</sup> Summers (1987) nota que, quaisquer que sejam as regras de tributação e de despesa, estas afetarão sempre as taxas de poupança, pelo que não existe uma situação que represente de forma clara uma intervenção neutral do Estado no domínio da poupança.

pois tal acréscimo, enquanto rendimento obtido a partir de certo capital, não foi ainda sujeito a tributação. Quando os rendimentos de poupança dizem respeito a lucros de pessoas coletivas (empresas), coloca-se o problema da sua dupla tributação num outro sentido. Isto porque, quando tais empresas distribuem os lucros aos seus sócios, sujeitam-nos a tributação em sede de IRS (rendimentos de capitais), depois de os mesmos já terem estado sujeitos a tributação em sede de IRC. Esta dupla tributação reduz a rendibilidade da aplicação da poupança em ações, podendo levar a um menor interesse nesta forma de financiamento das empresas e a uma diminuição do valor das empresas, o que poderá ter outras consequências, nomeadamente sobre os fluxos de investimento direto estrangeiro. Porém, medidas que pretendam eliminar a dupla tributação, tais como a não sujeição dos lucros (cfr.artº51º do CIRC) e o crédito de imposto (possibilitar que o beneficiário de lucros distribuídos possa deduzir à coleta do imposto que devem pagar uma parte do imposto já pago na fonte), são normalmente vistas com desagrado por parte de sectores significativos da sociedade, amplificando o seu custo político. Além disso, a dupla tributação pode ser vista como uma forma de incentivar as empresas a reterem uma maior proporção dos seus lucros, ou seja, aumentarem a sua poupança e o recurso ao autofinanciamento. Naturalmente, neste caso, os rendimentos resultantes de lucros reinvestidos deveriam ter tratamento fiscal especial, sob pena de o efeito de incentivo ao investimento autofinanciado poder desaparecer.

Vale também a pena referir que a intervenção do Estado pode ser decisiva na escolha da estrutura de capital das empresas. De um modo geral, os juros decorrentes de endividamento são dedutíveis para efeitos fiscais, enquanto custos do exercício, contribuindo desse modo para a redução do lucro tributável e do imposto a pagar. Este tratamento dos juros torna atraente o financiamento através de capital alheio. Como vimos no capítulo 6, as empresas portuguesas têm níveis de endividamento dos maiores do mundo e a distribuição de dividendos tem sido também muito elevada. A distribuição de dividendos foi uma das causas das elevadas necessidades de financiamento das empresas no período anterior à crise financeira internacional. As dificuldades de financiamento que as empresas portuguesas atravessam devem levar os decisores de política económica, e em particular da política fiscal, a criar incentivos para o reinvestimento dos lucros. Alterar o regime fiscal relativamente aos juros que as empresas pagam, por exemplo, não permitindo que sejam apresentados (total ou parcialmente) como custo fiscal ou premiar a não distribuição de lucros, criará incentivos a que as empresas se endividem menos e

reinvistam os lucros obtidos.<sup>98</sup> Aumentar as reservas legais mínimas pode ser outro caminho para atingir o mesmo objetivo.

### **7.8. Propostas para promover a poupança**

Numa economia de mercado, as políticas governamentais de estímulo à poupança, tal como as restantes políticas públicas, devem ser justificadas pela existência de falhas de mercado, ou pela necessidade de corrigir outras distorções, que tornem indesejável o resultado do funcionamento do mercado do ponto de vista da sociedade.

No caso da poupança, a existência de políticas públicas que afetem o nível de poupança, ou que condicionem as decisões de poupança dos indivíduos, poderá ser justificada pelo facto de a taxa de poupança do país ser inferior à taxa de poupança considerada ótima para a sociedade. Apesar de, como vimos acima, a determinação do valor ótimo da poupança ser discutível sob o ponto de vista teórico e empírico, a análise que desenvolvemos ao longo deste livro torna clara a urgência de aumentar a poupança em Portugal. Mais difícil é dizer como é que tal objetivo deverá ser atingido.

A solução mais fácil de propor, e a mais utilizada pelos governos do mundo inteiro, consiste em legislar no sentido de atribuir benefícios fiscais a certas classes de rendimentos ou produtos normalmente associados à poupança. Infelizmente, como vimos acima, a atribuição de benefícios fiscais a determinados produtos de poupança, mais do que promover um aumento global da poupança, resulta em alterações de composição, favorecendo uns produtos em detrimento de outros. Atualmente, muitas das propostas para estimular a poupança das famílias baseiam-se em ideias retiradas da economia comportamental, em que o marketing e a forma como as propostas são apresentadas são essenciais.

Um princípio fundamental a seguir por um Estado que queira promover a poupança é o da estabilidade e previsibilidade, não gorando expectativas legítimas dos aforradores e

---

<sup>98</sup> No caso português, o CIRC procura limitar esta possibilidade (art.º67.º), mas ainda com muito espaço para a dedução de juros, que pode ir até 30% do EBITDA. O regime atual foi introduzido pelo Orçamento do Estado para 2013, dizendo-se no Relatório que a alteração visava “promover a redução do endividamento excessivo da economia e [...] mitigar a histórica propensão do sistema fiscal para privilegiar o financiamento da atividade económica através de dívida” (p.61).



investidores. Assim, todas as mudanças fiscais que incentivem as poupanças de famílias e empresas deverão ser graduais e aplicadas apenas se houver garantias de perenidade.

### 7.8.1. Subsídio e Plano Poupança Desemprego

Um motivo de poupança há muito identificado pelos economistas tem a ver com a incerteza dos rendimentos futuros e a chamada poupança por precaução. Um dos maiores choques negativos que um indivíduo pode ter de enfrentar é a possibilidade de ficar desempregado. Numa economia em que não haja subsídio de desemprego é de esperar que os indivíduos procurem compor as suas poupanças de forma a poderem manter os seus padrões de consumo caso tenham o azar de ficar desempregados. Eric Engen e Jonathan Gruber, num artigo publicado em 2001, *Unemployment insurance and precautionary saving*, fazem várias simulações com modelos matemáticos, calibrados com dados norte-americanos, e concluem que o impacto negativo da existência de subsídio de emprego nas poupanças é de facto bastante forte. No entanto, também mostram que os benefícios sociais da segurança acrescida compensam largamente os seus custos.

O desafio que se coloca é então o de encontrar um esquema de segurança no desemprego que permita manter o nível de proteção social sem que os efeitos perversos sobre a poupança se façam sentir.<sup>99</sup> Um esquema de seguro privado voluntário de desemprego é, basicamente, inviável, dados os problemas de seleção adversa que a existência de tal mercado implicaria.<sup>100</sup> No entanto, vários economistas têm vindo a propor a criação de uma conta de poupança obrigatória junto da Segurança Social com o objetivo de mimetizar um seguro de desemprego. Tal proposta, é conhecida na literatura económica como SISA (*Social Insurance Savings Account*) ou UISA (*Unemployment Insurance Savings Account*).

De acordo com Fölster (2001), aquela conta teria as seguintes características. Cada trabalhador seria obrigado a poupar parte do seu salário, a qual seria depositada numa conta de poupança individual (parte deste custo pode recair sobre o empregador, naturalmente). Caso o trabalhador caísse no desemprego poderia levantar mensalmente o valor correspondente ao subsídio de desemprego tradicional. Se a conta poupança ficasse a zero, então seria a Segurança Social a financiar, ficando a conta de poupança com saldo negativo. Esse saldo negativo seria corrigido com os futuros descontos que o indivíduo

---

<sup>99</sup> Outro efeito negativo do subsídio de desemprego resulta do impacto sobre os incentivos aos desempregados para procurarem um novo emprego. Obviamente, quanto mais generoso for o apoio social dado aos desempregados, menos incentivo têm estes para procurar novo emprego.

<sup>100</sup> Ver, por exemplo, Chiu e Karni (1998).

faria, quando voltasse a trabalhar. Quer a conta de poupança quer a dívida (se o saldo for negativo) seriam remuneradas a uma taxa adequada.

No momento da reforma, caso o saldo da conta fosse positivo, o recém-reformado poderia dispor livremente do saldo da sua conta. Se o saldo fosse negativo, a Segurança Social perdoaria a dívida. Em caso de morte, o saldo, se positivo, reverteria a favor dos herdeiros. Se negativo, seria anulado.

Note-se que os desempregados recebem exatamente os mesmos benefícios com o esquema de subsídio de desemprego tradicional, pelo que esta proposta não se traduz numa diminuição da proteção social. Tem, no entanto, dois efeitos benéficos, que convém destacar. Primeiro, dado que se trata de uma poupança forçada, eleva-se o nível de poupança agregada do país. Segundo, dado que quanto mais tempo o indivíduo estiver desempregado menor o saldo da sua conta, os custos do “subsídio” de desemprego são internalizados, pelo que os incentivos para alargar o período de busca de novo emprego para além do necessário desaparecem.<sup>101</sup>

As recentes alterações às regras do subsídio de desemprego, diminuindo o período de elegibilidade bem como o valor do subsídio, foram justificadas com a necessidade de incentivar os desempregados a procurar novo emprego com mais empenho. Se este plano de poupança desemprego estivesse em vigor, estas medidas de desproteção social seriam desnecessárias.

### **7.8.2. Planos de poupança emigrante**

Nos últimos anos, temos assistido a um aumento da emigração de portugueses licenciados. De acordo com o Relatório *Education and Training Monitor 2016*, da Comissão Europeia, Portugal é um dos países europeus com maior taxa de emigração qualificada (11%). Esta tendência tem-se acentuado desde que Portugal entrou na sua longa estagnação, em 2001. De acordo com o mesmo relatório, entre 2001 e 2011, a proporção de licenciados a sair do país aumentou 87,5%, movimento que se reforçou entre 2012 e 2014. O mesmo relatório refere ainda que quase dois terços desses emigrantes portugueses planeia estar pelo menos 6 anos no estrangeiro.

Os efeitos nefastos para o país desta fuga de cérebros são evidentes. No entanto, do ponto de vista da poupança nacional, esta fuga representa uma oportunidade importante. Historicamente, o desequilíbrio estrutural das contas externas portuguesas foi mitigado

---

<sup>101</sup> Este resultado foi confirmado num estudo recente de Reyes *et al.* (2010).

pelas remessas dos emigrantes. Como vimos no capítulo 4, este efeito tem vindo a desvanecer-se desde o início do século.

Portugal já está habituado a captar remessas dos emigrantes. Desde meados da década de 90 que os benefícios fiscais atribuídos às contas de poupança-emigrante têm vindo a diminuir, tendo terminado em 2008. Uma política ativa de captação das poupanças dos emigrantes tem também uma dimensão patriótica. É essencial manter o vínculo destes emigrantes a Portugal, também para que no longo-prazo estejam reunidas as condições para o seu regresso.

### **7.8.3. Planos de poupanças automáticas**

Na linguagem económica, dizemos que os indivíduos são “míopes” quando não conseguem perspetivar de forma razoável as consequências dos seus atos, nomeadamente no que diz respeito às decisões de poupança e de consumo, possivelmente por haver um problema de iliteracia financeira, ou, de forma mais geral, um problema de informação imperfeita nos mercados financeiros. Com efeito, basta pensar na questão da longevidade: ninguém sabe com que idade morrerá, mas decisões relativas à poupança para a reforma necessitam de ter em conta a longevidade do indivíduo. O sistema de pensões deverá ter assim uma componente de "seguro de longevidade".

Para além de poderem ser míopes, o comportamento dos indivíduos pode também ser afetado pela existência de enviesamentos ou preconceitos. Este aspeto tem sido explorado pela chamada “economia comportamental” (*behavioural economics*). Um dos aspetos em que se manifesta a importância deste tipo de influências diz respeito ao impacto da forma como a escolha é apresentada ao indivíduo: este terá tendência a escolher a opção que envolve menos mudança, ou seja, as escolhas revelam inércia. Face a isto, em certos planos de pensões, como o 401(k) americano, há empresas que, por omissão, registam os seus empregados como participantes; se estes não quiserem participar, terão de o dizer explicitamente. Esta inversão do procedimento habitual (o empregado tem de dizer que não quer, em vez de ter de dizer que quer) tem sido vista como sendo suficiente para aumentar o nível de participação nestes planos de pensões, demonstrando a existência e a importância de enviesamentos comportamentais.

Tendo em conta estes enviesamentos, Cramer *et al.* (2008) e Tufano e Schneider (2008) defendem a importância de dois princípios basilares a ter em conta na definição e implementação de medidas para a promoção da poupança: (1) poupar deve ser o mais

simples e acessível possível e (2) a inércia pode ser usada como fator promotor da poupança.

Com base nestes princípios, Reid Cramer propôs o chamado “plano de auto-poupança individual”. A ideia é que os salários dos trabalhadores incluam uma percentagem que seja automaticamente alocada a uma conta de poupança. Esta política poderia ser alargada a outros tipos de rendimentos, como pensões e alguns tipos de subsídios. Obviamente, cada pessoa teria o direito de pedir para que assim não fosse ou pedir para alterar a percentagem que é retida.

Outra proposta interessante é a de associar a poupança a certos atos. Por exemplo, no sistema “*keep the change*” do *Bank of America*, quando é feito um pagamento com o cartão de débito, a diferença entre o valor arredondado da compra e o valor efetivo é transferido para uma conta poupança. Em português este instrumento poder-se-ia chamar “mealheiro automático”. Nos últimos tempos, alguns bancos portugueses têm promovido produtos de poupança baseados nestes princípios.

Uma “desculpa” muito comum (e muito verdadeira) para não se poupar é que se ganha tão mal que “sobra mês” em vez de sobrar dinheiro. Criar produtos de poupança especificamente dirigidos a quem recebe aumentos salariais pode ser uma forma de aproveitar a inércia dos indivíduos, que estão habituados a um padrão de gastos adequado ao seu rendimento anterior. Uma proposta de poupança que aloque, por exemplo, 50% do aumento do salário a uma conta própria poderá ter acolhimento.

#### **7.8.4. A lotaria dos depósitos**

Sabemos dos jogos da Santa Casa da Misericórdia que as pessoas estão dispostas a sacrificar pequenos montantes de dinheiro em troca de uma minúscula probabilidade de receber um prémio de elevado valor. Há mais de 50 anos que alguns bancos ingleses oferecem produtos bancários com base neste princípio. Na essência, a ideia é simples. O aforrador que faz um depósito aceita receber um pouco menos de juro. Em troca, e de forma periódica (mensal ou anual), entra automaticamente num sorteio que lhe dará um grande prémio caso vença. Portanto, o incentivo a poupar não é baseado na taxa de juro (muito baixa atualmente, como sabemos), mas sim na probabilidade de ganhar um prémio de montante elevado sem arriscar perder nada. A ideia é transferir o gosto pelo jogo para as poupanças. Por isso, quando este produto apareceu no Reino Unido, tinha como *slogan* “savings with a thrill”.

Este tipo de contas já existe em alguns países, como a Suécia, e recentemente foi autorizada, e até incentivada, nos Estados Unidos com o “American Savings Act”, aprovado em 2014.

#### **7.8.5. Criação de cheques prenda na forma de produtos de poupança**

Os cheques prenda são produtos muito comuns e os economistas consideram-nos, de facto, uma boa prenda quando não se sabe o que oferecer. Já os não-economistas consideram que os economistas não percebem nada sobre as relações de amizade e que uma prenda deste tipo é demasiado fria, dificultando a socialização, o que explicará a resistência a oferecer dinheiro. Uma forma de contornar este dilema moral de não se saber o que oferecer e de não querer oferecer dinheiro, seria oferecer dinheiro na forma de produtos de poupança. Com certeza, muitos avós aproveitariam a oportunidade de presentear os seus netos com produtos deste género que, no fim, se traduziriam na criação de contas de poupança que, por exemplo, apenas poderiam ser movimentadas aos 18 anos. Seria também uma forma de a longo-prazo educar as crianças para a poupança e de promover quase automaticamente a sua literacia financeira.

### **7.9. Conclusão**

Ao longo desta secção vimos que a atual taxa de poupança em Portugal é bastante inferior ao desejado de um ponto de vista macroeconómico. Vários motivos concorrem para a explicação deste fenómeno. Um dos fatores que terá contribuído para a baixa taxa de poupança da economia portuguesa é o nosso sistema de Segurança Social. Com efeito, quando um trabalhador tem de descontar perto de um terço do seu ordenado para um esquema de Segurança Social que o protegerá quer em caso de desemprego quer na reforma, os incentivos para poupar são drasticamente reduzidos.

É neste ambiente que são necessárias propostas que estimulem a poupança. Entre as propostas apresentadas, há algumas de carácter estrutural e que visam corrigir distorções provocadas pela própria ação social do Estado. Enquadram-se nessas medidas as propostas relativas à mudança do sistema de Segurança Social de um sistema essencialmente de repartição para um sistema com uma componente relevante de capitalização e a criação de um Plano Poupança Desemprego. Há outras que visam corrigir a natural miopia de alguns indivíduos que têm a tendência de desvalorizar as dificuldades que poderão sentir no futuro. É neste âmbito que se inserem as campanhas pela literacia económica propostas. Finalmente, apresentámos propostas que visam aproveitar a inércia

natural das pessoas e empresas no que toca a estes assuntos. Propostas como planos de poupança automática inserem-se neste objetivo.

No entanto, independentemente do mérito das propostas apresentadas, julgamos que aumentar a poupança pública será a forma mais eficaz de o Estado promover a poupança. Um Estado que é visto como dissipador terá grandes dificuldades em levar a bom porto iniciativas de promoção da poupança e de redução do endividamento.

## 8. Conclusão

Neste trabalho, estudámos o comportamento da poupança em Portugal nas últimas décadas. Mostrámos como as baixas e decrescentes taxas de poupança da economia portuguesa conduziram ao pedido de resgate e constituíram mais uma restrição ao processo de ajustamento. No contexto de um regime de baixo crescimento, de elevado endividamento e de grande incerteza internacional, as baixas taxas de poupança são uma restrição severa ao financiamento da economia portuguesa.

A globalização financeira, iniciada nos anos 70, permitiu que dentro de cada país o investimento deixasse de andar a par com a poupança. Podendo financiar-se nos mercados internacionais, o investimento pode exceder a poupança, gerando-se assim défices externos que, tipicamente, eram considerados benignos, porque se admitia que contribuíssem para uma melhor afetação internacional do capital. Com a crise financeira internacional iniciada em 2007, esta visão veio a revelar-se excessivamente otimista. É contra este pano de fundo que devemos analisar a evolução da poupança em Portugal.

A queda da taxa de poupança é um dos aspetos constitutivos da crise da economia portuguesa. O facto de a taxa de poupança ter diminuído mais rapidamente do que a taxa de investimento originou um défice externo de grande dimensão na primeira década deste século. Antes da adesão ao euro, défices externos daquela magnitude, registados na segunda metade dos anos 70 e na primeira metade dos anos 80, foram prontamente seguidos por pedidos de assistência financeira ao FMI. Já o terceiro pedido de assistência, em 2011, foi precedido por desequilíbrios externos que permaneceram perto ou acima dos 10% do PIB durante mais de uma década. A participação na área do euro permitiu a Portugal ter estes défices externos sucessivos, acumulando dívida externa, sem grandes sobressaltos até 2009. A participação no euro reduziu significativamente a perceção do risco associado à dívida portuguesa. A taxa de juro da dívida pública diminuiu até atingir valores semelhantes aos da alemã em 2005. Os capitais continuaram a afluir a Portugal até à "paragem súbita" em 2009, momento a partir do qual se assistiu à fuga dos investidores privados e à sua substituição pelo pacote de assistência financeira e pelo Banco Central Europeu, com o financiamento deste último a depender da manutenção da avaliação positiva por parte de apenas uma (DBRS) das quatro agências de *rating* cujas notações são aceites pelo BCE.

Um dos resultados apresentados como sucessos do Programa de Assistência Económica e Financeira foi a eliminação do défice externo. Porém, a diminuição da dependência do financiamento externo continua a decorrer de forma lenta, estando o passivo externo líquido ainda acima dos 100% do PIB. A diminuição da dependência do financiamento

externo será mais rápida se a taxa de poupança aumentar, de modo a permitir a redução do endividamento ou a substituição de financiamento externo por financiamento interno. A alternativa ao aumento da taxa de poupança seria a diminuição da taxa de investimento, que teria consequências indesejáveis sobre o crescimento e o emprego. Para que o aumento da poupança não tenha efeitos imediatos negativos na procura interna, o ideal será que esse aumento resulte do aumento do rendimento gerado pelo crescimento das exportações.

Do lado das empresas portuguesas, seria importante que a sua capacidade de financiamento se mantivesse elevada, como sucedeu nos últimos anos e contrariamente ao sucedido nos anos anteriores ao início da crise. Efetivamente, na década anterior à crise, a capacidade de financiamento das empresas portuguesas foi muito negativa, algo que também sucedeu em Espanha, mas não nos outros países afetados pela crise, nomeadamente na Grécia e na Irlanda.

Em contraste, note-se que, apesar de tudo, as famílias portuguesas mantiveram uma capacidade líquida de financiamento sempre positiva, comportamento que as diferencia do observado nos outros países afetados pela crise. Quanto ao Estado, é fundamental que se consiga diminuir o peso da dívida pública, variável que influencia sobremaneira o *rating* português, do qual depende o acesso ao financiamento do BCE por parte do sistema bancário.

O contexto económico internacional torna mais difícil atingir o objetivo do aumento da poupança portuguesa. O crescimento económico tem sido baixo, não só em Portugal, mas também nos seus principais parceiros comerciais, a começar pela União Europeia. O futuro da própria União Europeia está rodeado de incertezas, redobradas após o referendo sobre o *Brexit*. As baixas taxas de juro são um sinal das dificuldades existentes na economia mundial e são igualmente reveladoras do papel central que o sistema financeiro terá nos desenvolvimentos que vierem a ocorrer. O sistema financeiro está a ser posto à prova pelas taxas de juro negativas, ao mesmo tempo que se adapta às novidades regulatórias que a crise financeira internacional e a crise do euro têm vindo a originar.

Também no contexto internacional, a demografia portuguesa representa um desafio importante. Muitos economistas encontram uma explicação para as baixas taxas de juro internacionais na estrutura demográfica da população, cujo envelhecimento conduz a um “excesso” de poupança. Sendo Portugal um dos países que regista mais rápido envelhecimento, com perspectivas de contração demográfica, de acordo com aquela perspectiva, seria de esperar que as famílias tivessem altas taxas de poupança. No entanto, a nossa taxa de poupança tem vindo a cair, encontrando-se em mínimos históricos. E, se



é verdade que, de acordo com as nossas projeções, é possível que a evolução demográfica contribua para um aumento da taxa de poupança, também é verdade que esse efeito deverá ser bastante ligeiro. Por outro lado, a evolução demográfica irá criar alguns desafios delicados.

Como vimos, uma grande parte dos empréstimos bancários tomam a forma de empréstimos à habitação, que é a principal fonte de endividamento das famílias. A redução do endividamento que se tem observado desde 2011 resulta principalmente deste indicador. Com o envelhecimento populacional, será de esperar que esta correção continue, na medida em que aos empréstimos que vão sendo pagos não correspondam novos empréstimos. Adicionalmente, a realidade laboral que os mais jovens enfrentam também não favorece a compra de habitação própria, sendo assim provável que invistam as suas poupanças em outros ativos, nomeadamente, financeiros.

Os gastos do Estado são outro ponto do sistema económico onde a pressão da demografia se deverá fazer sentir com acuidade. Mais concretamente, nas despesas com a saúde, as quais podem, pelo menos parcialmente, ser compensadas por um alívio nos gastos com educação. A inversão da pirâmide etária, com a redução da população ativa e o aumento dos pensionistas, desafia a sustentabilidade do atual sistema de Segurança Social. Num sistema como o nosso, em que as pensões de reforma são essencialmente financiadas com as contribuições dos trabalhadores no ativo, o envelhecimento da população traz uma pressão crescente. Se as contribuições dos trabalhadores no ativo se mantiverem inalteradas, então os trabalhadores receberão reformas menores do que aquelas que financiam. Se, alternativamente, se pretender manter as pensões inalteradas ao longo do tempo, então as contribuições terão de ser cada vez maiores. Em Portugal, a reforma da Lei de Bases da Segurança Social em 2007 optou pela primeira solução: reduzir o valor das futuras pensões. O que não é de todo claro é que a população portuguesa já tenha interiorizado este facto. Perante uma quebra acentuada do seu rendimento futuro esperado, a reação natural da população ativa seria a de aumentar a sua taxa de poupança, para compensar essa quebra. No entanto, como vimos, tem-se observado o contrário.

Neste trabalho, analisámos com detalhe as escolhas de aforro feitas pelas famílias portuguesas. Concluímos que a trajetória decrescente da poupança foi o resultado das expectativas de convergência para os níveis de rendimento dos países mais ricos da União Europeia, do desenvolvimento do sistema financeiro — que reduziu as restrições de acesso ao crédito — e do desenvolvimento do Estado Social. Os fluxos de poupança alimentam a riqueza das famílias, que se reparte entre ativos financeiros e não-financeiros. Um dos

factos que sobressaíram da nossa análise é que as aplicações financeiras se concentram fortemente nos grupos de famílias com rendimentos mais elevados.

Vimos que as necessidades de financiamento das empresas desempenharam um papel muito importante no processo de acumulação de desequilíbrios externos que levou ao resgate pela *troika*. Essas necessidades de financiamento não tiveram correspondência na capacidade de financiamento dos outros agentes nacionais, acabando por se traduzir em endividamento externo. O aumento das necessidades de financiamento das empresas no período anterior à crise esteve associada à redução da sua poupança, em especial em resultado do aumento dos juros e dividendos pagos pelas empresas. Uma análise mais detalhada deste fenómeno mostra que o pagamento de juros e de dividendos está concentrada num número reduzido de empresas. Provavelmente, como reação às restrições ao crédito que se passaram a verificar depois da crise financeira, as empresas aumentaram a sua capacidade de financiamento.

Dadas as restrições externas e a fragilidade causada pelo elevado endividamento externo, é assisado mudar de estratégia de financiamento. Em vez de nos limitarmos a tentar atrair capitais estrangeiros, faz sentido que a poupança interna contribua decisivamente para financiar o investimento. Se a poupança for superior ao investimento de forma consistente, então passaremos a ter excedentes externos permanentes, que nos permitirão reduzir os passivos externos, o que nos protegerá de futuras crises de pagamentos e de paragens súbitas de financiamento.

Em suma, a atual taxa de poupança em Portugal é bastante inferior ao desejado de um ponto de vista macroeconómico. É neste ambiente que são necessárias propostas que estimulem a poupança. Dado o papel que as empresas tiveram no avolumar dos desequilíbrios externos no período anterior à crise, com constantes necessidades líquidas de financiamento, as empresas não devem ficar de fora deste esforço nacional. Alterar o regime fiscal relativamente aos juros que as empresas pagam ou premiar a não distribuição de lucros, são incentivos possíveis para as empresas se endividarem menos e reinvestirem mais os lucros obtidos.

Sugerimos também algumas propostas de carácter estrutural que visam corrigir distorções provocadas pela própria ação social do Estado. Enquadram-se nessas medidas as propostas relativas à mudança do sistema de Segurança Social, reforçando a componente de capitalização. Outras propostas visam corrigir a natural miopia de alguns indivíduos, que têm tendência a desvalorizar as dificuldades que poderão sentir no futuro, e aproveitar a inércia natural das pessoas no que toca a estes assuntos.

Neste trabalho concentrámos a nossa atenção na poupança das famílias e das empresas, dado que, desde o último resgate da *troika*, toda a discussão de política económica se tem centrado na redução do défice orçamental e na contenção da dívida pública. No entanto, não podemos concluir sem deixar de sublinhar que o aumento da poupança nacional terá de passar por uma contribuição positiva e exemplar do Estado. Políticas ou campanhas de promoção da poupança e de gestão prudente do endividamento desenvolvidas por um Estado dissipador seriam, inevitavelmente, de eficácia duvidosa.

## Bibliografia

Abreu, Margarida (2001). Da adesão à Comunidade Europeia à participação na União Económica e Monetária: a experiência portuguesa de desinflação no período 1984-1998. Boletim Económico, Dezembro, Banco de Portugal.

Aguiar, Margarida Corrêa de (2015). *Pensões – Restaurar o contrato social para reconciliar gerações*. Bnomics.

Adema, W. e M. Ladaique (2009). How expensive is the welfare state? Gross and net indicators in the OECD social expenditure database. OECD Social, Employment and Migration WP N° 92.

Afonso, M.L., Bravo, J.M., Guerreiro, G.R. (2013). Avaliação Actuarial do Regime de Pensões da Caixa Geral de Aposentações - Formulação Actual e Impacto das Medidas Legislativas. Relatório dirigido ao Ministério das Finanças do Governo de Portugal. Relatório integrante do dossier enviado ao Tribunal Constitucional no âmbito da apreciação da constitucionalidade do diploma sobre a convergência dos regimes de pensões (Proposta de Lei n.º 171/XII de 13-9-2013).

Aksoy, Yunus, Henrique Basso, Tobias Grasl e Ron Smith (2015). Demographic structure and macroeconomic trends. Working Paper. Birkbeck College, University of London, London, UK.

Alesina, Alberto e Silvia Ardagna. 2010. Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending. Tax Policy and the Economy, Vol. 24.

Alexandre, Fernando, Luís Aguiar-Conraria e Pedro Bação (2016). *Crise e Castigo – Os desequilíbrios e o resgate da economia portuguesa*. Prefácio de José Manuel Durão Barroso. Fundação Francisco Manuel dos Santos.

Alexandre, Fernando, Pedro Bação, Manuel M. F. Martins, Miguel Portela e Marta Simões (2014). *A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010*. Actual, Almedina.

Alexandre, Fernando, Luís Aguiar-Conraria, Pedro Bação e Miguel Portela (2011). A Poupança em Portugal. Associação Portuguesa de Seguradores.

Alexandre, F., P. Bação, J. Cerejeira e M. Portela (2009a). Aggregate and sector-specific exchange rate indexes for the Portuguese economy. Notas Económicas, 30.

- Alexandre, F., I. G. Martins, J.S. Andrade, P. R. Castro e P. Bação (2009b). A Crise Financeira Internacional. Estado da Arte 2, Imprensa da Universidade de Coimbra. Edição brasileira: Lex Editora.
- Alexandre, F., P. Bação e V. Gabriel (2008). "The Consumption-Wealth Ratio under Asymmetric Adjustment", *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, 12(4), 3.
- Almeida, V., G. Castro e R. Mourinho Félix (2009). A economia portuguesa no contexto europeu: estrutura, choques e política. In Banco de Portugal, *A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*. Banco de Portugal.
- Alves, N. e F. Cardoso (2010). A poupança das famílias em Portugal: evidência micro e macroeconómica. *Boletim de Inverno do Banco de Portugal*, Banco de Portugal.
- Amaral, João Ferreira e Francisco Louçã (2015). *A Solução Novo Escudo*. Lua de Papel.
- Amaral, Luciano (2010). *Economia Portuguesa, As Últimas Décadas*. Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Ando, A. e F. Modigliani (1963). The "life-cycle" hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. *American Economic Review* 53.
- Antão, P., M. Boucinha, L. Farinha, A. Lacerda, A. C. Leal e N. Ribeiro (2009). Integração financeira, estruturas financeiras e as decisões das famílias e das empresas. In Banco de Portugal, *A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*. Banco de Portugal.
- Arteta, Carlos, M. Ayhan Kose, Marc Stocker e Temel Taskin (2016). Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications. CEPR DP11433. Centre for Economic Policy Research.
- APS (2015). *Panorama no Mercado Segurador 14/15*. Associação Portuguesa de Seguradores.
- APS (2014). *Panorama no Mercado Segurador 13/14*. Associação Portuguesa de Seguradores.
- APS (2013). *Panorama no Mercado Segurador 12/13*. Associação Portuguesa de Seguradores.
- APS (2012). *Panorama no Mercado Segurador 11/12*. Associação Portuguesa de Seguradores.

Baçon, Pedro e António Duarte (2014). Taxa de inflação, de juro e de câmbio e o processo de convergência nominal. In Alexandre, Fernando, Pedro Baçon, Manuel M. F. Martins, Miguel Portela e Marta Simões (Coord.) (2014). *A Economia Portuguesa na União Europeia: 1986-2010*. Actual, Almedina.

Baçon, Pedro (1997). Inovação e aplicações financeiras em Portugal. Estudos do GEMF, nº 9.

Banco de Portugal (2016). Boletim Económico. Outubro.

Banco de Portugal (2016). Uma interpretação da evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal. Boletim Económico, Maio de 2016.

Banco de Portugal (2015). Transição demográfica e crescimento da economia portuguesa. In Boletim Económico de Outono de 2015.

Banco de Portugal (2014). Boletim Económico. Outubro.

Banco de Portugal (2001). Relatório Anual de Gerência de 2000.

Banco de Portugal (1993). Relatório do Conselho de Administração de 1992. Banco de Portugal.

Baldwin, Richard, Olivier Blanchard, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Christopher Pissarides, e outros (2015). Rebooting the eurozone: Step 1 – agreeing a crisis narrative. Centre for Economic Policy Research. Policy Insight No. 85.

Bean, Charles, Christian Broda, Tkatoshi Ito e Randall Kroszner (2015). Low for long? Causes and consequences of persistently low interest rates? Geneva Reports on the World Economy. Centre for Economic Policy Research. London.

Bernanke, B. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, speech delivered for the Sandridge Lecture at the Virginia Association of Economists, Richmond.

Bernanke, Ben e Mark Gertler (1999). Monetary Policy and Asset Price Volatility. Federal Reserve Bank of Kansas City.

Bernanke, Ben, Thomas Laubach, Frederic Mishkin e Adam Posen (2000). *Inflation Targeting – Lesson from the international experience*. Princeton University Press.

Blanchard, Olivier (2007). Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal. Portuguese Economic Journal. Vol. 8 (1).

Blanchard, O. e F. Giavazzi (2002). Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002, 147-186.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia e Paolo Mauro (2010). Rethinking macroeconomic policy. *International Monetary Fund Position Note SPN/10/03*. Washington DC.

Bloom, David E., David Canning, Gunther Fink (2010). Implications of population ageing for economic growth. *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 26(4).

Bofinger, Peter e Philipp Scheuermeyer (2016). Income Distribution and Aggregate Saving: A Non-Monotonic Relationship. *Centre for Economic Policy Research, CEPR DP11435*.

Borio, Claudio e Piti Disyatat (2016). Capital flows and the current account: Taking finance (more) seriously. *BIS Working Papers No 525*. Bank of International Settlements. Basileia.

Börsch-Supan, A, e L. Essig (2005). Household Saving in Germany: Results of the First SAVE Study, in Wise, D. A. (ed.) *Analyses in the Economics of Aging*. Chicago: University of Chicago Press.

Braz, C., M. M. Campos, J. C. Cunha, S. Moreira e M. C. Pereira (2009). Finanças Públicas em Portugal: tendências e desafios. In *A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*. Banco de Portugal.

Brynjolfsson, Erik e Andrew McAfee (2014). *The Second Machine Age*. Norton.

Buti, Marco e Vítor Gaspar (2009). The first ten years of the euro. *Vox CEPR's Policy Portal*.

Cadilhe, Miguel (2016). As Pensões e a Dívida Intergeracional. *Cadernos de Economia*, 3º Trimestre.

Cadilhe, Miguel (2005). *O sobrepeso do Estado em Portugal – uma proposta de reforma conceitual e administrativa*. Fubu.

Cadilhe, Miguel (1991). Tempos e Modos de Portugal na U.E.M. *Revista Brotéria*, 132.

Cadilhe, Miguel (1990). *Factos e enredos*. Edições ASA.

Callen, T. e C. Thimann (1997). Empirical determinants of household saving: evidence from OECD countries. *WP/97/181*. International Monetary Fund, Washington.

Castro, G. (2006). Consumo, Rendimento Disponível e Restrições de Liquidez. *Boletim Económico*, Verão. Banco de Portugal.

Cardoso, F. e V. Cunha (2005). Household wealth in Portugal: 1980-2004. Banco de Portugal, Working Paper 4.

Cardoso, F., L. Farinha e R. Lameira (2008). Household wealth in Portugal: revised series. Occasional Papers, Banco de Portugal, Setembro.

Cavallo, Eduardo, Barry Eichengreen e Ugo Panizza (2016). Can countries rely on foreign saving for investment and economic development? CEPR DP11451. Centre for Economic Policy Research, London.

Chamon, M. e E. Prasad (2008). Why are saving rates of urban households in China rising? IMF Working Paper, WP/08/145, International Monetary Fund, Washington.

Chiu, W. H. e E. Karni (1998). Endogenous Adverse Selection and Unemployment Insurance. *Journal of Political Economy*, 106, 806-827.

Cihak, Martin, Asli Demirguc-Kunt, Erik Feyen, and Ross Levine (2012). Benchmarking Financial Development Around the World. Policy Research Working Paper 6175, World Bank, Washington, DC.

Clements, Benedict, Kamil Dybczak, Vítor Gaspar, Sanjeev Gupta e Mauricio Soto (2015). The Fiscal Consequences of Shrinking Populations. IMF Staff Discussion Note. International Monetary Fund. Washington D.C..

Comissão Europeia (2016). Education and Training Monitor. Bruxelas.

Comissão Europeia (2008). Euro @10 – Successes and challenges after ten years of economic and monetary union. Bruxelas.

Comissão Europeia (2015). Ageing Report: Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060). Bruxelas.

Comissão Werner (1970). Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community. European Council and European Commission.

Constâncio, Vítor (2000). Discurso proferido na cerimónia da tomada de posse como Governador do Banco de Portugal.

Cramer, R., R. O'Brien e A. Lopez-Fernandini (2008). The Assets Agenda: Policy Options to Promote Savings and Asset Ownership by Low- and Moderate-Income Americans. New America Foundation.



DeLong, Bradford e Lawrence Summers (1991). Equipment Investment and Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics* 106(2).

Douglas Bernheim, B. (1987). Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and Evidence. In *NBER Macroeconomics Annual 1987, Volume 2*, National Bureau of Economic Research.

Edwards, S. (1998). The Chilean Pension Reform: A Pioneering Program. In *Privatizing Social Security*, Martin Feldstein, ed. University of Chicago Press.

Eichenbaum, Martin, Sérgio Rebelo e Carlos De Resende (2016). The Portuguese Crisis and the IMF. IEO Background Paper No. BP/16-02/05 (Washington: International Monetary Fund).

Eisner, Robert (1991). The Real Rate of U.S. National Saving. *Review of Income and Wealth*, 37.

Engen, E. M. e J. Gruber (2001). Unemployment insurance and precautionary saving, *Journal of Monetary Economics*, 47.

European Central Bank (2016). Savings and investment behavior in the euro area. *Occasional Paper Series*. No. 167.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (2016). A potential macroprudential approach to the low interest rate environment in the Solvency II context. EIOPA-BoS-15/202, 23 march 2016.

Feldstein, Martin (1980). International differences in social security and saving. *Journal of Public Economics*, 14, 2.

Feldstein, Martin e C. Horioka (1980). Domestic Saving and International Capital Flows. *The Economic Journal*, 90, 314-329.

Fesseau, M., F. Wolff e M. L. Mattonetti (2013). A Cross-country Comparison of Household Income, Consumption and Wealth between Micro Sources and National Accounts Aggregates. *OECD Statistics Working Papers*, No. 2013/03, OECD Publishing, Paris.

Fitoussi, Jean-Paul. (2005). Fiscal Indiscipline: Why no reaction yet by the markets? Briefing paper n° 2 – May 2005, European Parliament, Committee for Economic and Monetary Affairs.

Fölster, S. (2001). An evaluation of social insurance savings accounts. *Public Finance and Management*, 1, 420-448.

Fundo Monetário Internacional (2016). *Global Financial Stability Report*. Washington D.C.

Friedman, Milton (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press.

GEP/MSESS (2015). *Avaliação Actuarial do Sistema Previdencial da Segurança Social*. Gabinete de Estratégia e Planeamento, Ministério do Trabalho, Solidariedade e Segurança Social.

Gordon, Robert J. (2016). *The Rise and Fall of American Growth*. Princeton University Press.

Gottfries, Axel e Coen Teulings (2015). Can demography explain secular stagnation?. *Vox CEPR's Policy Portal*.

Group of Thirty (2013). *Long-term finance and economic growth*. Washington D.C.

Hyman, L. (2011). *Debtor Nation: The History of America in Red Ink*. Princeton University Press.

Jappelli, T. e M. Pagano (1994). Saving, Growth and Liquidity Constraint. *The Quarterly Journal of Economics*, 109.

Keynes, John Maynard (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan.

King, Mervyn (2016). *The End of Alchemy*. Little Brown.

Kirsanova, T. and J. Sefton (2007). A Comparison of National Saving Rates in the UK, US and Italy. *European Economic Review*, 51, 1998-2028.

Kotlikoff, L. (1998). *Simulating the Privatization of Social Security in General Equilibrium*. In *Privatizing Social Security*, Martin S. Feldstein, ed., University of Chicago Press.

Lettau, Martin e Sidney Ludvigson (2001). Consumption, Aggregate Wealth, and Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 56.

Lourenço, Rita Fradique e Paulo M.M. Rodrigues (2014). Dinâmica e contraste dos preços de habitação em Portugal e Espanha. *Boletim Económico do Banco de Portugal*, Dezembro de 2014.

- Macedo, Jorge Braga de (1992). Convergência na economia europeia: o contributo português. *Análise Social*, XXVII.
- McConnell, Margaret M. e Gabriel Perez-Quiros. 2000. Output Fluctuations in the United States: What Has Changed since the Early 1980's? *American Economic Review*, 90(5).
- Mehra, Y. P. (2001). The wealth effect in empirical life-cycle aggregate consumption functions. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 87/2.
- Marsh, David (2009). *The Euro: The battle for the new global currency*. Yale University.
- Modigliani, Franco e Brumberg, R. (1954). Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. In *Post Keynesian Economics*, Kenneth K. Kurihara, ed., New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.
- Obstfeld, Maurice (2012). Does the current account still matter? NBER Working Paper 17877. National Bureau of Economic Research.
- OECD (2007). *Pensions at a Glance*: <http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance-2007>.
- OECD (2014). Is migration good for the economy? *OECD Migration Policy Debates*, nº 2. <http://www.oecd.org/migration>.
- Orphanides, Athanasios (2016). Fiscal implications of central bank balance sheet policies. CEPR DP11383. Centre for Economic Policy Research. London.
- Phelps, Edmund S. (1961). The Golden Rule of Capital Accumulation. *American Economic Review*, 51.
- Rajan, R. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen e Kenneth Rogoff (2009). *This time is different*. Princeton University Press.
- Rey, Hélène (2016). International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma. Mundell Fleming Lecture 2014. *IMF Economic Review*.
- Reyes, G., J. van Ours e M. Vodopivec (2010). Incentive Effects of Unemployment Insurance Savings Accounts: Evidence from Chile. CEPR, Discussion Paper 5971.
- Rogoff, Kenneth (2016). *The Curse of Cash*. Princeton University Press.

Sarmento, Joaquim Morais (2016). *Parcerias Público-Privadas*. Fundação Francisco Manuel dos Santos.

Seater, J. (1993). Ricardian Equivalence. *Journal of Economic Literature*, 31, 142-190.

Shambaugh, Jay C. (2012). The Euro's Three Crises. *Brookings Papers on Economic Activity*.

Shiller, Robert (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.

Stiglitz, Joseph (2016). *The Euro and its threat to the future of Europe*. Allen Lane.

Summers, Lawrence (2016). Rethinking Secular Stagnation after Seventeen Months. In Olivier Blanchard, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff and Lawrence Summers (eds.) *Progress and Confusion – The State of Macroeconomic Policy*. The MIT Press

Summers, Lawrence (2014). *U.S. Economic prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*. National Association for Business Economics.

Summers, Lawrence e C. Carroll (1987). Why is U.S. national saving so low? *Brookings Papers on Economic Activity*.

Summers, Lawrence (1985). Issues in national savings policy. In F.G. Adams e SM Watcher Lexington, Savings and Capital Formation: The Policy Optionseds. MA, DC Heath and Co.

Taylor, A. (2002). A century of current account dynamics. *Journal of International Money and Finance*, 21, 725-748.

Turner, Adair (2016). *Between Debt and Devil*. Princeton University Press.

Tufano, P. e Schneider, D. (2008). Using Financial Innovation to Support Savers: From Coercion to Excitement, National Poverty Center Conference on "Access, Assets and Poverty".

Yunus Aksoy, Henrique S. Basso, Ron Smith e Tobias Grasl (2016). Demographic Structure and Macroeconomic Trends. CESifo Working Paper Series No. 5872.

Wolf, Martin (2009). *Fixing Global Finance*. Yale University Press.