

## Posição do Observatório de Políticas Económicas e Financeiras da SEDES

### sobre a remuneração da poupança

1. A poupança das famílias é um elemento central do equilíbrio macroeconómico, sendo essencial para garantir o financiamento saudável do investimento sem comprometer o equilíbrio externo. Uma taxa de poupança adequada constitui um pressuposto fundamental de um modelo de crescimento convergente e sustentável, assente no investimento e em exportações de alto valor acrescentado.

Acontece que nem os níveis de poupança nem os de investimento produtivo se têm apresentado satisfatórios. Em 2022, a taxa de poupança bruta das famílias situou-se em apenas 6,1%, que compara muito desfavoravelmente com os países da UE que apresentam estruturas produtivas mais sólidas, como se pode ver pelo quadro seguinte.

Taxa de Poupança Bruta das Famílias e Instituições sem fins lucrativos (%)

	2022	2021	2020	2019
Euro area	-	17.9	19.7	13.2
European Union	-	16.7	18.4	12.3
Belgium	12.9	17.0	20.5	12.3
Czechia	17	19.2	19.2	13.1
Denmark	14	9.3	11.7	10.2
Germany	20	22.9	23.6	18.3
Estonia	5.3	10.5	14.3	11.8
Ireland	21.5	24.3	25.5	10.7
Greece	-3	3.6	2.4	-2.5
Spain	7.2	13.8	17.7	8.2
France	16.1	18.3	20.5	14.7
Croatia	1.7	10.7	11.9	8.5
Italy	10	15.0	17.4	10
Cyprus	4.8	10.9	12.5	5.7
Latvia	5.1	13.9	14.6	9.1
Lithuania	3.9	5.8	12.4	3.8
Luxembourg	18.7	18.2	24.2	14.2
Hungary	13	17.5	15.4	14.7
Netherlands	14.9	23.7	24.9	18.3
Austria	13.2	17.6	18.7	14
Poland	1.4	2.8	11.3	4.6
Portugal	6.1	9.9	11.9	7.2
Slovenia	8.6	18.7	22.7	13.4
Slovakia	5.2	10.9	11.4	9.6
Finland	6.6	10.7	12.7	8.5
Sweden	16.1	18.5	19.5	18

Fonte: AMECO

Acresce que quando se considera a taxa de poupança líquida (retirando a depreciação do stock de capital), Portugal apresenta em 2021 e 2022 valores **negativos** (-0,6% e -5,4% respetivamente). No que diz respeito a 2022, embora a disponibilidade de informação ainda seja limitada, os valores comparáveis são +11,4% para a Alemanha, +8,4% para a Dinamarca,

+2,1% para a Itália e + 13,4% para a Suécia. Acresce que Portugal apresenta valores sistematicamente negativos para a poupança líquida das Famílias e Instituições sem fins lucrativos desde 2014.

2. Neste contexto, os comportamentos e as decisões dos agentes responsáveis deverão ser tais que contribuam para a clara melhoria da situação descrita, evitando simultaneamente os que a possam agravar. Desde logo, é desejável que a lógica da atualização das taxas de remuneração da poupança pelas instituições bancárias reflita as decisões das autoridades monetárias, como aliás tem acontecido com as taxas ativas.<sup>1</sup> A evidência mostra que isso não se tem verificado, o que significa de facto o corte de um dos canais de transmissão da política monetária no combate à inflação, através do incentivo à poupança, sobretudo num país como o nosso em que os depósitos bancários continuam a ser a forma privilegiada de aplicação da poupança das famílias. Isto mesmo tem sido assinalado por alguns responsáveis das autoridades monetárias. Note-se que um dos instrumentos da política monetária é a chamada Facilidade Permanente de Depósito, que permite às instituições bancárias rentabilizar os respectivos excedentes de liquidez. A respectiva taxa está, actualmente fixada em 3,25%, que pode ser considerado o proveito marginal de um depósito bancário na situação presente e constitui incentivo suficiente para a adequada remuneração dos depósitos pelo sistema bancário.<sup>2</sup>

Além das questões comportamentais e de concorrência que possam ser suscitadas e do uso dos correspondentes instrumentos de política, o Estado dispõe de mecanismos de normalização da situação em apreço através da distribuição de produtos de dívida pública de retalho a pessoas singulares residentes. Esse tem sido um papel desempenhado essencialmente pelos Certificados de Aforro e outros produtos do Tesouro (vg Certificados do Tesouro) que, face ao ritmo lento de atualização das taxas dos depósitos, foram objeto de significativo aumento da procura pelas famílias residentes. O que teve dois tipos de consequências positivas. Por um lado, constitui um incentivo à poupança estável e à sua aplicação num produto defensivo em termos de risco e de custos de detenção (não está sujeito a qualquer tipo de comissões). Por outro lado, permite reforçar a percentagem da dívida pública detida por investidores residentes. Este último ponto é especialmente relevante para um país que tem ainda um nível de dívida muito elevado: cerca de 20 pontos percentuais acima da média da União Europeia, apesar de, em 2022, Portugal ter sido o terceiro país da UE onde o efeito da subida do PIB nominal sobre a redução do rácio da dívida mais se fez sentir (12,8 pontos percentuais, contra 7,2 pp na UE).<sup>3</sup>

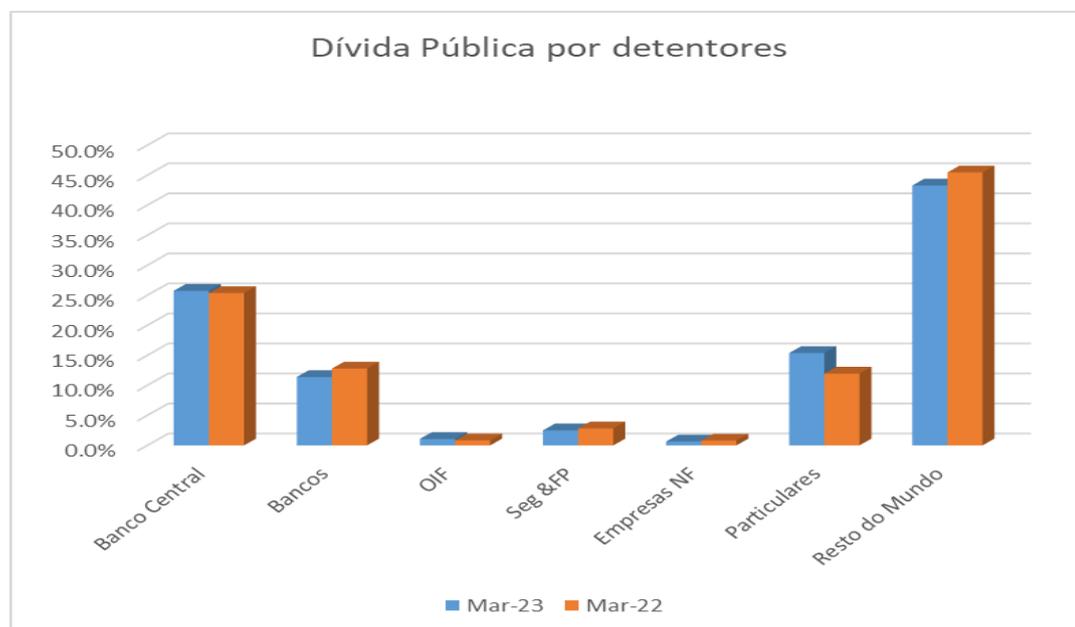
---

<sup>1</sup> De acordo com os últimos dados divulgados pelo Banco de Portugal, relativos a março de 2023, a taxa de juro para novos depósitos bancários de particulares em Portugal era de apenas 0,9%, ficando apenas à frente de Chipre entre os países da zona euro, e muito longe dos 2,11% de média da zona Euro. Em contrapartida, no que respeita às taxas de juro dos novos empréstimos à habitação, a taxa praticada em Portugal (3,86%) excedia a média da zona Euro (3,44%). Em resultado disto, a diferença entre a taxa praticada nos novos empréstimos à habitação e nos novos depósitos a prazo era de 2,96%, apenas sendo superada na zona Euro pelos valores registados em Chipre, na Lituânia e na Eslovénia. Entretanto, valores publicados pelo Banco de Portugal para o mês de abril indicam uma taxa de 1,03% nos novos depósitos a prazo de particulares. Para efeitos de comparação, os depósitos a prazo até 1 ano apresentam uma taxa de 0,95%, contra 2,27% em média na zona euro. Os novos contratos de crédito à habitação apresentam uma taxa média de 3,97% contra 3,48% na zona euro.

<sup>2</sup> Numa situação de concorrência perfeita, a remuneração marginal dos depósitos deveria ser igual ao proveito marginal, deduzido dos custos operacionais e administrativos.

<sup>3</sup> Cf informação da AMECO

Em Março de 2023, 43,3% da dívida pública portuguesa era detida por não residentes (38% se excluirmos os empréstimos oficiais). Aquele valor traduz uma evolução positiva relativamente ao observado em anos anteriores (por exemplo, um ano antes a percentagem ascendia a 45,5%), sendo esta redução próxima do aumento do peso registado para a dívida detida por particulares, traduzindo o efeito positivo das aquisições de Certificados de Aforro.<sup>4</sup>



Fonte: Banco de Portugal

Uma maior parte da dívida nas mãos de residentes constitui um elemento poderoso de redução da vulnerabilidade face às flutuações dos mercados e de sentimento por parte dos investidores internacionais. Além disso, sendo os juros pagos a investidores residentes, não há saída de fundos para o exterior, com os efeitos positivos que isso tem sobre o equilíbrio da balança corrente e de capitais e sobre a economia. Por estas razões, é desejável uma presença acrescida dos investidores de retalho residentes no financiamento do Estado, através de produtos adequados (como são os Certificados de Aforro ou as OTRV) distribuídos com maior generalidade, designadamente com utilização do canal bancário e da internet.

Note-se ainda que em termos de instrumentos, a dívida titulada transacionável representa 56% do total (contra 15% dos instrumentos de retalho), sendo que 52% dessa se encontrava (em Janeiro de 2023) na posse do Banco de Portugal e do BCE. Admitindo que estas instituições detenham os títulos até ao vencimento, não poderá ser descurado o risco do respectivo refinanciamento face à retirada gradual dos bancos centrais das aquisições de dívida. O que constitui uma razão adicional para a manutenção cuidada de uma base alargada de investidores de retalho que possam assegurar parte desse processo de substituição.

3. Também pelas razões expostas é debatível o argumento do custo excessivo da dívida que tem vindo a ser adquirida pelas famílias residentes, em particular sob a forma de Certificados de Aforro. Apesar de teoricamente se tratar de um instrumento que pode ser de curto prazo, de

<sup>4</sup> A dívida detida pelo “Resto do Mundo” inclui os empréstimos oficiais, designadamente relacionados com os Fundos Europeus e com o Programa de Assistência Económica e Financeira. Deduzindo essa componente, o peso do “Resto do Mundo” passaria para cerca de 38% do total da restante dívida.

facto ele tem-se revelado extremamente estável, beneficiando também do adequado mecanismo dos prémios de permanência. Tem-se revelado, por isso, um instrumento de fomento da poupança das famílias da classe média, o que, por si só, justificaria um prémio em função dos que deverão ser os objectivos de política económica neste domínio. Também em nome da estabilidade e da confiança, as regras e os momentos de eventuais mudanças das condições de remuneração devem ser claros e entendíveis.

A série E de Certificados de Aforro teve início em 30/10/2017, tendo atravessado todo o período de taxas Euribor negativas, resultando numa taxa de rentabilidade anual de 0,87% para alguém que tivesse investido no primeiro dia. Por outro lado, na situação atual, o montante colocado relativo à *série E* tem implícito um mecanismo de proteção do emitente contra futuras subidas de taxa de juro, transformando o instrumento em dívida a taxa fixa em situações de subida das taxas, protegendo o emitente como, aliás, tem acontecido dado que a taxa já atingiu há algum tempo o “cap” previsto. Comparativamente a instrumentos de taxa fixa, este mecanismo permite que o emitente beneficie de futuras descidas da taxa de juro. Este “derivado” tem valor, como têm valor os efeitos positivos que decorrem do incentivo à poupança e da maior concentração de dívida pública na posse de residentes. Por isso, o facto de conjuntamente a taxa de juro surgir ligeiramente acima por exemplo da rentabilidade implícita nos mercados internacionais das emissões de OT a dez anos (atualmente em torno dos 3% para as OT a 10 anos) parece um prémio aceitável para as vantagens referidas. Prémio que pode vir a ser anulado a qualquer momento por uma eventual subida das taxas das OT nos mercados internacionais. Note-se que nas emissões realizadas em janeiro, a taxa da dívida a dez anos situou-se em 3,7%<sup>5</sup>, que é o valor que o Estado pagará de facto até ao fim da vida desses títulos.

Note-se ainda que o custo líquido para o Estado da remuneração dos Certificados de Aforro corresponde a 2,52%, com dedução da taxa liberatória de IRS. Já os juros das OT colocadas em não residentes não estão sujeitos a retenção na fonte, sendo tributados nos países dos adquirentes, pelo que o custo para o Estado corresponde à taxa de juro bruta. Assim, o custo líquido de um Certificado de Aforro (*série E*) detido durante 10 anos (incorporando o prémio de permanência) seria cerca de 3%. Esta é aproximadamente a taxa de rentabilidade actual das OT a 10 anos no mercado secundário. Mesmo que o Estado consiga emitir em mercado primário a uma taxa desta ordem de grandeza, não só não recebe o imposto na parte colocada em não residentes, como tem de pagar comissões de colocação relevantes e significativamente mais elevadas do que as recebidas pelos CTT na colocação de Certificados de Aforro.<sup>6</sup> Tudo considerado, mesmo do ponto de vista estritamente financeiro e imediato, não é evidente que os Certificados de Aforro tenham constituído uma forma de financiamento mais onerosa do que outras alternativas. E, como vimos, existem outros argumentos do ponto de vista da política económica e financeira que não podem deixar de ser pesados.

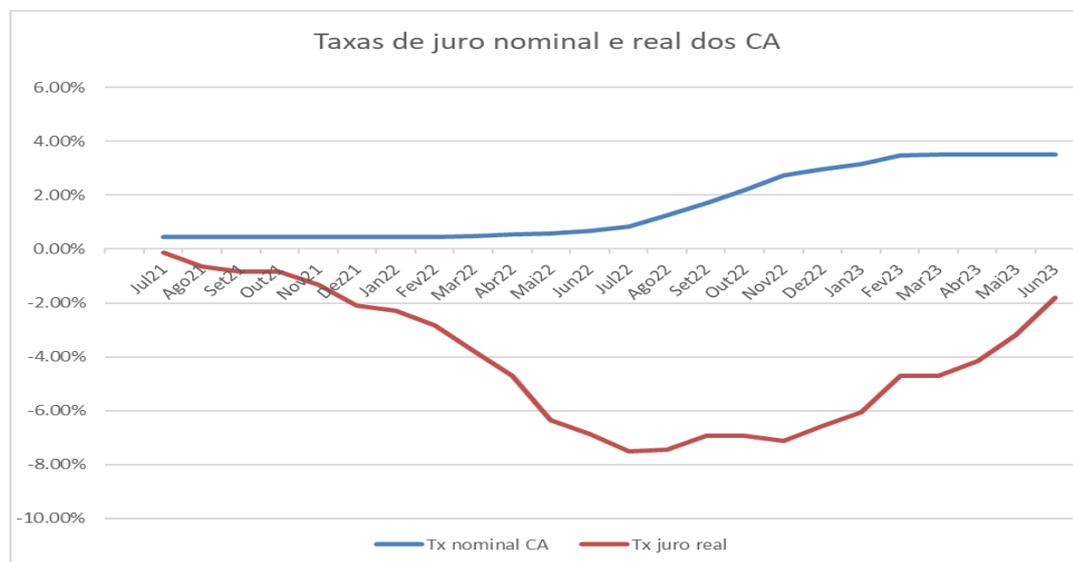
Finalmente, haverá que notar que, apesar de significativamente superiores às taxas correntes dos depósitos bancários, as taxas dos Certificados de Aforro têm sido significativamente negativas em termos reais, continuando negativas ainda hoje, como podemos apreciar no

---

<sup>5</sup> Isto é, apenas 50 pontos de base acima da taxa interna de rentabilidade que seria percebida pelos aforradores num período de investimento de 10 anos (4,2%) se, durante a totalidade desse período, o *cap* previsto na série E dos Certificados de Aforro fosse permanentemente atingido. Acresce que os 3,7% pagos em janeiro para OT a 13 anos ou os 3,549% pagos para OT a 9 anos, são superiores à taxa interna de rentabilidade que será auferida pelos aforradores na Série F dos Certificados de Aforro, num cenário em que igualmente o *cap* é permanentemente atingido ao longo dos 15 anos de investimento (3,27%).

<sup>6</sup> Sendo que parte destes já é colocada sem custos através do Aforro-Net.

quadro seguinte.<sup>7</sup> Ou seja, apesar das taxas alegadamente altas, o valor real da poupança aplicada sob esta forma diminuiu expressivamente nos últimos dois anos. Com a taxa anunciada para a nova série de Certificados, a remuneração real situar-se-á num valor próximo dos três pontos percentuais negativos (com o último valor conhecido do IPCH).



Fonte: Euribor rates.eu, Banco de Portugal e cálculos próprios

É claro que nada impede que o Estado decida terminar a colocação de uma série de Certificados e Aforro e começar outra que, em momento próprio se revele mais coerente com as condições dos mercados. Um tempo adequado será sempre o da aprovação e entrada em vigor do Orçamento do Estado, onde o são definidos a política e os limites de financiamento para o ano seguinte. Por outro lado, será desejável que as regras da remuneração sejam definidas com base em critérios objectivos que tenham em conta as condições dos mercados e os objectivos da política económica.

4. Tendo presentes as considerações e análises apresentadas, o Observatório de Políticas Económicas e Financeiras da SEDES considera que:
  - (i) Deverão ser reforçadas as condições de concorrência que possam contribuir para a remuneração adequada da poupança aplicada no sistema bancário, assegurando-se a disponibilização sistemática e transparente das condições praticadas e garantindo o afastamento de quaisquer práticas anti-concorrenciais (como por exemplo o condicionamento da remuneração dos depósitos à aquisição de outros produtos financeiros).
  - (ii) O Estado deveria reforçar o seu papel de regulador do mercado – quer directamente, quer através do banco público - aumentando o montante, a diversificação e a acessibilidade dos produtos de poupança oferecidos a investidores de retalho

<sup>7</sup> As taxas dos Certificados de Aforro foram calculadas com referência à Euribor a 3 meses vigente no início de cada mês, acrescidas de um ponto percentual. A taxa real foi calculada considerando a variação homóloga do Índice de Preços no Consumidor Harmonizado para o mês em causa.

residentes com taxas de juro reais tendencialmente positivas. O interesse e a confiança que os investidores de retalho têm manifestado nos produtos do Tesouro deveria ser aproveitado para reforçar a parte da dívida pública detida por residentes em Portugal. Ao mesmo tempo, deverão ser evitadas quaisquer medidas que comprometam aquela confiança.

- (iii) O Estado deveria diversificar também os canais de distribuição da sua dívida de forma a facilitar o acesso por parte dos investidores de retalho inclusive à dívida colocada nos mercados de capitais, neste caso com acompanhamento da informação adequada e do respeito estrito pelas regras de protecção dos investidores. Nesse sentido, a anunciada possibilidade de subscrição de Certificados de Aforro através do sistema bancário constitui um desenvolvimento adequado, no pressuposto de que a remuneração do serviço prestado pelos bancos ficará a cargo do emitente e não dos subscritores.
- (iv) Dada a confiança sempre manifestada pelos aforradores no instrumento Certificados de Aforro e os atributos positivos que foram assinalados – incluindo a sua simplicidade e baixo risco - não se descortina a razão para a conjugação da quebra (não objectivada) da sua remuneração com a restrição dos montantes subscritos a um valor máximo (50 000 euros) por subscritor, que corresponde a 20% do que vigorava para a Série E e a 5% do estabelecido para as séries anteriores - sendo que o novo limite é consumido pelo anterior - limitando drasticamente a possibilidade de concorrência com outras aplicações da poupança das famílias.
- (v) Tendo presentes as considerações expendidas no presente documento, recomenda-se que seja criada uma nova série de Certificados de Aforro com prazo longo, com remuneração ligada a um referencial de mercado, um *spread* adequado ao nível de risco do Estado, sem *cap* e com o limite de subscrição por aforrador alargado para níveis da ordem dos vigentes em anteriores séries e estabelecido com carácter autónomo.
- (vi) As instituições financeiras deverão assegurar a disponibilização aos seus clientes de informação completa sobre as alternativas disponíveis de aplicação da poupança, explicitando os rendimentos, o regime fiscal e todos os custos associados, aliás em cumprimento do disposto nas leis e regulamentos pertinentes.
- (vii) Por último, deveriam ser criados incentivos – de natureza fiscal e outros - à poupança e à sua aplicação a longo prazo, seja em dívida pública, seja no mercado de capitais, incluindo o fomento da contribuição para fundos complementares da segurança social.