



ENCRUZILHADA DE POLÍTICAS

Governador, Banco de Portugal

Setembro 2023

No final do primeiro semestre, a economia portuguesa destacava-se entre as suas congéneres europeias. Contas públicas entre as mais equilibradas; endividamento público e privado numa trajetória de redução; e um sistema financeiro estável e aliado da economia. Para aqui chegar, o país mudou estruturalmente. Investiu na educação, reforçou o investimento produtivo e reestruturou o setor financeiro. Hoje, temos instituições promotoras das melhores práticas. Contudo, enfrentamos uma encruzilhada de políticas para reduzir a inflação e responder ao abrandamento da economia. Uma encruzilhada de políticas não é mais do que a necessidade de utilizar a cooperação institucional, como no passado recente da Europa e do país, para garantir uma saída bem-sucedida para os nossos desafios.

Na resposta à crise pandémica, a Europa foi um exemplo de inclusão e integração. Pela primeira vez neste século, conseguiu conciliar políticas económicas. Deu uma resposta que foi entendida por todos os cidadãos europeus, que apoiaram decisões tão importantes quanto a emissão de dívida europeia para financiar programas orçamentais europeus e nacionais.

À crise pandémica seguiu-se um processo inflacionista, único na experiência do euro. A inflação atingiu 10% devido às severas restrições globais de oferta associadas à pandemia, a uma guerra ignóbil que trouxe um segundo choque energético ao coração da Europa e ao carácter desestabilizador das políticas económicas dos EUA, da China e do Reino Unido.

Esse momento, sublime, da construção europeia, deve ter sequência na resposta a dar em mais uma encruzilhada. As políticas económicas devem continuar a combater as causas da inflação, porque esta é um sintoma, minimizando os riscos de desestabilização para os cidadãos e lançando as bases para um novo ciclo económico. Neste momento difícil para a geopolítica

e a economia, a estabilidade e previsibilidade das políticas são o nosso maior ativo.

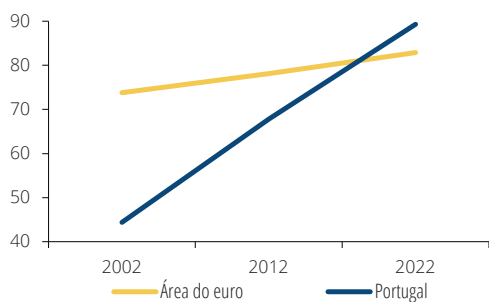
Sorte: A preparação encontra a oportunidade

Encontramo-nos perante esta encruzilhada, num dos melhores momentos da economia portuguesa, em resultado da transformação das suas instituições — legais, sociais e culturais —, que determinou a acumulação dos fatores estruturais de crescimento e sustentabilidade: capital humano, capital físico e conhecimento tecnológico. Em todas estas dimensões Portugal tem sabido corrigir a mão.

Enquanto a área do euro cresceu 15% nos primeiros 15 anos deste século, Portugal ficou-se por um parco 1%! Em contraste, desde 2015 crescemos 17% e convergimos com a área do euro, que cresceu 13%. Depois de atingir um máximo em 2019, a atividade económica recuperou rapidamente da pandemia. Em 2023, a atividade, o emprego e os salários estão em máximos, colocando a economia de novo acima dos valores potenciais.

Estamos a acumular e a reter capital humano qualificado. Nos últimos vinte anos, a escolaridade dos nossos jovens passou do último lugar na área do euro para os lugares cimeiros (de 40% dos jovens com pelo menos o ensino secundário para 89%). Mas vamos a meio caminho desta revolução silenciosa, que não podemos abandonar.

Gráfico 1 • Percentagem de jovens (20-24 anos) com pelo menos o ensino secundário

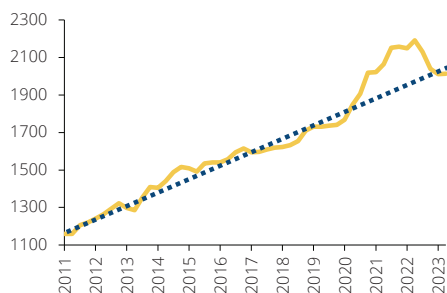


Fonte: Eurostat.

Recentemente, temos sido confrontados com uma suposta “redução” do número de licenciados. Contudo, trata-se apenas de um desvio estatístico, sem sustentação socio-económica.

Vejamos. Entre 2011 e 2019, a população portuguesa com ensino superior aumentou ao ritmo de 71 mil por ano. Já entre o final de 2019 e meados de 2022 este número teria passado a 180 mil licenciados por ano! Apesar das melhorias do sistema de educação superior, isto é incompatível com o fluxo de alunos formados por ano. Na ausência de fluxos migratórios massivos de entrada de licenciados em plena pandemia, esta evolução não é credível.

Gráfico 2 • População com educação superior | Em milhares



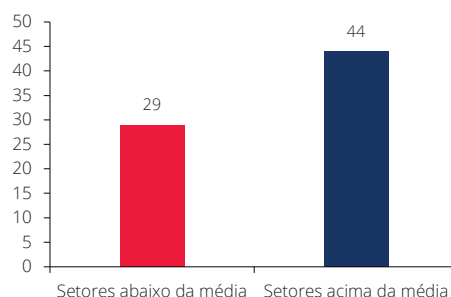
Fonte: Inquérito ao Emprego, INE.

Corrigido o desvio, os atuais dois milhões de licenciados correspondem a um aumento, também, de 71 mil por ano desde 2019. Nada mudou. O país não

está destinado a qualificações que muitos pensavam ser endemicamente reduzidas, nem à emigração.

Mais, a este aumento de oferta qualificada, o mercado de trabalho respondeu, criando emprego nos setores com melhores remunerações; o emprego privado em setores que pagam salários acima da média cresceu 44% face a 2015 e 29% nos restantes setores. A formação dos nossos jovens e a criação de empregos qualificados não é um processo instantâneo; devemos mostrar toda a nossa temperança.

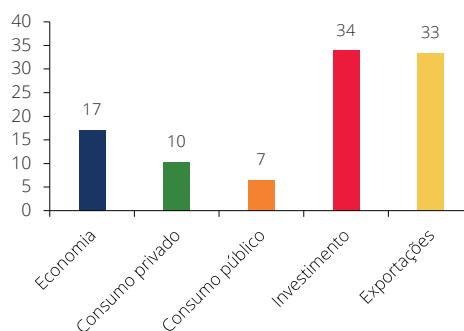
Gráfico 3 • Crescimento do emprego – Setores com salário médio acima e abaixo da média nacional, 2015-2023 | Em percentagem



Fonte: Segurança Social (cálculos do Banco de Portugal).

A acumulação de fatores produtivos estende-se ao investimento, que nos últimos oito anos cresceu 48%, acima dos 25% da área do euro, sustentado em critérios de exigência e rentabilidade. O investimento privado cresceu 54%, e em 2022 representava quase 90% do total. Em simultâneo, as empresas aumentaram a autonomia financeira. Se até 2015, o passivo representava mais de duas vezes os capitais próprios, hoje caiu para menos de 1,5 vezes. Nesse período, a abertura ao exterior levou o peso das exportações na economia para 50% em 2022. Exportações e investimento têm os maiores contributos para o crescimento.

Gráfico 4 • Crescimento acumulado entre 2015 e 2022 | Valores líquidos de importação, em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

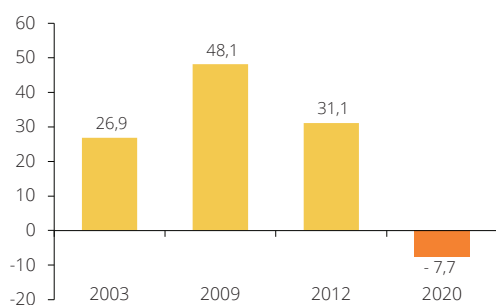
Não menos importante, o investimento público tornou-se mais exigente e produtivo, sendo a capitalização da Caixa Geral de Depósitos um exemplo destacado. O Plano de Recuperação e Resiliência deve tornar-se num momento único de integração europeia e de transformação estrutural; longe vão os tempos das “rotundas”.

Em paralelo, a incorporação do conhecimento tecnológico tem promovido organizações mais produtivas e adaptadas a uma economia globalizada. Desde 2012, o ponto mais crítico da crise de dívida soberana, a rentabilidade operacional das vendas das empresas portuguesas quase duplicou, mas o grande sucesso chegou através das pequenas e médias empresas cuja rentabilidade mais do que triplicou (de 3,8% para 12,4%).

O capital social acumulado em quase 50 anos de democracia liberal promove a estabilidade fiscal e laboral e melhora a convivência entre parceiros sociais, de que a resposta à crise pandémica e o esforço coletivo de retenção de emprego são o maior exemplo. O espírito de solidariedade e rigor traduz-se numa redução da percentagem de pessoas em risco de pobreza ou exclusão social, com valores inferiores aos da Alemanha ou França, e em contas públicas em equilíbrio, eventos raros na nossa história e no atual contexto europeu.

Num momento de possível mudança do ciclo económico, não podemos ser apanhados desprevenidos, como tantas vezes aconteceu. No último episódio recessivo, pela primeira vez em muitas décadas, a dívida total caiu 7,7 pontos percentuais do PIB. As empresas terminaram 2022 com a dívida nominal, líquida de depósitos, inferior à de 2019 em 4 mil milhões de euros e a das famílias em 9 mil milhões de euros.

Gráfico 5 • Variação da dívida nas crises económicas no séc. XXI | Em percentagem do PIB



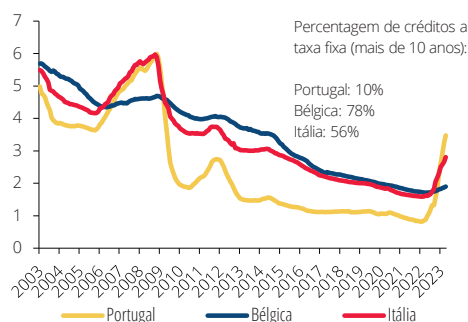
Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal).

A situação financeira caracteriza-se por um sistema bancário mais capitalizado, devido aos investimentos feitos em 2016 e 2017 e ao sucesso da reestruturação das instituições mais relevantes. O peso dos créditos

improdutivos no total do crédito está muito próximo do da União Europeia (3,1% vs 1,8%) e os custos são muito inferiores (rácios *cost to income* de 33% vs 59%). Após vários anos de margens financeiras deprimidas em virtude das baixas taxas de juro, a rentabilidade do sistema bancário restabeleceu-se.

Em resultado do maior peso de empréstimos a taxa fixa nos restantes países da área do euro, a média das taxas praticadas em Portugal nos empréstimos à habitação foi sistematicamente inferior, invertendo-se esta situação desde o final de 2022.

Gráfico 6 • Taxas de juro de empréstimos à habitação na Bélgica, Portugal e Itália | Em percentagem



Fonte: BCE (cálculos do Banco de Portugal).

Nos depósitos, é fundamental continuar a criar condições para estimular a poupança. A taxa de juro média, próxima de zero há um ano, tem vindo a subir, atingindo 1,7% para os particulares e 3,0% para as empresas.

Em ano de viragem

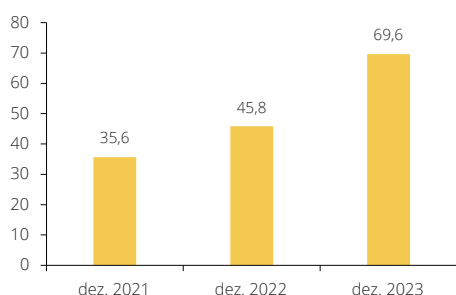
A conclusão da recuperação da crise pandémica, o arrefecimento da inflação e a necessidade de encontrar as fontes de crescimento nos fatores estruturais fazem de 2023 um ano charneira.

O primeiro semestre assistiu à subida das taxas de juro, à desaceleração das exportações em virtude de uma economia global hesitante, mas com as variáveis nominais a refletirem uma inflação ainda demasiado elevada. A economia da área do euro quase estagnou, apesar da robustez do mercado de trabalho. A economia portuguesa manteve a convergência económica que caracterizou os anos anteriores à pandemia.

O segundo semestre inicia-se com o emprego e salários em valores máximos. O emprego privado cresceu 9% desde 2019 e há mais 800 mil empregos do que há dez anos! Os salários recebidos pelos portugueses têm uma evolução ainda mais expressiva: cresceram 20% desde 2019 e 67% na última década.

Mas a encruzilhada traz maior aperto financeiro a famílias e empresas em resultado do ciclo de política monetária. No final de 2023, cerca de 70 mil famílias poderão vir a ter despesas com o serviço do crédito à habitação permanente superiores a 50% do seu rendimento líquido; no final 2021, já eram 36 mil famílias. O reforço da poupança e a redução do endividamento, bem como os apoios públicos e o papel do setor bancário na prevenção do incumprimento podem mitigar estes riscos.

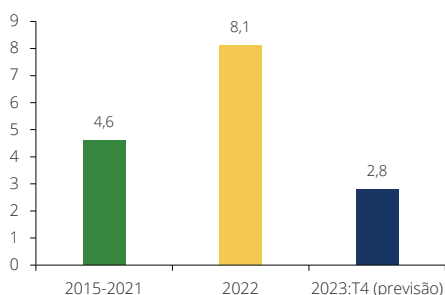
Gráfico 7 • Número de contratos com taxa de esforço superior a 50% e inferior a 100% | Em milhares



Fonte: Banco de Portugal.

A inflação deverá aproximar-se dos 2%. Na ausência de novos choques e com a materialização da transmissão da política monetária à economia, o objetivo de médio prazo está ao nosso alcance no horizonte próximo.

Gráfico 8 • Inflação acumulada no período 2015-2021, 2022 e quarto trimestre de 2023 | Em percentagem



Fonte: INE. Previsão, Banco de Portugal.

O enquadramento económico (externo) mostra sinais de desaceleração e mesmo com dimensões recessivas. Os indicadores económicos da área do euro divulgados em julho não são animadores, mas o cenário em que evitamos uma recessão está ainda no centro das nossas avaliações.

Figura 1 • Adjetivação de indicadores económicos para a área do euro divulgados em Julho 2023



Fonte: Trendingeconomics.com.

As políticas

A conjuntura apela a políticas centradas na função estabilizadora. Na dimensão monetária, o risco de “fazer demais” começa a ser material; a inflação tem-se reduzido mais rapidamente do que subiu e a economia está a ajustar-se às novas condições financeiras. Na orçamental, deve preservar-se o equilíbrio para reduzir a dívida num contexto de inflação baixa e taxas de juro mais elevadas.

Assegurada a convergência para a estabilidade de preços, a política monetária deverá traçar um caminho previsível de redução das taxas de juro, mas longe dos tempos de taxas de juro de zero ou mesmo negativas.

A política orçamental deve continuar a orientar-se pela noção de que não se alterou aquilo que há cinco anos não era financiável. O peso da despesa permanente na economia continua acima de 2019, mas deve reduzir-se para garantir a sustentabilidade ao longo do ciclo económico.

O espaço para atuar de forma contra cíclica permitiu a coordenação das políticas para responder à crise pandémica; deverá ser assim quando o ciclo se inverter. A estabilidade financeira e a previsibilidade dos modelos de negócios potenciam o investimento. Compete aos decisores honrar estes princípios.