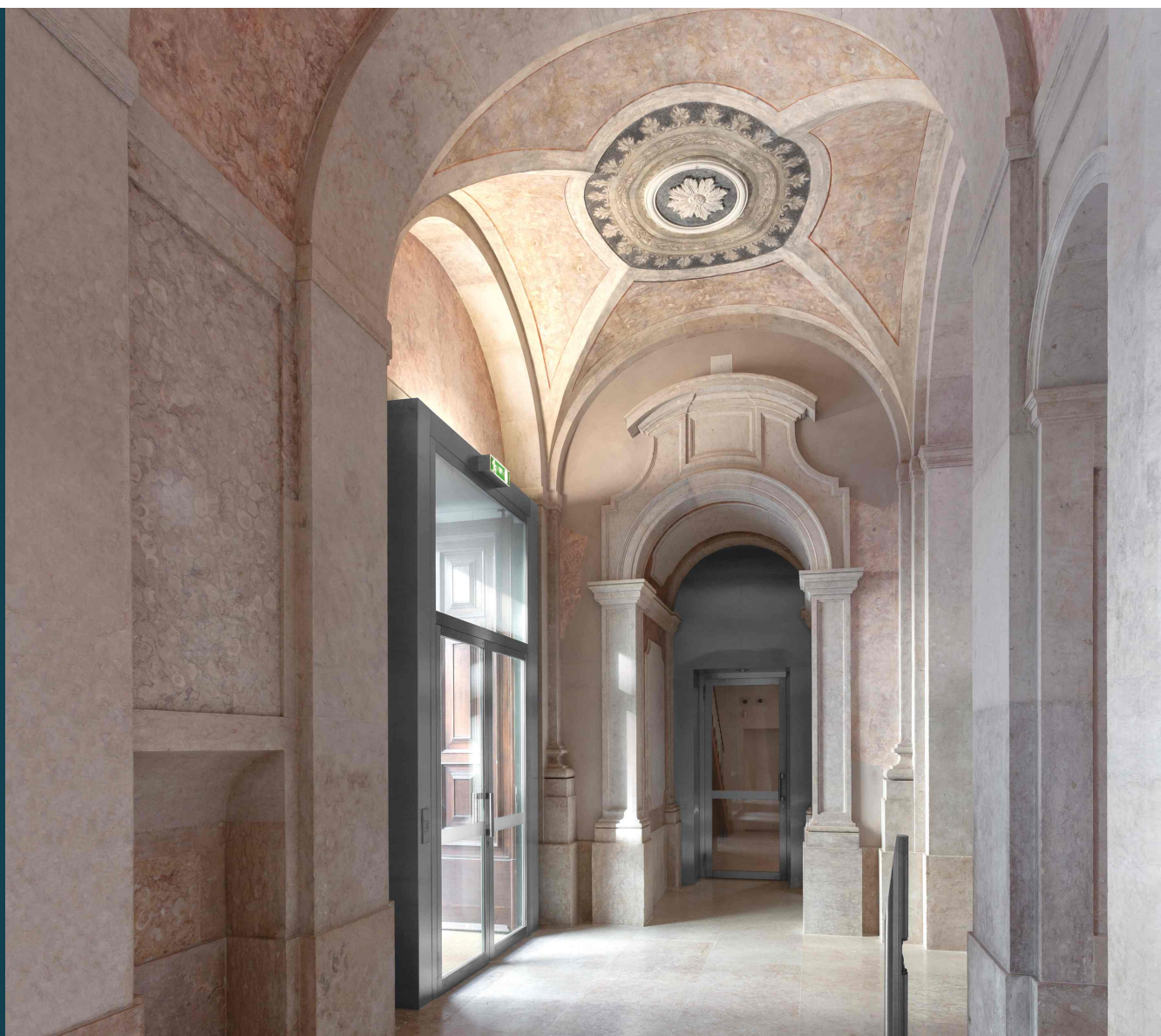


# BOLETIM ECONÓMICO

Maio 2015



BANCO DE PORTUGAL  
EUROSISTEMA





# BOLETIM ECONÓMICO

Maio 2015



Lisboa, 2015 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

## **I A Economia Portuguesa em 2014**

Apresentação | **7**

1. Enquadramento internacional | **13**

2. Condições monetárias e financeiras | **19**

2.1. Área do euro | **19**

2.2. Portugal | **21**

Caixa 2.1 | A transmissão da política monetária na área do euro e as medidas não convencionais de 2014 | **30**

Caixa 2.2 | A cessação de atividade das empresas e o processo de desalavancagem | **33**

3. Política e situação orçamental | **36**

Caixa 3.1 | Análise da evolução estrutural da receita fiscal em 2014 | **42**

4. Oferta | **44**

5. Procura | **51**

Caixa 5.1 | A acumulação de capital e a evolução recente do investimento em Portugal | **59**

6. Preços | **61**

7. Balança de pagamentos | **64**

Caixa 7.1 | Evolução das remessas de emigrantes | **70**

## **II Tema em destaque**

O mercado de trabalho português e a grande recessão | **77**





# A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2014

Apresentação

1. Enquadramento internacional
2. Condições monetárias e financeiras
3. Política e situação orçamental
4. Oferta
5. Procura
6. Preços
7. Balança de pagamentos





## Apresentação

Em 2014 a economia portuguesa registou um crescimento do produto de 0,9 por cento, após três anos de contração. Embora moderado, este crescimento é particularmente importante porque ocorre em simultâneo com progressos em termos do restabelecimento de alguns equilíbrios macroeconómicos fundamentais, designadamente no saldo das contas externas e na manutenção do processo de consolidação orçamental. Estes progressos ocorreram no quadro do Programa de Assistência Económica e Financeira que foi concluído em maio de 2014. No entanto, a situação da economia portuguesa continua caracterizada por elevados níveis de endividamento dos setores público e privado, com reflexo no elevado nível de endividamento externo, os quais continuarão a constituir uma restrição ativa nas decisões dos agentes económicos.

Nos últimos anos registaram-se ajustamentos importantes em termos do peso das exportações e importações no produto interno e também no equilíbrio entre receita e despesa primária das administrações públicas. Estes ajustamentos proporcionam condições mais favoráveis para a continuação da correção dos desequilíbrios macroeconómicos e não poderão ser revertidos sem afetar de uma forma significativa as perspetivas de crescimento da economia. Adicionalmente, o início da recuperação económica, visível em 2014, parte de níveis muito elevados de recursos produtivos não utilizados, especialmente no mercado de trabalho. A gradual correção desta situação deve estar associada, entre outros fatores, a uma continuada orientação dos recursos produtivos para setores mais expostos à concorrência internacional. Neste contexto, o comportamento de algumas variáveis que influenciam o nível de inovação e a capacidade de reagir a choques – como a qualidade do capital produtivo, as qualificações do emprego e a duração do desemprego – é determinante para que se registre um aumento do crescimento potencial da economia portuguesa.

Em 2014 observou-se um aumento do consumo privado na economia portuguesa, num contexto de desenvolvimentos favoráveis no mercado de trabalho, nomeadamente no que se refere ao crescimento do emprego no setor privado. O crescimento do consumo privado está também associado à descida das taxas de juro praticadas pelos bancos nacionais, em ligação com a política monetária acomodatória do BCE. Neste contexto, num quadro de diminuição da incerteza e de aumento da confiança dos consumidores, observou-se uma diminuição da taxa de poupança em 2014. Esta evolução ocorreu em paralelo com uma redução do crédito concedido aos particulares, contribuindo para uma diminuição dos níveis de endividamento deste setor institucional. O montante de novos empréstimos para o consumo aumentou em 2014 mas manteve-se em níveis muito inferiores aos registados antes do início da crise económica e financeira internacional. O desejável aumento do consumo privado pelos vários segmentos da população – num contexto de correção dos equilíbrios macroeconómicos fundamentais – não pode ser desligado das preocupações com a desigualdade na sua distribuição, dimensão onde a economia portuguesa apresenta fragilidades quando comparada com a realidade europeia. Sociedades com elevados níveis de desigualdade tendem a ter menor coesão social e maiores dificuldades em alcançar compromissos para a realização de reformas.

O consumo público, variável que procura medir o nível de bens e serviços providos pelo conjunto das administrações públicas, desempenha um papel fundamental na garantia das condições de coesão social, definidas através da escolha dos cidadãos. O consumo público registou em 2014 uma nova diminuição, em ligação com a prossecução do processo de consolidação orçamental, situando-se a redução do seu peso no produto em cerca de 2 pontos percentuais nos últimos cinco anos. Em 2014, a redução do peso desta variável no produto

esteve associada à redução das despesas com pessoal nas administrações públicas. Porém, embora a contabilização estatística do consumo público seja feita com base no nível de recursos utilizados, o nível efetivo de bens e serviços providos depende também da eficiência na utilização destes recursos. A manutenção do processo de consolidação orçamental, em linha com os compromissos assumidos ao nível europeu, exige que o aumento da eficiência na utilização dos recursos públicos permaneça uma prioridade.

A evolução das exportações de bens e serviços na economia portuguesa foi novamente muito positiva em 2014, reforçando a perspetiva de que tal corresponde a uma alteração estrutural, visível na última década. O peso das exportações no produto aumentou 10 pontos percentuais desde 2010, refletindo expressivos aumentos de quotas de mercado. A criação de novas empresas orientadas para o mercado externo e adaptadas ao atual padrão de vantagens comparativas, bem como a concomitante reorientação de recursos para os setores mais expostos à concorrência internacional, constituem traços importantes do processo de ajustamento da economia portuguesa. O aumento do peso das exportações no produto permite criar margem para que, em condições de crescimento da economia internacional, o aumento das importações decorrente do crescimento do consumo privado e do investimento não se traduza em desequilíbrios externos.

A formação bruta de capital fixo registou um crescimento em 2014, após cinco anos de quedas significativas. Este agregado situa-se em níveis muito inferiores aos prevalecentes no início do Programa de Assistência Económica e Financeira, embora seja visível uma clara recuperação nas componentes de máquinas e equipamento e material de transporte. A forte redução dos níveis de formação de capital fixo não permite a reposição do capital depreciado (Caixa “A acumulação de capital e a evolução recente do investimento em Portugal”), com consequências nefastas para o crescimento da

produtividade. Reduções sustentadas do rácio de capital por trabalhador na economia portuguesa, especialmente num contexto em que o seu nível de partida é inferior à média europeia, podem limitar a incorporação de novas tecnologias no processo produtivo e comprometer o crescimento das exportações de bens e serviços. Tanto quanto possível, este efeito deve ser mitigado por uma maior seletividade do investimento realizado, aumentando as taxas de retorno face ao que ocorreu no passado. Note-se que o aumento do nível de capital por trabalhador não pode ser desligado da acumulação de capital humano, dimensão onde a economia portuguesa manifesta ainda debilidades e onde a eficiência na utilização dos recursos públicos é igualmente muito importante.

No que diz respeito ao investimento público, variável que também concorre para a consolidação orçamental registada em 2014, observou-se uma redução acumulada muito significativa desde 2010. Tal evolução enquadra-se no esforço de redução do défice das administrações públicas, tendente a limitar o agravamento do rácio da dívida. Adicionalmente, refira-se que as necessidades de novas infraestruturas são hoje sensivelmente inferiores às observadas há várias décadas, sendo porém necessário assegurar a sua conservação.

A acumulação de capital produtivo privado na economia portuguesa está fortemente condicionada pelos níveis de endividamento das empresas. A excessiva dependência das empresas portuguesas face ao crédito bancário e a concomitante escassez de capitais próprios constituem uma debilidade estrutural há muito diagnosticada. Para esta situação concorreram diversos fatores, entre os quais a reduzida dimensão média das empresas, aspetos fiscais e legais.

Tal como no caso das famílias, observou-se em 2014 um alívio das condições de financiamento bancário às empresas. Embora se tenha mantido a redução do nível de crédito dos bancos residentes às empresas, observou-se uma aceleração para taxas ligeiramente positivas no

final do ano na indústria e no comércio. As dificuldades de financiamento e a fragilidade financeira são maiores nos setores sobre os quais mais fortemente incide o processo de reestruturação da economia, sendo agravadas pelo facto do processo decorrer num período de maiores prémios de risco associados à fragmentação financeira prevalecente na área do euro (Caixa “A transmissão da política monetária na área do euro e as medidas não convencionais de 2014”). Neste contexto, o esforço de desalavancagem no conjunto das empresas portuguesas deve prosseguir de forma ordenada, procurando preservar aquelas que se revelem viáveis num contexto de concorrência. Uma desalavancagem que ocorra eminentemente pela via da saída de empresas do mercado tende a onerar o balanço das instituições de crédito, com consequências adversas nos seus rácios de capital (Caixa “A cessação de atividade das empresas e o processo de desalavancagem”). Perturbações na ligação entre o financiamento das empresas e a gestão do risco por parte dos bancos, como a que contribuiu para a necessidade de aplicação de uma medida de resolução ao Banco Espírito Santo em 2014, podem não implicar uma disrupção no processo de intermediação financeira, mas geram ineficiências e custos para o conjunto da economia.

O saldo da balança corrente e de capital e a evolução da posição de investimento internacional refletem o progresso do processo de ajustamento da economia portuguesa. A manutenção em 2014 de um saldo positivo na balança corrente e de capital, embora inferior ao registado no ano anterior, sinaliza uma inversão do longo processo de aumento do endividamento externo, fundamental para a manutenção das condições de acesso aos mercados em condições de normalidade. Com efeito, esta evolução contribuiu para uma melhoria da posição de investimento internacional, para a qual concorreu também o efeito da perda de valor de ativos nacionais na posse de estrangeiros. Em paralelo, o saldo da balança financeira registou em 2014 um contributo

negativo do investimento de carteira e, em menor grau, dos fluxos líquidos de investimento direto. A entrada líquida de investimento direto estrangeiro constitui indiscutivelmente uma necessidade do processo de ajustamento da economia portuguesa, permitindo diversificar as fontes de financiamento da economia e aumentar a partilha de risco com o exterior. Porém, é importante criar as condições para que ele se materialize essencialmente pela via da criação de nova capacidade produtiva em setores com elevados níveis de competitividade e sujeitos à concorrência internacional.

A evolução registada no mercado de trabalho em 2014 espelha a evolução na atividade e também os fortes desequilíbrios acumulados nos últimos anos. Neste contexto, observou-se um crescimento do emprego e uma redução da taxa de desemprego. No entanto, apesar destas evoluções favoráveis, os níveis de utilização do fator trabalho na economia portuguesa mantêm-se muito abaixo dos prevalecentes antes do início da crise internacional. Adicionalmente, a análise dos fluxos totais de indivíduos entre os vários estados do mercado de trabalho revela uma menor dinâmica, observando-se uma menor destruição de empregos mas também uma limitada criação de novos postos de trabalho (veja-se o Tema em Destaque no presente *Boletim Económico*). A persistência de elevados níveis de desemprego envolve custos económicos e sociais muito assinaláveis. Deste modo, a capacidade de absorver um elevado número de desempregados permanece como um dos principais desafios da economia portuguesa, o qual se torna estruturalmente mais difícil de vencer quanto maior a duração do desemprego. Neste contexto, são importantes medidas que envolvam a redução da segmentação no mercado de trabalho e que aumentem a flexibilidade salarial.

A evolução demográfica liga-se de forma estreita com a evolução do mercado de trabalho e configura-se como uma limitação ao crescimento económico de médio e longo prazo da economia portuguesa, a par das limitações existentes em termos da acumulação de capital

produtivo. A redução do número de indivíduos na população ativa, que se voltou a registar em 2014, decorre de um saldo natural negativo e de uma intensificação dos fluxos emigratórios. Estes fluxos tendem a estar associados à situação nos mercados de trabalho interno e externo mas comportam também uma forte persistência na medida em que os custos de emigrar se reduzem com o crescimento das comunidades no exterior, observando-se ainda fenómenos de imitação e reunificação de famílias. O fluxo emigratório português intensificou-se nos últimos anos, envolvendo também as classes etárias mais velhas, sendo acompanhado de uma redução marcada no número de novos imigrantes. A emigração tende a limitar o crescimento potencial da economia, efeito que pode ser revertido num cenário de regresso de recursos qualificados. Paralelamente, tem sido também observada uma subida das remessas de emigrantes (Caixa “Evolução das remessas de emigrantes”).

A evolução dos preços dos bens, serviços e fatores produtivos numa economia é um processo complexo, influenciado *inter alia* por fatores como o nível de procura, os desenvolvimentos nos custos de produção, alterações na fiscalidade e nas condições de concorrência, bem como a evolução dos preços externos em moeda nacional. O índice harmonizado de preços no consumidor na economia portuguesa registou uma queda ligeira em 2014, num cenário de estabilidade ao nível da tributação e de descida nos preços internacionais do petróleo, especialmente no final do ano. Adicionalmente, o crescimento moderado do consumo e do investimento criou as condições para a redução dos preços, mantendo-se o diferencial negativo face à inflação da área do euro, que também apresentou uma trajetória descendente ao longo do ano. Não obstante esta evolução constitua uma parte do processo de recuperação da competitividade externa da economia portuguesa, existem riscos acrescidos quando o nível geral de preços não aumenta de forma continuada. No caso português, a manutenção de uma inflação muito baixa por um período

prolongado condiciona o esforço de desalavancagem dos diferentes setores institucionais, colocando dificuldades acrescidas à sua sustentabilidade. As medidas de expansão monetária recentemente adotadas por parte do BCE tenderão a atenuar estes riscos.

A diminuição do preço do fator trabalho na economia portuguesa, visível desde o início do programa de ajustamento e traduzida numa redução dos salários reais, é um desenvolvimento consistente com as condições vigentes no mercado de trabalho, designadamente dada persistência de elevadas taxas de desemprego, e com a necessidade de redução de custos por parte das empresas, especialmente nos setores mais afetados pelo processo de reestruturação e com maiores necessidades de desalavancagem. Porém, no atual contexto competitivo europeu e global, os ganhos de competitividade que decorrem da redução do preço do fator trabalho não podem ser vistos como a forma de aumentar sustentadamente as quotas de mercado das empresas nacionais. Para este processo deve contribuir um conjunto amplo de reformas estruturais, designadamente no mercado do produto.

A economia portuguesa deve prosseguir o processo de ajustamento em curso, onde os aumentos do consumo sejam sustentáveis, o investimento assegure a renovação do capital e os níveis de endividamento sejam progressivamente reduzidos. A manutenção de elevados níveis de endividamento constitui um problema não apenas pelo contínuo desvio de recursos associado ao serviço da dívida mas também pelo nível de exposição ao risco a que submete a economia. Os efeitos da última crise económica e financeira internacional fizeram-se sentir com mais gravidade nas economias com maiores desequilíbrios macroeconómicos.

A participação da economia portuguesa na União Europeia e na união monetária permitiu beneficiar de mecanismos que atenuam a magnitude dos ajustamentos, especialmente

em contextos de interrupção do financiamento externo. No entanto, a arquitetura institucional europeia revelou fragilidades e gera tensões em contextos de persistência de desequilíbrios e acentuadas reduções na atividade nos Estados-Membros. Em 2014 prosseguiram os esforços tendentes a corrigir algumas destas fragilidades, designadamente através da entrada em funcionamento do Mecanismo Único de Supervisão, parte integrante do projeto da União Bancária. Adicionalmente, o reforço dos mecanismos de controlo e correção dos desequilíbrios macroeconómicos, no contexto do designado semestre europeu, configura um reforço do protagonismo de instituições europeias e um acentuar do processo de integração. A atuação destas instituições revela-se importante como forma de complementar e

reforçar os esforços de estabilização do conjunto da economia europeia até agora protagonizados essencialmente pelo BCE. Contudo, é igualmente necessário que as políticas europeias sejam desenhadas por forma a promover a convergência entre os Estados-Membros, evitando dualismos no processo de crescimento. Não obstante a relevância do enquadramento externo, o sucesso da economia portuguesa dependerá essencialmente da sua capacidade para aumentar a quantidade e a qualidade dos fatores produtivos, prosseguir uma exigente agenda de reformas estruturais e continuar a corrigir os desequilíbrios macroeconómicos com base numa correta condução das políticas económicas, assente em instituições fortes e numa sociedade civil dinâmica e exigente.



# 1. Enquadramento internacional

Em 2014 manteve-se o crescimento da economia mundial, embora com maior heterogeneidade entre regiões

A economia mundial manteve o ritmo de crescimento em 2014, embora com maior heterogeneidade entre regiões e países. De acordo com o FMI, o crescimento mundial situou-se em 3,4 por cento em 2014, observando-se uma aceleração nas economias avançadas e uma desaceleração nas economias de mercado emergentes (Quadro 1.1). Na primeira metade de 2014, fatores temporários – com

destaque para as condições meteorológicas mais adversas – levaram a um crescimento limitado nas economias avançadas, mas ao longo do ano o motor da retoma deslocou-se das economias de mercado emergentes para as avançadas. A queda do preço do petróleo em cerca de 50 por cento na segunda metade do ano, essencialmente relacionada com fatores de oferta, terá contribuído para esta evolução. Assim, será de esperar um contributo favorável da queda do preço do petróleo para a recuperação da economia mundial mas que poderá, porém, ser condicionada pelo fraco investimento.

**Quadro 1.1 • PIB | Taxa de variação real, em percentagem**

	2011	2012	2013	2014
<b>Economia mundial</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>
<b>Economias avançadas</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>
EUA	1,6	2,3	2,2	2,4
Japão	-0,4	1,7	1,6	0,0
Área do euro	1,7	-0,8	-0,4	0,9
Alemanha	3,7	0,6	0,2	1,6
França	2,1	0,4	0,4	0,4
Itália	0,7	-2,8	-1,7	-0,4
Espanha	-0,6	-2,1	-1,2	1,4
Reino Unido	1,6	0,7	1,7	2,6
<b>Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento</b>	<b>6,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>
Países europeus em desenvolvimento	5,4	1,3	2,9	2,8
Comunidade de Estados Independentes	4,8	3,4	2,2	1,0
Rússia	4,3	3,4	1,3	0,6
Países asiáticos em desenvolvimento	7,7	6,8	7,0	6,8
China	9,6	7,7	7,8	7,5
Índia	4,9	4,6	6,4	7,2
América Latina e Caraíbas	4,9	3,1	2,9	1,3
Brasil	3,9	1,8	2,7	0,1
Médio Oriente e Norte de África	4,5	4,9	2,3	2,4
África Subsaariana	5,0	4,2	5,2	5,0

Fontes: Eurostat, FMI (*World Economic Outlook* abril 2015) e Thomson Reuters.

## As economias avançadas contribuíram mais para o crescimento da economia mundial

A atividade económica nas economias avançadas cresceu 1,8 por cento em 2014, o que compara com 1,4 por cento em 2013. Esta evolução deveu-se sobretudo ao crescimento económico robusto nos EUA e no Reino Unido, bem como ao crescimento na área do euro.

O PIB nos EUA cresceu 2,4 por cento em 2014, face a 2,2 por cento em 2013. Os EUA iniciaram o ano com um crescimento fraco, em grande parte devido ao inverno mais rigoroso. Contudo, tal evolução foi compensada por um crescimento robusto e acima do esperado durante o resto do ano, impulsionado pela procura interna. Em paralelo, as condições no mercado de trabalho melhoraram significativamente ao longo do ano. Por seu turno, a inflação manteve-se contida devido à capacidade excedentária da economia, à queda dos preços das matérias-primas e à apreciação do dólar. A Reserva Federal reduziu ao longo do ano as compras de ativos, as quais terminaram em novembro. Dada a aproximação do objetivo para o emprego que a Reserva Federal tinha definido, a *forward guidance* foi alterada em abril e reiterada a manutenção das taxas de juro no nível atual por um período prolongado de tempo.

De igual modo, o Reino Unido apresentou um crescimento económico robusto, impulsionado pela procura interna e em particular pelo consumo privado. A atividade económica cresceu 2,6 por cento em 2014, após 1,7 por cento em 2013, tendo sido acompanhada pelo fortalecimento do mercado de trabalho. A taxa de variação homóloga do IHPC manteve-se abaixo de 2 por cento e desceu ao longo do ano, num contexto de baixas pressões salariais, apreciação da libra na primeira metade do ano e queda do preço das matérias-primas. Neste contexto, o Banco de Inglaterra manteve inalterada a política monetária acomodatória.

Em contrapartida, o Japão registou uma forte desaceleração da atividade económica, entrando em recessão técnica no terceiro

trimestre do ano. O PIB estagnou no conjunto de 2014, depois de um crescimento de 1,6 por cento em 2013. O crescimento do consumo privado ficou muito aquém das expectativas, principalmente após a subida do imposto sobre o consumo no segundo trimestre. Apesar da subida deste imposto, a inflação manteve-se em níveis muito baixos. Neste contexto, o Banco do Japão expandiu quantitativa e qualitativamente a política monetária<sup>1</sup> e o Governo adiou a segunda subida planeada para o imposto sobre o consumo.

## O crescimento nas economias de mercado emergentes diminuiu em 2014

As economias de mercado emergentes apresentaram um abrandamento da atividade em 2014, registando-se um crescimento do PIB de 4,6 por cento, após 5,0 por cento em 2013. Esta evolução agregada tem subjacente uma diversidade de situações. Na China, registou-se um abrandamento do PIB de 7,8 por cento em 2013 para 7,5 por cento em 2014, em larga medida associado à evolução do investimento. No final do ano, o banco central tornou a política monetária mais acomodatória. Na Rússia, a atividade desacelerou de 1,3 por cento em 2013 para 0,6 por cento em 2014, e as perspetivas são de uma deterioração adicional. Este cenário é motivado pelo forte impacto negativo da queda do preço do petróleo e pela conseqüente depreciação do rublo, que se conjugam com fortes tensões geopolíticas. A evolução do preço do petróleo teve também um impacto desfavorável muito significativo nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento mais dependentes das exportações de matérias-primas, em particular aquelas que apresentam menor margem de manobra na política orçamental e maior vulnerabilidade externa.

O crescimento do comércio internacional manteve-se fraco em 2014, registando-se taxas inferiores às vigentes antes da crise. A média do crescimento das importações mundiais no período de 2001 a 2007 foi de 6,1 por cento, o que compara com crescimentos de 3,1 por



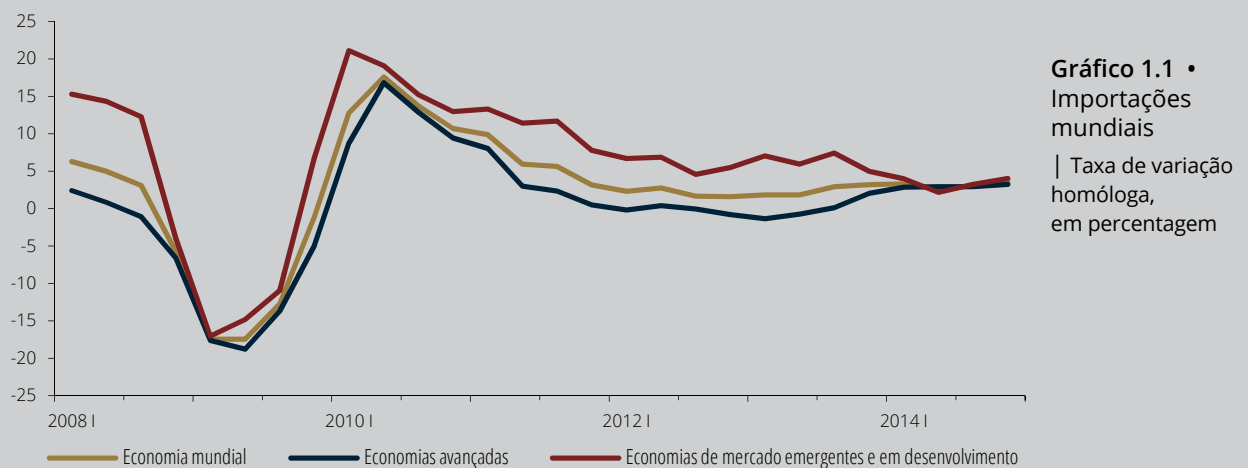
cento em 2014 de 3,5 por cento entre 2011 e 2014. No passado, a dinâmica de crescimento mais forte residia nas economias de mercado emergentes, mas em 2014 o crescimento das importações mundiais nestas economias aproximou-se das economias avançadas (3,4 por cento e 3,0 por cento, respetivamente) (Gráfico 1.1). A elasticidade dos fluxos do comércio internacional ao PIB tem-se mantido baixa nos últimos anos, o que contrasta com os valores elevados registados nas décadas anteriores. Para esta baixa elasticidade contribuem tanto fatores cíclicos, nomeadamente os associados à crise financeira global, como fatores estruturais, com destaque para a maturação do processo de integração da China no comércio mundial.

### A recuperação económica na área do euro prosseguiu a um ritmo lento

A atividade económica na área do euro recuperou moderadamente em 2014, com um crescimento do PIB de 0,9 por cento no conjunto do ano, após uma queda de 0,4 por cento em 2013. A recuperação está a prosseguir a um ritmo mais fraco do que em episódios passados, mesmo comparando com a recuperação de 2009, que também havia sido relativamente lenta (Gráfico 1.2). Apesar da recuperação do consumo privado estar também muito

aquém do observado em episódios anteriores, esta rubrica foi determinante em 2014, com um contributo de 0,5 pontos percentuais (p.p.) para o crescimento do PIB. Após uma queda nos últimos dois anos, a FBCF contribuiu positivamente para a atividade em 2014 (0,2 p.p.). A recuperação modesta da área do euro esconde situações diferentes ao nível dos vários países (Gráfico 1.3). O crescimento na Alemanha foi dos mais fortes na área do euro, apesar de ter ficado aquém do esperado no início do ano. O PIB cresceu 1,6 por cento, face a um crescimento de 0,2 por cento em 2013. Neste país, o crescimento foi impulsionado principalmente pelo consumo privado e pela FBCF. Espanha registou também um aumento significativo da atividade e acima do inicialmente esperado. A taxa de variação do PIB passou de -1,2 por cento em 2013 para 1,4 por cento em 2014, com um forte contributo do consumo privado. Em contraste, a atividade em França e Itália manteve-se quase estagnada. O crescimento em França manteve-se em 0,4 por cento desde 2012, tendo o contributo mais significativo vindo do consumo público. Itália apresentou pelo terceiro ano consecutivo uma contração do PIB, que se situou em 0,4 por cento em 2014 (-1,7 por cento em 2013), devida sobretudo à contração da FBCF.

Os mercados de trabalho na área do euro mantiveram a tendência de ligeira melhoria



Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

registada desde a segunda metade de 2013, tendo a recuperação do emprego registado um crescimento mais alto do que o observado em recuperações passadas. A média da taxa de variação homóloga do emprego na área do euro em 2014 foi de 0,6 por cento, tendo acelerado ao longo do ano na maioria dos setores de atividade. Por seu turno, a taxa média de desemprego desceu de 12,0 por cento em 2013 para 11,6 por cento em 2014.

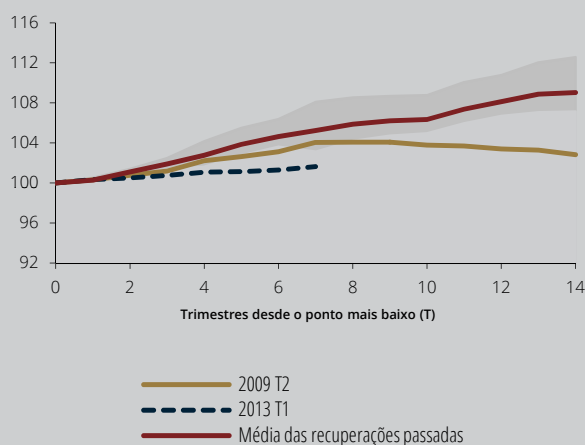
### A procura externa dirigida à economia portuguesa acelerou

A recuperação da atividade da área do euro foi determinante para a evolução da procura externa dirigida à economia portuguesa. Em 2014, este agregado cresceu 4,3 por cento, tendo a procura intra-área do euro acelerado 4,1 p.p. (Quadro 1.2). A recuperação económica em Espanha foi determinante para explicar a aceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa. Em contrapartida, a procura externa extra-área do euro desacelerou 0,3 p.p. em 2014, para 2,9 por cento.

### A inflação na área do euro desceu para níveis historicamente baixos, acompanhada por uma redução nas expectativas de inflação

A inflação na área do euro apresentou uma trajetória descendente ao longo do ano, impulsionada sobretudo pelos preços dos bens energéticos. A taxa de variação anual do IHPC foi de 0,4 por cento em 2014, um nível historicamente baixo e apenas comparável ao registado no ano de 2009, em plena crise económica global e também com uma queda bastante acentuada do preço do petróleo. A queda de 50 por cento do preço deste bem, entre finais de junho e o final do ano, impulsionou a queda do preço dos bens energéticos em 1,9 por cento no conjunto do ano (Gráfico 1.4). Contudo, a taxa de variação dos preços nas outras componentes do IHPC foi também bastante baixa em 2014. Por seu turno, o peso das componentes do IHPC da área do euro com taxas de variação negativa registou uma tendência de subida em 2014, atingindo um valor de 30 por cento em dezembro (Gráfico 1.5)

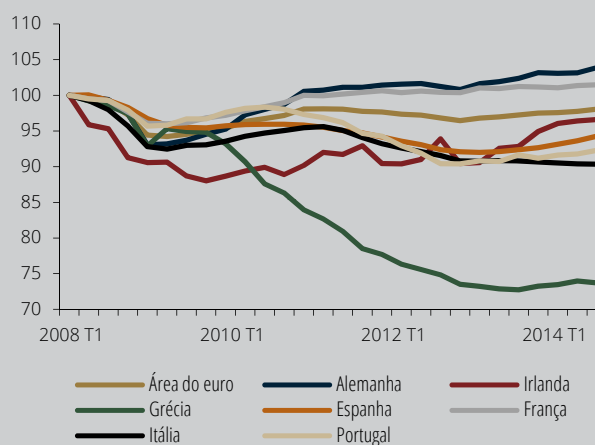
**Gráfico 1.2 • PIB na área do euro e comparação com recuperações passadas | T=100**



Fontes: Eurostat e ECRI.

Nota: A banda a cinzento corresponde ao máximo e ao mínimo dos ciclos registados desde 1973, excluindo o atual.

**Gráfico 1.3 • Crescimento do PIB na área do euro | 2008 T1=100**



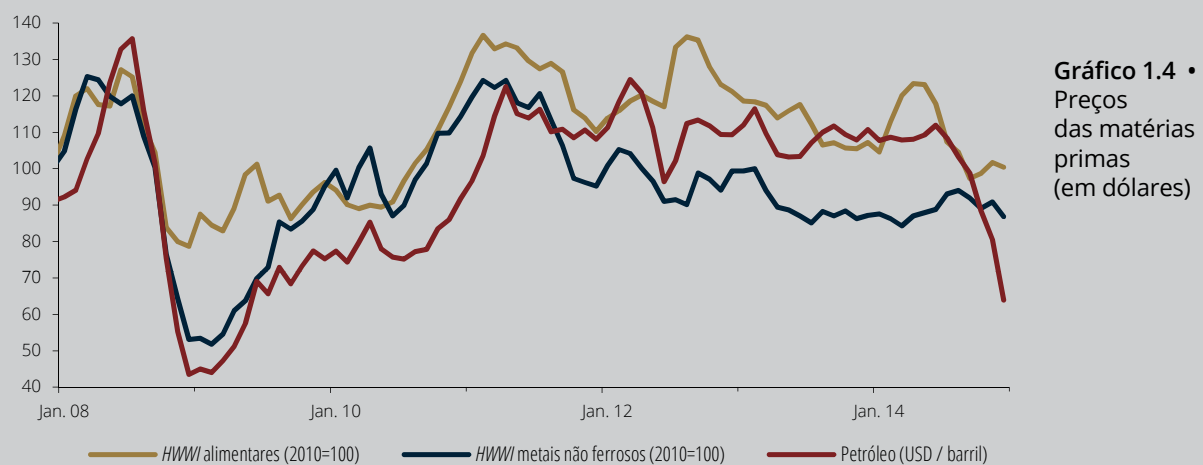
Fonte: Eurostat.

**Quadro 1.2 • Procura Externa de Bens e Serviços | Taxa de variação homóloga real e taxa de variação em cadeia, em percentagem**

	Pesos <sup>(b)</sup>	tvh				tvc							
		2011	2012	2013	2014	S1 2013	S2 2013	S1 2014	S2 2014	S1 2013	S2 2013	S1 2014	S2 2014
<b>Procura externa (BCE)<sup>(a)</sup></b>	100,0	4,3	-0,7	1,6	4,3	0,2	2,9	4,1	4,4	0,2	2,8	1,3	3,0
Procura externa intra-área do euro da qual:	66,3	3,1	-3,0	0,8	4,9	-1,1	2,6	4,6	4,4	-0,6	3,2	1,4	3,8
Espanha	27,1	-0,8	-6,3	-0,5	7,6	-3,1	2,1	7,1	8,1	-2,5	4,7	2,2	5,8
Alemanha	13,7	7,3	0,4	3,2	3,3	1,8	4,7	3,4	3,2	2,0	2,7	0,7	2,5
França	12,5	6,5	-1,2	1,9	3,8	0,7	3,1	3,5	4,0	1,1	2,0	1,5	2,5
Itália	3,9	1,2	-8,3	-2,2	1,6	-4,0	-0,4	1,6	1,6	-1,7	1,3	0,3	1,4
Procura externa extra-área do euro da qual:	33,7	6,7	4,1	3,2	2,9	2,9	3,5	3,2	4,4	1,7	1,8	1,3	1,4
Reino Unido	5,6	1,0	3,1	1,4	1,8	0,6	2,3	2,7	1,0	-0,7	3,0	-0,4	1,4
Estados Unidos	3,5	5,5	2,3	1,1	3,9	0,4	1,9	3,4	4,3	0,5	1,3	2,1	2,2
<b>Por memória:</b>													
Comércio mundial de bens e serviços (FMI)		6,7	2,9	3,4	3,1								
Importações mundiais de mercadorias (CPB)		6,1	2,1	2,6	3,5	1,7	3,4	3,5	3,5	0,7	2,7	0,7	2,7

Fontes: BCE, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Thomson Reuters e FMI.

Notas: (a) Calculada como uma média ponderada do crescimento em volume das importações de bens e serviços dos principais parceiros comerciais de Portugal. Cada país / região é ponderada de acordo com o seu peso como mercado de exportação de Portugal. (b) Pesos referentes ao ano de 2011.

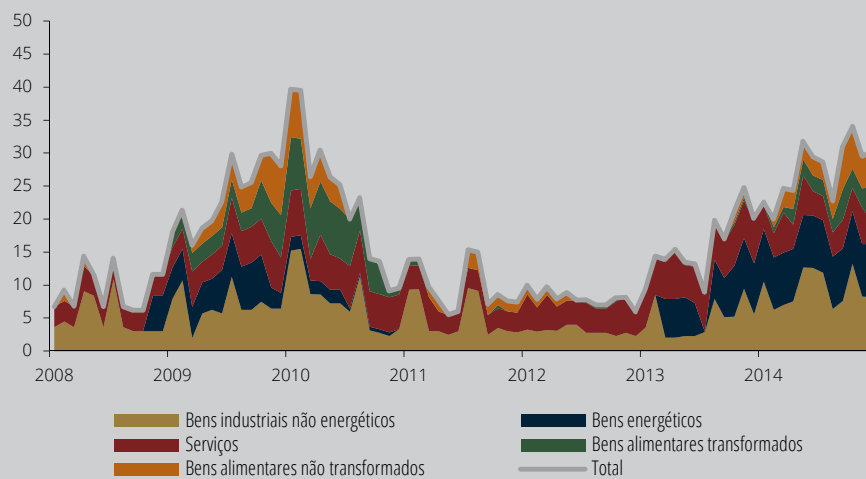


Fontes: Bloomberg e HWWI.

O baixo nível da inflação foi comum a todos os países da área do euro. Ao contrário do período anterior à crise, os países em ajustamento apresentaram uma inflação abaixo da média da área. A redução muito gradual do elevado nível de desemprego contribuiu para a manutenção de uma baixa inflação, por via de um crescimento lento dos salários e das margens de lucro das empresas. Ao mesmo tempo, em

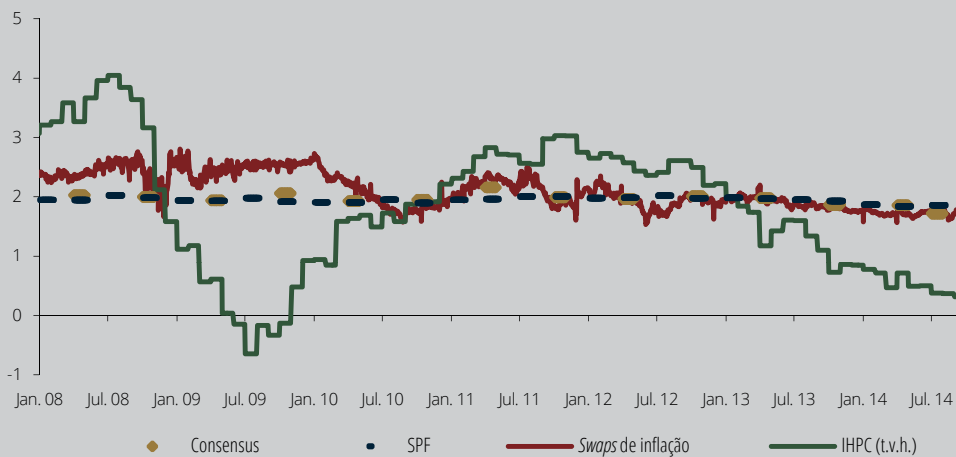
2014 atingiu-se o limite inferior para a taxa de juro, o que condiciona a resposta de política monetária. As expectativas de inflação também se reduziram ao longo do ano (Gráfico 1.6). Adicionalmente, observou-se um co-movimento entre as expectativas de inflação baixa no curto prazo e as expectativas de longo prazo, colocando desafios à credibilidade da política monetária.

**Gráfico 1.5 •**  
Peso das  
componentes do  
IHPC na área do  
euro com taxa de  
variação homóloga  
negativa  
| Em percentagem



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico 1.6 •**  
Inflação observada  
e expectativas de  
inflação 4-5 anos  
à frente  
| Em percentagem



Fontes: Bloomberg, Consensus Economics, BCE e Eurostat.

## 2. Condições monetárias e financeiras

### 2.1 Área do euro

... O Conselho do BCE aumentou o grau de acomodação da política monetária, adotando um novo conjunto de medidas não convencionais

Num contexto de baixa inflação e fraco crescimento económico, o Conselho do BCE introduziu entre junho e outubro de 2014 um pacote de medidas com vista a tornar a política monetária mais acomodatória. Este pacote consistiu em três tipos de medidas: (i) corte nas taxas de juro oficiais para o limite inferior, (ii) um conjunto de operações de prazo alargado direcionadas para impulsionar o crédito e (iii) dois programas de compras de ativos do setor privado.

Nas reuniões de junho e setembro o Conselho do BCE reduziu as taxas de juro oficiais, fixando a taxa das operações principais de refinanciamento (OPR) em 0,05 por cento e as taxas das facilidades permanentes de depósito e de cedência de liquidez em -0,20 por cento e 0,30 por cento, respetivamente. Pela primeira vez, o Eurosistema determinou taxas de juro negativas, de modo a reforçar o grau de acomodação de política monetária, mantendo a simetria do corredor das taxas das facilidades permanentes, criando assim incentivos a favor da atividade do mercado interbancário.

O Conselho do BCE lançou também uma série de operações de prazo alargado direcionadas (ORPAD). Estas operações providenciam fundos por um prazo máximo de quatro anos e foram desenhadas de modo a incentivar a concessão de crédito ao setor privado não financeiro (excluindo empréstimos à habitação)<sup>2</sup>. Nas duas operações realizadas em setembro e dezembro, o BCE colocou 212,4 mil milhões de euros à taxa de juro de 0,15 por cento.

Por fim, foram ainda implementados dois programas de compras de ativos: um novo programa de compras de *covered bonds* (obrigações hipotecárias e obrigações sobre o setor

público emitidas por instituições financeiras monetárias da área do euro) (*CBPP3*) e um programa de compras de instrumentos de dívida titularizados (*ABSPP*). Estes programas procuram complementar as ORPAD no objetivo de melhorar a transmissão da política monetária e as condições de crédito. Nesse sentido, foram desenhados de modo a permitir uma intervenção seletiva em mercados relevantes para a transmissão das condições de financiamento dos bancos às condições de crédito. As compras no âmbito do *CBPP3* foram iniciadas em outubro e ascendiam a 29,6 mil milhões de euros no final do ano, enquanto as compras no âmbito do *ABSPP* foram iniciadas em novembro e ascendiam a 1,7 mil milhões de euros no final de 2014.

Perante uma deterioração das perspetivas para a inflação no médio prazo, em janeiro de 2015 o Conselho do BCE considerou que o grau de acomodação monetária era insuficiente para responder aos riscos crescentes de um longo período de inflação baixa. Assim, anunciou um programa de aquisição de ativos de âmbito alargado (*EAPP*), que abará os já existentes *CBPP3* e *ABSPP* e incluirá a compra de obrigações emitidas por administrações centrais da área do euro, organismos e instituições europeias. As compras no âmbito do *EAPP* deverão ascender a 60 mil milhões de euros por mês e deverão realizar-se até, pelo menos, setembro de 2016<sup>3</sup>.

... Os mercados financeiros mantiveram-se relativamente estáveis e as taxas de juro de longo prazo desceram para níveis historicamente baixos

Nos mercados financeiros, manteve-se um ambiente relativamente estável e de baixa aversão ao risco na generalidade do ano. No entanto, são de registar dois episódios de maior tensão. O primeiro ocorreu no início de 2014, com a redução do ritmo de compras de ativos por parte da Reserva Federal. O segundo

registou-se em outubro, associado à forte queda do preço do petróleo. As economias de mercado emergentes foram as mais afetadas em ambos os casos, principalmente as que enfrentam maiores desequilíbrios internos e externos. Em consequência, no final do ano, ocorreu um ligeiro aumento na aversão ao risco que levou as taxas de juro de dívida pública das maiores economias avançadas para níveis ainda mais baixos (Gráfico 2.1), para o que terão contribuído também as perspetivas de fraco crescimento económico.

As taxas de juro de longo prazo na área do euro encontram-se em níveis historicamente baixos. Os diferenciais das taxas de rentabilidade da dívida pública a 10 anos face à Alemanha mantiveram a tendência de redução, em especial na primeira metade do ano (Gráfico 2.2). No último trimestre de 2014, a incerteza política na Grécia e a incerteza associada à conclusão do seu programa de assistência financeira levou a uma nova subida nos diferenciais para este país. Contudo, não se registou um contágio para os outros países sob ajustamento, onde os diferenciais se mantiveram relativamente estáveis. Esta evolução demonstra que a existência do programa do BCE de Transações Monetárias Definitivas, associado à manutenção de políticas favoráveis

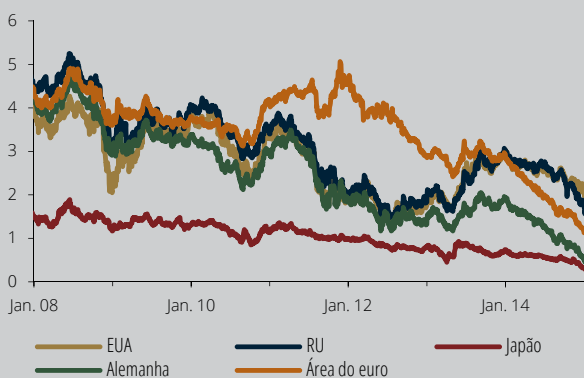
ao necessário ajustamento macroeconómico, permite uma estabilidade dos preços da dívida pública nos mercados financeiros.

Em 2014, registou-se uma significativa depreciação do euro, refletindo as diferentes posições cíclicas das economias mundiais e a orientação prospetiva da política monetária. A depreciação do euro em termos nominais efetivos seguiu a evolução da cotação face ao dólar, à exceção do final do ano, em que a apreciação face ao iene e ao rublo russo compensaram a depreciação face ao dólar. Entre o final de 2013 e o final de 2014, o euro depreciou 5 por cento e 12 por cento em termos nominais efetivos e face ao dólar, respetivamente.

### Iniciou-se uma recuperação moderada nos mercados de crédito da área do euro

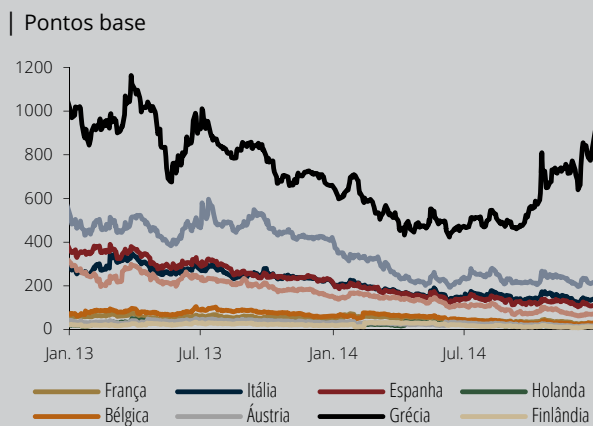
Em 2014 iniciou-se uma moderada recuperação do mercado de crédito bancário na área do euro. Os empréstimos às empresas não financeiras atingiram a taxa de variação anual mais baixa em fevereiro (-3,2 por cento), tendo recuperado gradualmente desde então para -1,1 por cento em dezembro (Gráfico 2.3). Relativamente aos empréstimos às famílias, o ponto mais baixo foi atingido em janeiro

**Gráfico 2.1 • Taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos | Percentagem**



Fontes: BCE e Bloomberg.

**Gráfico 2.2 • Taxas de rendibilidade de dívida pública a 10 anos – diferenciais face à Alemanha | Pontos base**



Fonte: Thomson Reuters.

(0,2 por cento), recuperando para uma taxa de variação anual de 0,8 por cento em dezembro (Gráfico 2.4). Apesar desta evolução favorável, continuam a existir grandes diferenças entre os países da área do euro. Em particular em Portugal, Holanda e Irlanda, os empréstimos às empresas não financeiras continuaram a desacelerar.

A evolução ligeiramente mais favorável dos empréstimos bancários está em linha com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito da área do euro (Gráficos 2.3 e 2.4). De facto, os bancos da área do euro reportaram em 2014 uma melhoria nas condições de crédito às empresas não financeiras e às famílias. Em paralelo, reportaram igualmente um aumento da procura de crédito, tanto por parte das empresas não financeiras como por parte das famílias. Segundo as respostas ao inquérito, os fatores relacionados com o custo de capital e restrições de balanço, assim como a pressão pela concorrência, terão contribuído para aliviar as condições de crédito. Do lado da procura, foram as necessidades de financiamento, à exceção de financiamento para investimento fixo, que contribuíram para o aumento da procura de crédito por parte das empresas, embora no último trimestre do ano a procura

para investimento fixo também tenha registado um contributo positivo.

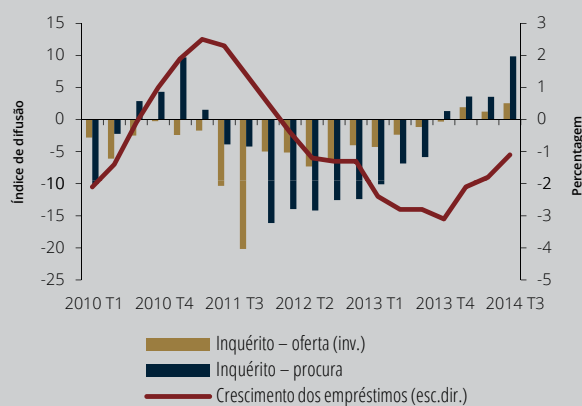
A fragmentação na área do euro reduziu-se ao longo do ano, como é visível na diminuição dos diferenciais das taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos às empresas não financeiras. Para a área do euro, as taxas de juro da totalidade dos novos empréstimos às empresas não financeiras reduziram-se 55 p.b., para o que terão contribuído em parte as descidas nas taxas de juro oficiais. A queda foi mais acentuada no grupo de países em ajustamento do que no grupo dos países com elevada notação de crédito (Caixa “A fragmentação dos mercados financeiros e as medidas de política monetária não convencional de 2014”).

## 2.2 Portugal

Em 2014 as condições de financiamento dos particulares registaram uma ligeira melhoria

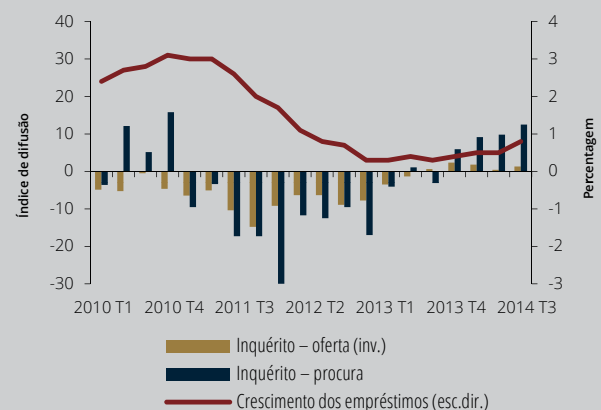
As taxas de juro dos novos empréstimos a particulares reduziram-se ao longo de 2014, em linha com a evolução das taxas de juro de mercado, e num contexto de uma política

**Gráfico 2.3 • Empréstimos bancários às empresas não financeiras da área do euro e resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito**



Fonte: BCE.

**Gráfico 2.4 • Empréstimos bancários às famílias da área do euro e resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito**



Fonte: BCE.

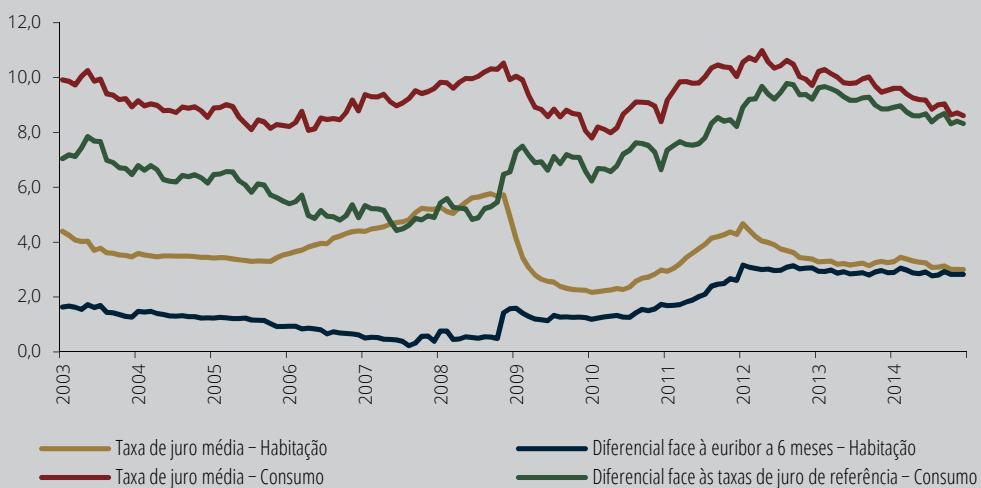
monetária acomodatória (Gráfico 2.5). Nos empréstimos à habitação, os diferenciais face às taxas de juro de referência permaneceram relativamente constantes, num nível próximo do valor máximo atingido em 2012. Nos empréstimos ao consumo, as taxas de juro e os diferenciais reduziram-se de uma forma mais expressiva ao longo de 2014. A evolução das taxas de juro bancárias aos particulares está de acordo com os resultados do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito. Segundo este inquérito, o grau de restritividade na concessão de crédito aos particulares permaneceu constante em 2013 e 2014, após a tendência de agravamento registada no período 2007-12. Os bancos apontam como fatores para esta evolução uma melhoria das suas condições de financiamento e menores restrições de balanço, assim como uma ligeira redução dos riscos relativos à atividade económica em geral, ao mercado de habitação e à capacidade dos consumidores assegurarem o serviço da dívida. Os diferenciais das taxas de juro bancárias aos particulares, e em especial os relativos à habitação, permanecem, contudo, elevados quando comparados com os níveis médios registados no período anterior à

crise económica e financeira. Adicionalmente, as taxas de juro reais, embora se tenham reduzido em 2014, situam-se em níveis superiores à média registada desde o início da área do euro, sinalizando a existência de condições de financiamento restritivas.

### Os novos empréstimos aumentaram no consumo e permaneceram estáveis na habitação

A melhoria das condições de financiamento, em simultâneo com uma maior confiança dos consumidores face ao seu rendimento futuro, deverá ter contribuído para a recuperação observada no crédito ao consumo. O valor mensal dos novos empréstimos ao consumo está a aumentar desde o início de 2013, situando-se no final de 2014 próximo do registado em meados de 2011 (Gráfico 2.6). Para esta evolução tem contribuído uma recuperação do crédito automóvel e, em menor grau, do crédito pessoal. Apesar desta recuperação, o dinamismo dos novos empréstimos ao consumo permanece bastante mais reduzido do que

**Gráfico 2.5 •**  
Taxas de juro de novos empréstimos concedidos por bancos residentes a particulares  
| Em percentagem / Pontos percentuais



Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

Nota: As taxas de juro médias são calculadas com base nas taxas de novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelos montantes das operações em cada prazo. No consumo consideram-se como taxas de juro de referência para os períodos de fixação das taxas menor que 1 ano, 1 a 5 anos e maior que 5 anos, respetivamente, a euribor a 6 meses, a euribor a 1 ano e a taxa de juro dos *swaps* a 5 anos.



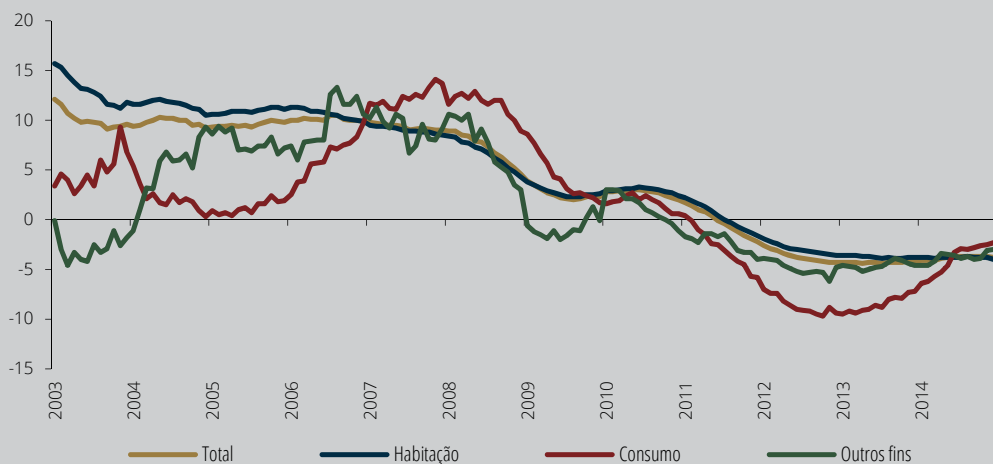
o observado em média desde o início da área do euro. A taxa de variação anual dos empréstimos ao consumo aumentou de -6,4 por cento em dezembro de 2013 para -2,3 por cento em dezembro de 2014 (Gráfico 2.7). Relativamente ao crédito para habitação, pese embora a existência de sinais de alguma melhoria nas perspetivas deste mercado, os novos empréstimos permaneceram reduzidos. Neste contexto, os saldos continuaram a diminuir ao longo de 2014, com uma variação anual de cerca de -3,8 por cento.

### As taxas de juro dos empréstimos às empresas reduziram-se de forma mais significativa nas empresas com menor risco de crédito

No caso das empresas não financeiras, as taxas de juro dos novos empréstimos mantiveram igualmente uma tendência de redução ao longo de 2014, a qual foi acompanhada por uma contração nos diferenciais face às taxas de juro de mercado, para níveis próximos dos existentes



Fonte: Banco de Portugal.



Fonte: Banco de Portugal.

no final de 2010 (Gráfico 2.8). Para esta evolução terá contribuído uma atenuação na fragmentação que tem caracterizado os mercados de financiamento da área do euro desde o início da crise financeira global. Em particular, o anúncio em junho de 2014 pelo BCE de um novo conjunto de medidas de política monetária não convencional terá contribuído para uma melhoria no mecanismo de transmissão da política monetária (Caixa “A transmissão da política monetária na área do euro e as medidas não convencionais de 2014”). Apesar desta evolução favorável, as taxas de juro reais continuam, tal como no caso dos particulares, ainda superiores aos valores médios das últimas décadas (3,7 por cento, em dezembro de 2014, face a 3,4 por cento em média desde o início da área do euro).

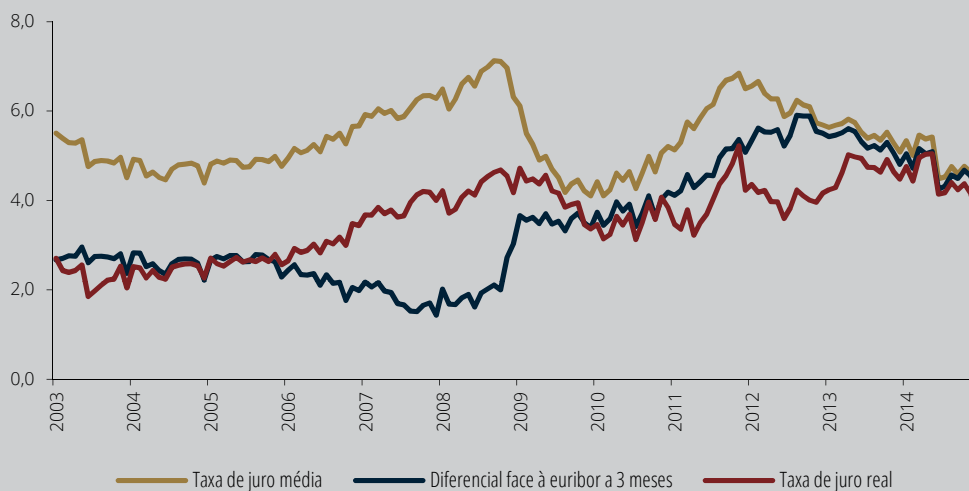
Segundo o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, a ligeira redução de restritividade nos critérios aplicados na concessão de crédito às empresas em 2014 beneficiou de uma melhoria da situação financeira dos bancos e, em particular, da sua posição de liquidez, assim como de uma atenuação dos riscos para a atividade económica geral e para setores ou empresas específicas. Os dados

microeconómicos a nível da empresa para os novos contratos de empréstimos apontam para que, em 2014, os bancos residentes tenham diferenciado mais as condições aplicadas na concessão de empréstimos por risco de crédito. Com efeito, entre o final de 2013 e o final de 2014, a distribuição das taxas de juro aplicadas nos novos empréstimos às empresas com um melhor perfil de risco deslocou-se mais para a esquerda do que a das taxas de juro dos novos empréstimos a empresas mais arriscadas (Gráficos 2.9 e 2.10).

A maior diferenciação por risco de crédito é igualmente visível na taxa de variação dos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes às empresas

A taxa de variação anual dos empréstimos de bancos residentes a empresas continuou a registar valores negativos em 2014 (Gráfico 2.11). Para esta evolução contribuiu, em grande parte, a redução dos saldos de crédito dos setores da construção e atividade imobiliárias, que pesam quase 40 por cento na carteira de empréstimos dos bancos

**Gráfico 2.8 •**  
Taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas  
| Em percentagem / Pontos percentuais



Fontes: Thomson Reuters, Consensus Economics e Banco de Portugal.

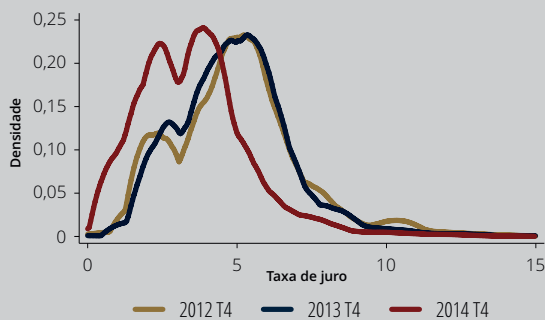
Nota: A taxa de juro média é calculada com base nas taxas de novos empréstimos por prazo de fixação inicial da taxa, ponderadas pelos montantes das operações em cada prazo. A taxa de juro real corresponde à diferença entre a taxa de juro média e as expectativas de inflação em Portugal para um horizonte de 12 meses.

residentes às empresas. Pelo contrário, os empréstimos à indústria transformadora e aos setores do comércio e reparação de veículos registaram uma aceleração para taxas ligeiramente positivas no final do ano. Globalmente, o crédito concedido pelo setor financeiro às empresas exportadoras registou uma taxa de crescimento positiva em 2014, que contrasta com a diminuição registada nas empresas mais orientadas para o mercado interno.

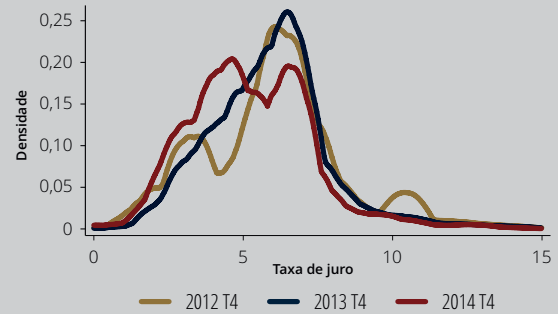
A evolução diferenciada do financiamento de acordo com o risco de empresa é igualmente

visível nos dados referentes às quantidades do crédito. De facto, as taxas de variação dos empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes às empresas com níveis de risco mais reduzido aumentaram ao longo de 2014, atingindo valores positivos na segunda metade do ano, enquanto no caso das empresas com maiores níveis de risco continuaram a registar valores muito negativos (Gráfico 2.12). Esta diferenciação não foi registada no período de vigência do Programa de Assistência Económica e Financeira. A tendência para uma melhor afetação do crédito deverá

**Gráfico 2.9 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas privadas – Risco reduzido**

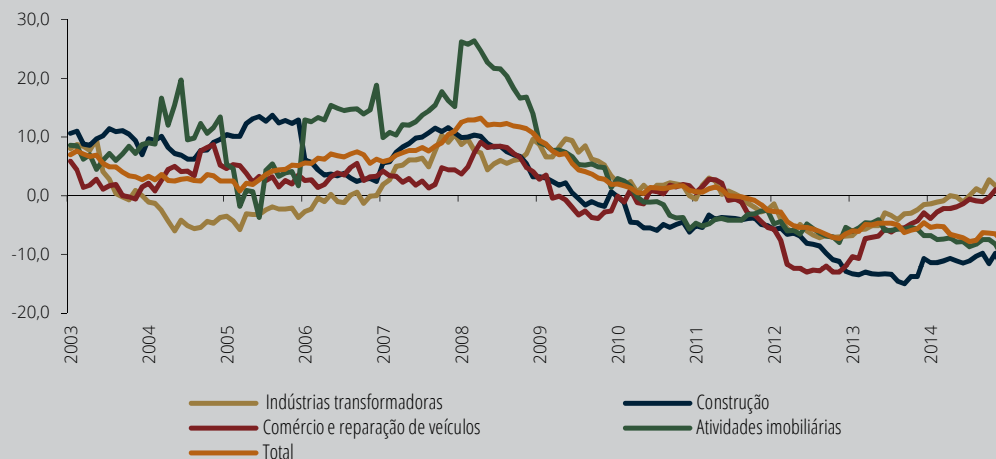


**Gráfico 2.10 • Distribuição das taxas de juro dos novos empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas privadas – Risco elevado**



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Taxas de juro ponderadas pelos montantes de crédito. As empresas de risco de reduzido (elevado) correspondem a empresas que se situam nos dois primeiros (últimos) decis da distribuição de risco. O risco é medido pelo *Z-Score* estimado de acordo com a metodologia de Martinho e Antunes (2012) (Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal de novembro de 2012).



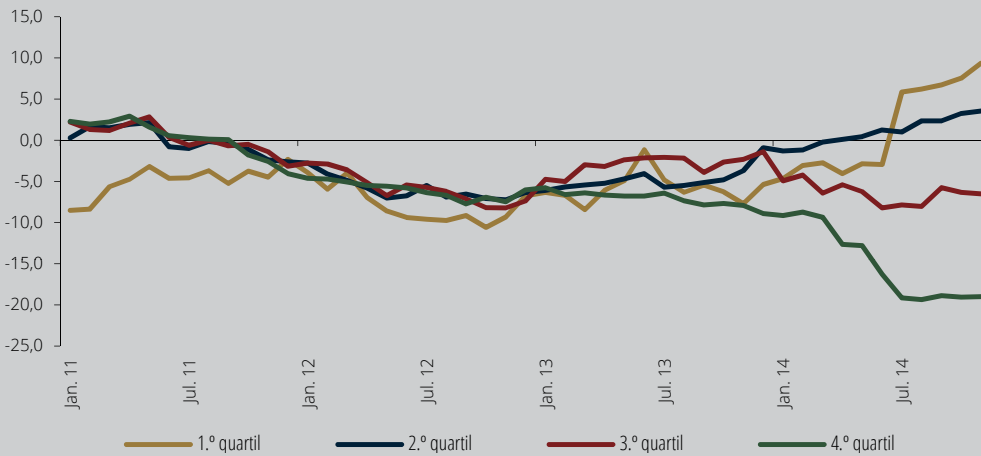
**Gráfico 2.11 • Empréstimos concedidos por bancos residentes a empresas por setor de atividade | Taxa de variação anual, em percentagem**

Fonte: Banco de Portugal.

estar a refletir não apenas fatores da oferta mas também um comportamento da procura. De acordo com o *Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito*, e pelo primeiro ano desde o início da crise, o financiamento do investimento e de fusões / aquisições e reestruturação empresarial contribuíram para o aumento da procura de empréstimos em 2014, embora a reestruturação de dívida e o financiamento de existências e de necessidades de fundo de maneiio tenham continuado a ser os principais fatores a contribuir para o aumento da procura. A evolução do crédito concedido por instituições financeiras às empresas ao longo de 2014

parece refletir a continuação do processo de desalavancagem gradual da economia. Em particular, não existe evidência de que tenham ocorrido perturbações significativas no financiamento das empresas na sequência da resolução do BES. Esta conclusão é igualmente suportada pelo facto do número de empresas com contratos de crédito junto de instituições financeiras residentes ter permanecido relativamente estável ao longo do ano, refletindo um número próximo de empresas que entram e saíram do sistema financeiro ao longo de 2014 (Gráfico 2.13).

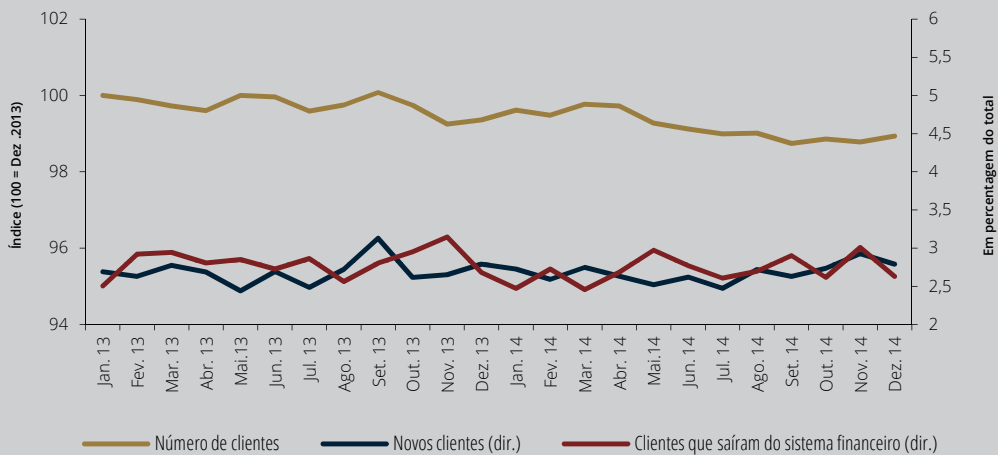
**Gráfico 2.12 •**  
Crédito concedido por instituições financeiras residentes a empresas privadas por quartil de risco de crédito  
| Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O risco de crédito é medido com base no *Z-score* estimado de acordo com a metodologia de Martinho e Antunes (2012) (*Relatório de Estabilidade Financeira* do Banco de Portugal de novembro de 2012).

**Gráfico 2.13 •**  
Número de empresas com pelo menos um empréstimo junto de uma instituição financeira residente



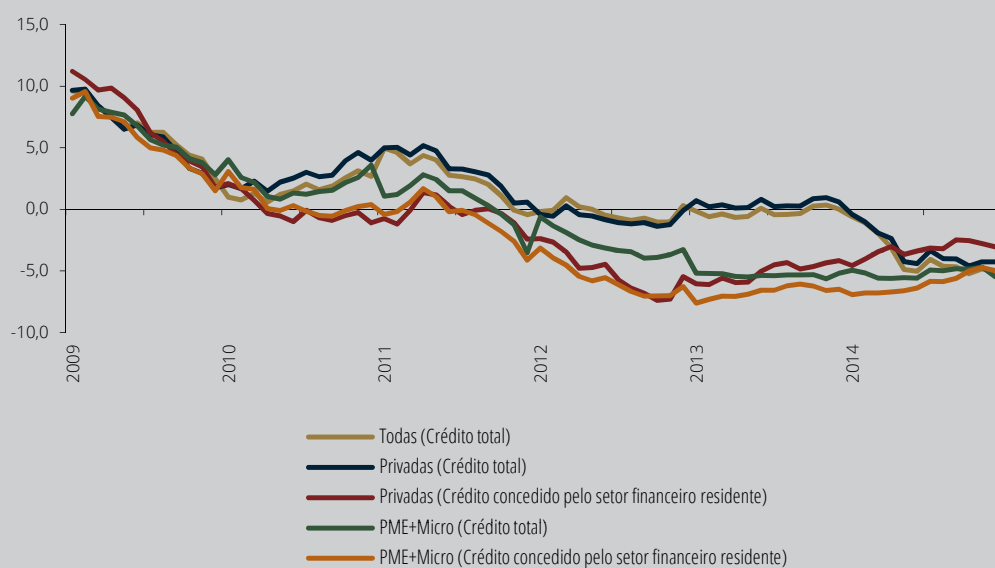
Fonte: Banco de Portugal.

Na análise do crédito às empresas não financeiras é importante levar em consideração não apenas os empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes mas também os empréstimos concedidos por não residentes, emissões de dívida (detidas por residentes e não residentes), créditos comerciais (por residentes e não residentes), empréstimos de particulares e empréstimos do Tesouro, no caso das empresas públicas que não consolidam nas Administrações Públicas. Em termos agregados, este *stock* de crédito registou taxas de variação anuais praticamente nulas no período 2012-13, refletindo o facto de, neste período, o financiamento junto de não residentes ter compensado a redução registada no financiamento interno. Em paralelo, assistiu-se nesse período a um maior dinamismo do crédito interno concedido às grandes empresas, em contraste com o crédito concedido às empresas de menor dimensão. Em 2014, estas diferenças na evolução do crédito esbateram-se, registando o crédito total taxas de variação negativas em torno de 5 por cento a partir de meados do ano (Gráfico 2.14). Para esta evolução contribuiu, em larga medida, o facto de

algumas grandes empresas terem efetuado amortizações de dívida de montante elevado, e em especial de dívida titulada junto de não residentes. Adicionalmente, o crédito concedido pelo setor financeiro residente às micro, pequenas e médias empresas registou taxas de variação anuais sucessivamente menos negativas ao longo do ano.

### Em 2014 o endividamento do setor privado não financeiro continuou a reduzir-se embora permaneça elevado

A redução do crédito concedido aos particulares e às empresas contribuiu para que os níveis de endividamento do setor privado não financeiro tenham mantido uma trajetória descendente em 2014. Nos particulares, os empréstimos situaram-se em 81 por cento do PIB no quarto trimestre de 2014, o que traduz uma redução de cerca de 10 p.p. face ao máximo atingido no final de 2009 (Gráfico 2.15). No caso das empresas, o rácio da dívida financeira no PIB começou a diminuir apenas em 2013, mas tem igualmente registado uma redução significativa, situando-se no quarto



**Gráfico 2.14 •**  
Crédito concedido às empresas  
| Taxa de variação anual, em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

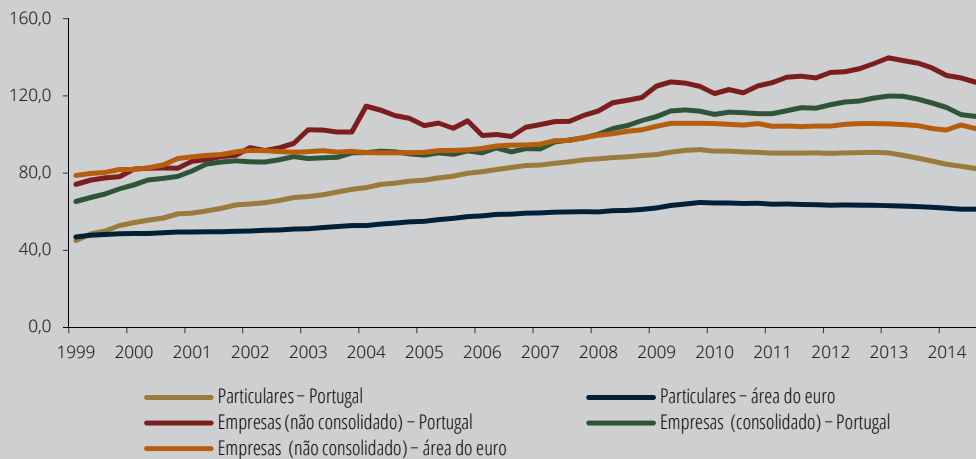
Nota: Dados ajustados de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito.

trimestre de 2014 em 108 por cento em termos consolidados e 126 por cento em termos não consolidados (reduções de cerca de 12 p.p. e 14 p.p. face aos máximos atingidos no início de 2013). Apesar desta evolução favorável, o nível de endividamento destes setores permanece muito elevado, quer quando comparado com os valores registados nas últimas décadas, quer quando comparado com os níveis médios registados nos países da área do euro. Esta situação deverá continuar a condicionar negativamente as decisões de consumo e de investimento dos agentes mais endividados.

Para a redução do endividamento estará a contribuir a cessação de atividade de empresas mas também uma redução da dívida das empresas existentes

Dado o número elevado de insolvências de empresas nos últimos anos, é importante avaliar o impacto da saída das empresas do mercado na redução do endividamento. A evidência microeconómica disponível sugere que a saída de empresas tenha dado no início da

**Gráfico 2.15 •**  
Dívida financeira  
dos particulares  
e das empresas  
| Em percentagem  
do PIB



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Inclui empréstimos no caso dos particulares e empréstimos e títulos no caso das empresas.

**Gráfico 2.16 • Endividamento e rentabilidade**

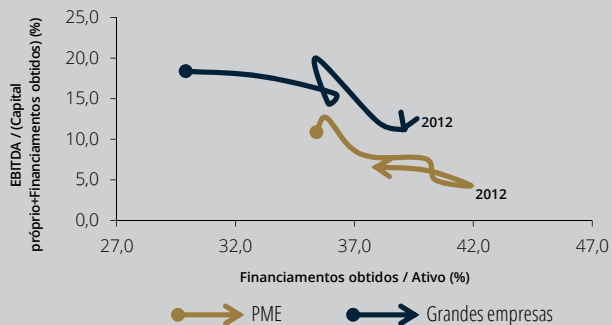
| Por setor de atividade, 2006-2014



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 2.17 • Endividamento e rentabilidade**

| Por dimensão das empresas, 2006-2014



Fonte: Banco de Portugal.

crise um contributo importante para a redução do endividamento e aponta para que esse efeito deva continuar a ser significativo nos próximos anos (Caixa "A cessação de atividade das empresas e o processo de desalavancagem"). No entanto, desde 2013, parece estar a ocorrer em simultâneo uma redução da dívida por parte das empresas que permanecem no mercado, as quais apresentam tipicamente rácios de endividamento mais reduzidos e rendibilidades mais elevadas.

A recomposição a favor de empresas mais sólidas e a ligeira melhoria da situação financeira das empresas existentes estará a determinar uma evolução favorável da situação financeira do setor no seu conjunto. Com efeito, os dados agregados por setor de atividade, os quais estão disponíveis até ao quarto trimestre de 2014, apontam para que, desde o final de

2012, esteja a ocorrer uma redução dos rácios de endividamento e uma melhoria dos rácios de rentabilidade, transversal aos vários setores (Gráfico 2.16). Este comportamento parece estar essencialmente a ser determinado pelas pequenas e médias empresas, continuando as grandes empresas no seu conjunto a registar acréscimos no rácio de endividamento (Gráfico 2.17). Apesar desta evolução ligeiramente favorável, as empresas portuguesas continuam, contudo, a apresentar níveis de capitais próprios reduzidos, baixos níveis de rentabilidade, níveis de endividamento muito elevados e uma elevada dependência do crédito bancário. Esta situação torna-as vulneráveis a choques negativos nas condições de financiamento, e limita a possibilidade de captarem fundos para projetos de investimento.

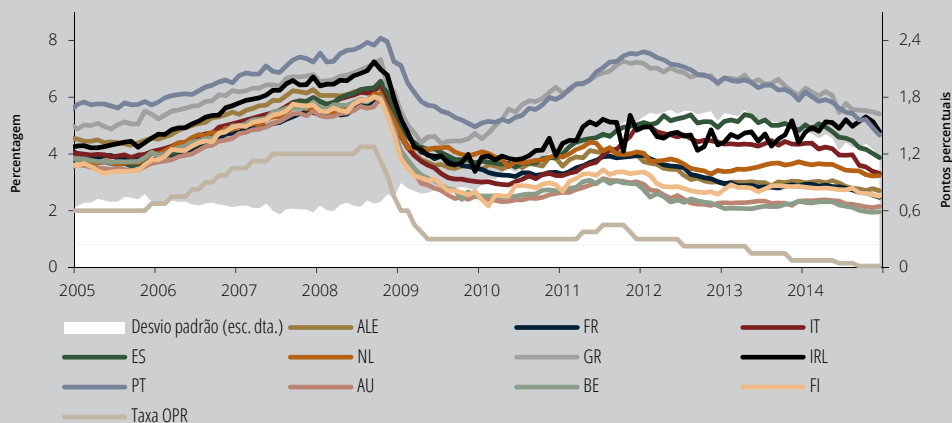
### Caixa 2.1 | A transmissão da política monetária na área do euro e as medidas não convencionais de 2014

A crise de dívida soberana em 2010 na área do euro, no seguimento da crise financeira global, teve como consequência um mau funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária única e a fragmentação dos mercados financeiros (Gráfico 1)<sup>4</sup>. Por exemplo, a diferença entre as taxas de juro a empresas praticadas em Portugal e na Alemanha alargou-se de 1,6 p.p. em meados de 2008 para 3,3 p.p. em meados de 2013, ao mesmo tempo que o diferencial entre estas taxas de juro e as taxas de juro das Operações Principais de Refinanciamento (OPR) aumentava significativamente em vários países.

Para além das medidas de política monetária mais convencional, em junho e setembro de 2014 o BCE anunciou novas medidas de política monetária não convencional, que incluíram o financiamento de longo prazo orientado para crédito às empresas e crédito não residencial a famílias, e a compra de instrumentos de dívida titularizados (*ABS*) e *Covered Bonds* (*CB*). Esta caixa pretende analisar o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária neste contexto, em especial por via da redução dos custos de financiamento quer dos credores quer das empresas.

Para uma análise da transmissão da política monetária convencional às taxas de juro a empresas é necessário considerar o efeito transversal a todos os países da área do euro das decisões do BCE. O gráfico 2 representa os efeitos fixos temporais de uma regressão de um painel de 11 países da área do euro em que a variável dependente é a taxa de juro média de cada país nos empréstimos de montante inferior a 1 milhão de euros a empresas não financeiras<sup>5</sup>. Para além dos efeitos fixos temporais, a regressão também inclui medidas de risco e de custos de financiamento dos bancos, bem como indicadores da evolução macroeconómica de cada país. Em particular, as variáveis explicativas, ao nível do país, são o prémio médio dos *Credit Default Swaps* (*CDS*) de alguns bancos nacionais, as expectativas do logaritmo do nível da dívida soberana em

**Gráfico 1 • Taxa de juro média nos empréstimos inferiores a 1 milhão de euros às empresas não financeiras**



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.



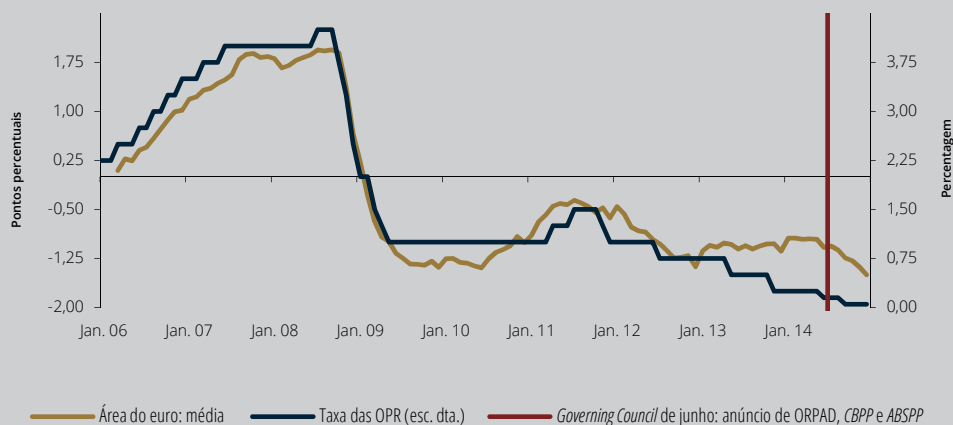
percentagem do PIB, a taxa de crescimento esperado do PIB no ano seguinte, o logaritmo do montante da liquidez utilizada pelos bancos no contexto das ORPA e, por último, uma medida de competitividade do país<sup>6</sup>. Para eliminar diferenças sistemáticas entre países, consideraram-se também efeitos fixos por país.

Os efeitos fixos temporais representados no gráfico 2 são uma medida da evolução do nível médio das taxas de juro consideradas para toda a área do euro, normalizada a zero em janeiro de 2006 e expurgada dos efeitos de variáveis que razoavelmente poderão afetar estas taxas de juro, ou seja, estes efeitos podem ser interpretados como a evolução das taxas de juro que não pode ser explicada pelo modelo considerado.

Observa-se que, sensivelmente até final de 2012, as taxas de juro praticadas junto de empresas na área do euro acompanharam a evolução da taxa de juro das OPR. A partir dessa data, e até meados de 2014, essa relação deixou de se verificar. De facto, neste período, a redução das taxas de juro das OPR pelo BCE não se refletiu numa diminuição do efeito fixo relativo às taxas de financiamento das empresas. Este comportamento sugere um mau funcionamento da transmissão da política monetária convencional a este mercado na área do euro. Esta disfunção centrou-se em algumas jurisdições da área do euro, incluindo Portugal. A partir de meados de 2014 – na mesma altura do anúncio das medidas adicionais de política monetária acima referidas – verificou-se uma redução do efeito fixo médio das taxas de juro às empresas para toda a área do euro. Esta diminuição foi de uma magnitude superior às reduções cumulativas das taxas das OPR ocorridas durante esse período. Este resultado indica uma clara melhoria no mecanismo de transmissão da política monetária.

No que diz respeito à fragmentação na área do euro, durante 2012 ocorreu um máximo da dispersão das taxas de juro às empresas, medida pelo desvio-padrão entre países (Gráfico 1). Esta

**Gráfico 2 • Resultados da regressão em painel para a taxa de juro média nos empréstimos inferiores a 1 milhão de euros às empresas não financeiras**

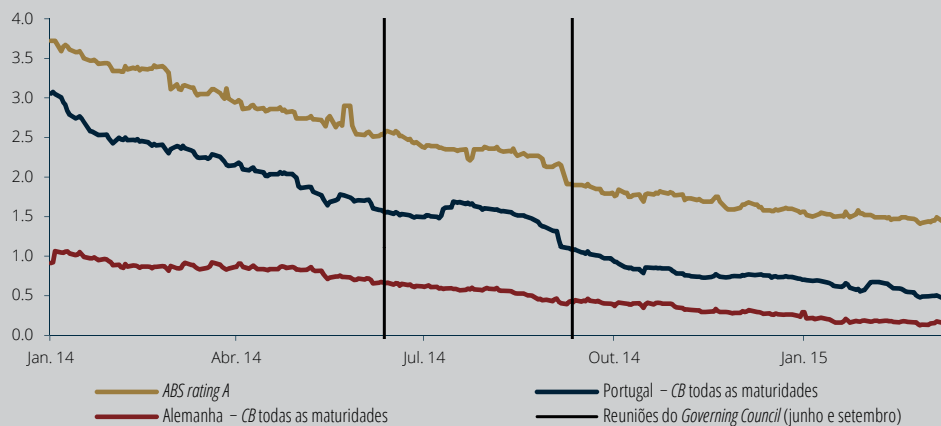


Fontes: BCE, Thomson Reuters, Consensus Forecasts, World Economic Forum e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: ORPAD (operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas), CBPP (Programa de compras de covered bonds) e ABSPP (programa de compras de instrumentos de dívida titularizados).

medida de fragmentação começou a diminuir a partir de 2013. Nos preços de mercados diretamente afetados pelos programas de compras anunciados em setembro de 2014 (Gráfico 3) observa-se, a par de um movimento generalizado de descida das rendibilidades de *ABS* e *CB* durante 2014, uma queda sensível nas rendibilidades destes ativos em setembro, mais forte em países afetados por crises de dívida soberana e, em particular, no caso português. Por exemplo, o diferencial entre as rendibilidades de *CB* emitidos por bancos portugueses e alemães era, no início de 2014, de cerca de 200 p.b., mas no final do ano cifrava-se em menos de 50 p.b. Esta evolução diferenciada refletiu a redução na fragmentação dos mercados financeiros na área do euro, que continuou a observar-se no início de 2015.

**Gráfico 3 • Covered bonds e instrumentos de dívida titularizados | Em percentagem**



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

Notas: *CB* (Covered bonds) e *ABS* (instrumentos de dívida titularizados).

## Caixa 2.2 | A cessação de atividade das empresas e o processo de desalavancagem

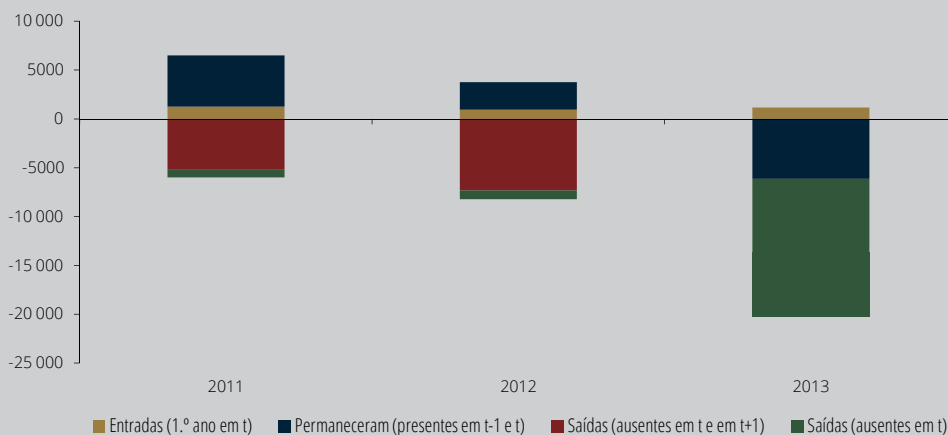
Nos últimos anos um elevado número de empresas em Portugal tem vindo a encerrar a sua atividade. A saída do mercado de empresas endividadas contribui naturalmente para uma redução da dívida agregada do setor das sociedades não financeiras. Esta caixa utiliza dados microeconómicos para analisar este efeito.

Nesta caixa serão utilizados os dados da Informação Empresarial Simplificada (IES) para o período 2010-13<sup>7</sup>. A IES permite identificar a dinâmica de cada empresa no mercado, ou seja, a sua entrada e saída, assim como, medir a dívida, de acordo com o reportado no seu balanço<sup>8</sup>. A medida de dívida utilizada corresponde aos financiamentos obtidos, os quais incluem o total de empréstimo e títulos constantes do passivo de cada empresa.

O gráfico 1 decompõe, para o período 2011-13, a variação anual da dívida do conjunto das empresas privadas não financeiras portuguesas, nas variações que se devem a empresas que entraram, que saíram e que permaneceram no mercado face ao ano anterior. De acordo com estes dados, a dívida total aumentou cerca de 0,5 por cento em 2011 e reduziu-se cerca de 2 por cento em 2012 e cerca de 9 por cento em 2013. As empresas que entraram no mercado deram um contributo positivo para a variação da dívida numa magnitude diminuta. Por seu turno, o contributo negativo para a variação da dívida decorrente da saída das empresas do mercado é significativo e crescente ao longo dos três anos analisados. Finalmente, para o conjunto de empresas que permaneceu no mercado, a dívida aumentou significativamente em 2011, num montante mais reduzido em 2012, e diminuiu em 2013.

Como seria de esperar, por setor de atividade e por dimensão de empresa, o contributo para a redução da dívida decorrente da saída das empresas é particularmente significativo no caso

**Gráfico 1 • Contributos para a variação da dívida das empresas privadas**  
– Por dinâmica das empresas | Milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O montante da dívida das empresas que saíram em 2013 (barra verde) é comparável à soma das barras verde e vermelha em cada um dos anos anteriores.

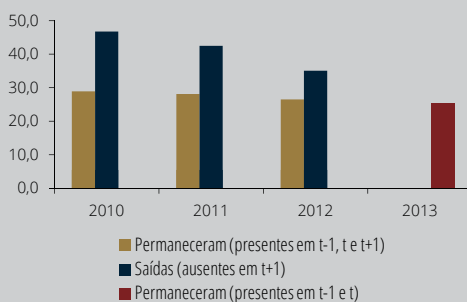
dos setores da construção e de atividades imobiliárias e, em geral, no caso das micro empresas. No comércio, para além de um impacto importante da saída de empresas, observa-se ainda uma redução significativa da dívida por parte das empresas presentes no mercado, tanto em 2012 como em 2013. Nos principais setores, assim como nos casos das PME e das micro empresas, a dívida agregada das empresas que permaneceram no mercado reduziu-se em 2013. As grandes empresas presentes no mercado registaram, pelo contrário, um acréscimo significativo de dívida nesse ano.

As empresas que saem do mercado apresentam rácios de endividamento mais elevados e níveis de rentabilidade mais reduzidos, em comparação com as empresas que permanecem em atividade (Gráficos 2 e 3). Este efeito de seleção contribui para uma recomposição do setor das sociedades não financeiras a favor de empresas com uma melhor situação financeira.

A saída de empresas do mercado não implica que os seus montantes de crédito desapareçam dos saldos de crédito registados nos balanços das instituições financeiras, os quais constituem a principal base de informação para a análise do crescimento de crédito concedido pelo sistema financeiro. Com efeito, mesmo após o encerramento de uma empresa, a existência de ativos e de garantias pessoais permite que uma parte da dívida possa ainda ser amortizada.

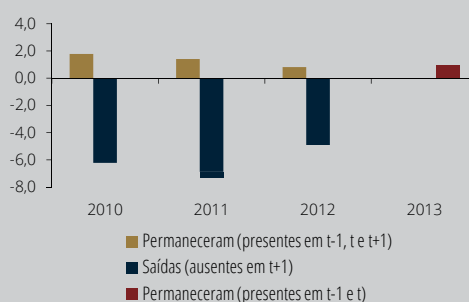
Os gráficos 4 e 5 apresentam a evolução da situação do crédito na Central de Responsabilidades de Crédito do Banco de Portugal (CRC) para as empresas que não constam da base de dados da IES desde 2011 e desde 2012, respetivamente (ou seja, durante três e dois anos consecutivos, respetivamente). Nos anos anteriores à saída das empresas do mercado existe uma substituição do crédito classificado em situação regular por crédito vencido e, em menor grau, por crédito abatido ao ativo dos bancos. Esta situação mantém-se nos anos seguintes, passando o montante de crédito registado como vencido a ser superior ao montante do crédito em situação regular 1 a 2 anos após a saída das empresas do mercado. Paralelamente parecem continuar a existir algumas amortizações de crédito, em especial no período imediatamente posterior à saída das empresas do mercado, o que deverá refletir a execução de garantias ou o pagamento de dívida por parte dos sócios da empresa. No final de 2014, ou seja 3 a 4 anos após a cessação da atividade destas empresas, a maioria do crédito continua registado como vencido (cerca de 60 por cento), apresentando porém uma tendência de redução e sendo substituído por crédito abatido.

**Gráfico 2 • Endividamento das empresas privadas: Dívida / Ativo | Mediana, em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

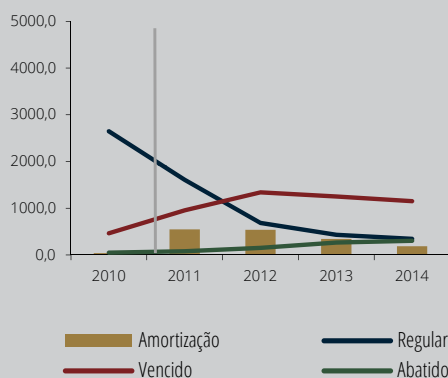
**Gráfico 3 • Rentabilidade das empresas privadas: Ebit / Ativo | Mediana, em percentagem**



Fonte: Banco de Portugal.

Esta situação sugere que, após o encerramento da atividade das empresas, o abatimento dos créditos dos balanços das instituições financeiras se processa de uma forma gradual. Assim, embora o número de insolvências de empresas apresente uma tendência de diminuição desde 2013, é de esperar que o processo de desalavancagem do setor das sociedades não financeiras continue nos próximos anos a refletir, em parte, o abatimento progressivo de parte dos créditos das empresas que têm saído do mercado nos últimos anos.

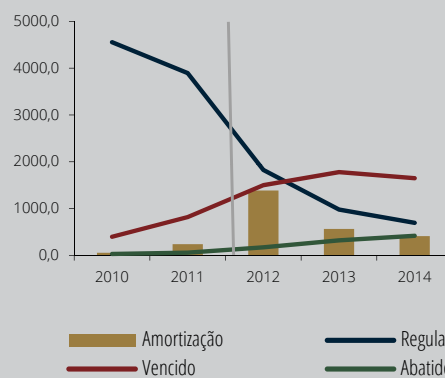
**Gráfico 4 • Situação do crédito concedido por instituições financeiras residentes a empresas privadas cujo último reporte à IES foi em 2010**  
| Milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O montante da amortização é uma estimativa, corresponde à diferença entre o crédito reportado na CRC em t e em t-1.

**Gráfico 5 • Situação do crédito concedido por instituições financeiras residentes a empresas privadas cujo último reporte à IES foi em 2011**  
| Milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: O montante da amortização é uma estimativa, corresponde à diferença entre o crédito reportado na CRC em t e em t-1.

### 3. Política e situação orçamental

No período de vigência do Programa de Assistência Económica e Financeira, a consolidação orçamental foi significativa, visando corrigir a situação de défice excessivo em 2015, garantir a convergência do saldo estrutural para o objetivo de médio prazo e criar as condições para a inversão da trajetória crescente do rácio da dívida.

#### ... O processo de consolidação orçamental continuou em 2014

Em 2014, o défice das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional situou-se em 4,5 por cento do PIB (4,8 por cento em 2013) – (Quadro 3.1)<sup>9</sup>. Este resultado reflete uma execução mais favorável do que a prevista aquando da elaboração do Orçamento do Estado para 2015 (4,8 por cento do PIB), ficando, no entanto, aquém da estimativa de 4,0 por cento do PIB incluída no Orçamento do Estado para 2014 (OE2014). Destaque-se que algumas das principais medidas de contenção da despesa incluídas no OE2014 foram revertidas na sequência de decisões do

Tribunal Constitucional<sup>10</sup>, tendo sido parte deste impacto compensado por uma evolução mais favorável da receita fiscal resultante da recuperação da atividade económica. Neste contexto, o saldo primário registou um excedente de 0,5 por cento do PIB, após o excedente de 0,1 por cento em 2013.

A execução orçamental de 2014 foi afetada por medidas temporárias cujo impacto importa excluir para uma melhor avaliação da evolução das finanças públicas. O défice excluindo medidas temporárias e fatores especiais situou-se em 3,6 por cento do PIB em 2014, o que representa uma redução de 1,5 p.p. face a 2013. Com efeito, seguindo o quadro analítico utilizado no âmbito do Eurosistema, o total destas medidas ascendeu a 0,9 por cento do PIB e esteve associado no essencial à reclassificação da dívida de duas empresas públicas de transporte, situadas fora do perímetro das administrações públicas, na sequência da alteração do seu modelo de financiamento, que passou a ser assegurado pelo Estado (Carris e STCP)<sup>11</sup>.

**Quadro 3.1 • Principais indicadores orçamentais | Em percentagem do PIB**

	2010	2011	2012	2013	2014	2014-2013
Saldo total (1)	-11,2	-7,4	-5,6	-4,8	-4,5	0,4
Medidas temporárias e fatores especiais <sup>(a)</sup> (2)	-2,8	-0,2	0,0	0,3	-0,9	-1,2
Saldo total excluindo medidas temporárias e fatores especiais (3 = 1 - 2)	-8,4	-7,2	-5,6	-5,1	-3,6	1,5
Componente cíclica (4)	1,6	0,8	-1,5	-2,2	-1,4	0,8
Saldo estrutural <sup>(b)</sup> (5 = 3 - 4)	-10,0	-8,0	-4,1	-2,9	-2,2	0,7
Despesa em juros (6)	2,9	4,3	4,9	4,9	5,0	0,0
Saldo primário estrutural (7 = 5 + 6)	-7,1	-3,7	0,8	2,0	2,8	0,8
Receita estrutural (em percentagem do PIB tendencial) <sup>(b)</sup>	39,9	41,9	43,0	44,9	44,7	-0,2
Despesa primária estrutural (em percentagem do PIB tendencial) <sup>(b)</sup>	47,1	45,7	42,2	43,0	42,0	-1,0
Dívida pública	96,2	111,1	125,8	129,7	130,2	0,5
Varição da dívida pública (em p.p.)	12,6	14,9	14,7	3,9	0,5	-
(-) Saldo primário	8,2	3,0	0,7	-0,1	-0,5	-
Diferencial entre efeitos dos juros e do crescimento do PIB	0,8	6,4	10,0	4,2	2,2	-
Ajustamentos défice-dívida	3,5	5,5	3,9	-0,2	-1,2	-

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) São considerados fatores especiais transações que afetam pontualmente o défice das administrações públicas, mas que, de acordo com a definição do Eurosistema, não podem ser tratadas como medidas temporárias. (b) Os valores estruturais são ajustados do ciclo e dos efeitos de medidas temporárias e de fatores especiais. As componentes cíclicas e as medidas temporárias são apuradas pelo Banco de Portugal, de acordo com as metodologias utilizadas no Eurosistema.

Ao contrário dos anos anteriores, a evolução da atividade económica contribuiu positivamente para os desenvolvimentos orçamentais, melhorando o défice em cerca de 0,8 p.p. do PIB<sup>12</sup>. Adicionalmente, uma vez que a despesa em juros se manteve sensivelmente inalterada em rácio do PIB, a variação do saldo primário estrutural – indicador habitualmente utilizado para avaliar a orientação da política orçamental – cifrou-se em 0,8 p.p. do PIB, refletindo a manutenção de uma política orçamental restritiva. Note-se que, em termos acumulados, a variação deste indicador ascendeu a 9,9 p.p. do PIB no período 2011-2014.

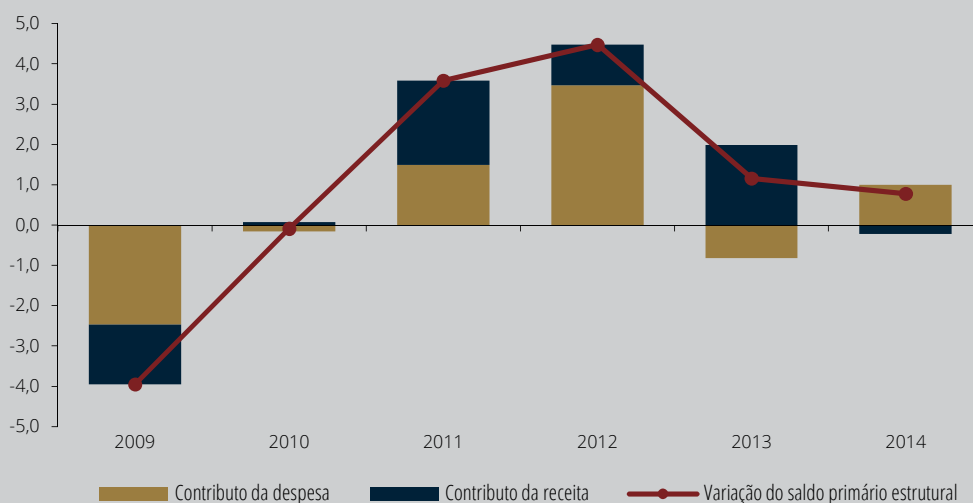
### A melhoria da posição estrutural em 2014 refletiu a diminuição da despesa primária estrutural

Relativamente à composição do ajustamento, o gráfico 3.1 evidencia que a consolidação observada em 2014 resultou exclusivamente da evolução da despesa primária estrutural, que registou uma redução de 1,0 p.p. em rácio do PIB tendencial, tendo a receita estrutural diminuído

em 0,2 p.p. do PIB tendencial. Em termos acumulados, no período 2011-2014, a despesa primária estrutural deu um contributo para a consolidação orçamental de 5,1 p.p. do PIB tendencial, que excedeu ligeiramente em cerca de 0,3 p.p. o contributo da receita estrutural (4,9 p.p.).

### A despesa primária estrutural diminuiu em resultado da evolução das despesas com pessoal, prestações sociais e de capital

A diminuição da despesa corrente primária estrutural em 2014 decorreu essencialmente das reduções observadas nas despesas com pessoal e nas prestações sociais em dinheiro (Gráfico 3.2). Com efeito, as despesas com pessoal caíram 2,7 por cento, em resultado da redução do número de trabalhadores das administrações públicas (-3,4 por cento, em termos médios trimestrais). Este efeito foi atenuado pelo pagamento de indemnizações no âmbito do programa de rescisões por mútuo acordo. De salientar que a redução dos



**Gráfico 3.1 •**  
Composição da consolidação estrutural  
| Em pontos percentuais do PIB tendencial

Fontes: INE e Banco de Portugal.

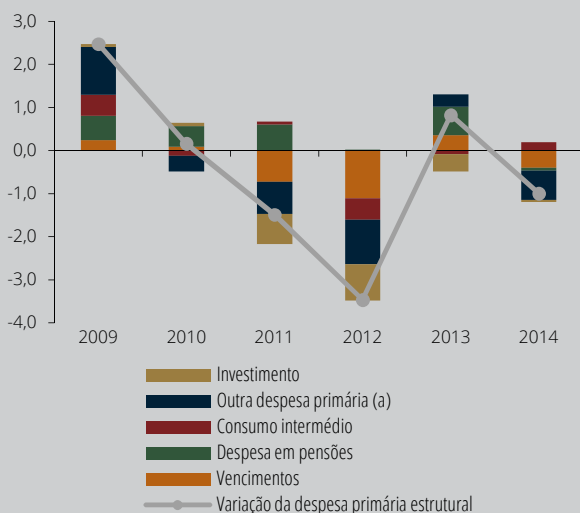
Nota: O contributo da despesa corresponde ao simétrico da variação da despesa primária estrutural em rácio do PIB tendencial e o contributo da receita corresponde à variação da receita total estrutural em rácio do PIB tendencial.

vencimentos no setor público ficou aquém do previsto no OE2014, na sequência da decisão do Tribunal Constitucional relativa ao corte salarial de 2014<sup>13</sup>. De facto, o reforço da redução remuneratória aplicada em 2011 esteve em vigor entre janeiro e maio de 2014, a que se seguiu o pagamento de salários sem redução até 13 de setembro, data em que foi reintroduzido o corte em vigor desde 2011<sup>14</sup>. Por seu turno, as prestações sociais em dinheiro tiveram uma redução de -0,3 por cento, em termos estruturais, devida predominantemente à evolução da despesa com subsídios de desemprego. Com efeito, esta registou uma diminuição acentuada (-18,3 por cento), determinada pela redução do número de desempregados subsidiados (-14,8 por cento, em termos médios mensais), consideravelmente mais significativa do que a evidenciada em termos estruturais (-6,3 por cento), dada a evolução cíclica da economia. A despesa em pensões, tanto no subsistema da Segurança Social como da Caixa Geral de Aposentações (CGA), apresentou uma desaceleração bastante significativa. Este resultado reflete o menor crescimento

do número de pensionistas do regime geral, explicado em parte pelo aumento da idade da reforma, e a reformulação da Contribuição Extraordinária de Solidariedade (CES), ambas incluídas no OE2014. De referir que o efeito da CES é mais considerável nas pensões do subsistema da CGA, que são, em média, superiores às do regime geral. Adicionalmente, a despesa com as restantes prestações sociais em dinheiro manteve a trajetória de queda verificada nos anos anteriores. Em contrapartida, o consumo intermédio cresceu 4,9 por cento, sendo esta evolução transversal a todos os subsectores das administrações públicas. De destacar os serviços e fundos autónomos, que registaram um aumento de 6,3 por cento no consumo intermédio, explicado em grande medida pela subida da despesa com concessões no âmbito de parcerias público-privadas relativas ao setor rodoviário.

As transferências de capital em 2014 estão afetadas por um conjunto de medidas de natureza temporária relacionadas com a reclassificação da dívida das empresas de transporte (Carris e STCP), a assunção da dívida garantida do Fundo

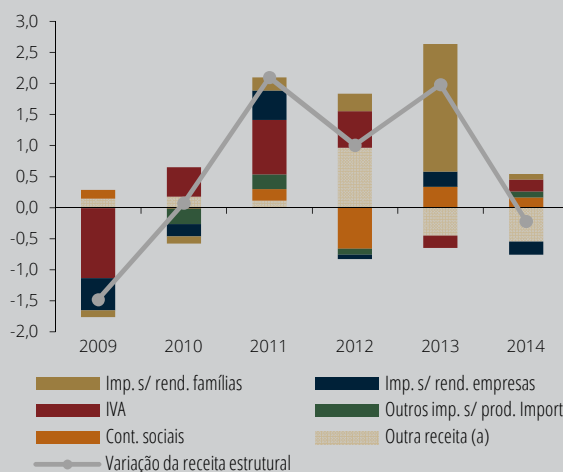
**Gráfico 3.2 • Contributos para a variação estrutural da despesa primária (a) | Em pontos percentuais do PIB tendencial**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) A outra despesa primária inclui as prestações sociais excluindo as pensões, as contribuições sociais das administrações públicas, os subsídios e as outras despesas correntes e de capital.

**Gráfico 3.3 • Contributos para a variação estrutural da receita (a) | Em pontos percentuais do PIB tendencial**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) A outra receita inclui a outra receita corrente e a receita de capital.



de Contragarantia Mútuo e o reconhecimento de perdas associadas a crédito malparado do BPN Crédito. Excluindo medidas temporárias e fatores especiais<sup>15</sup>, a despesa de capital registou uma redução de 8,9 por cento (-0,3 p.p. do PIB tendencial), que contrasta com um aumento de 7,6 por cento em termos efetivos. No que respeita ao investimento, atenuou-se a trajetória de queda iniciada em 2011, registando-se uma redução nominal de 1,3 por cento.

### A evolução da receita estrutural teve subjacente uma evolução muito diferenciada da receita fiscal e não fiscal

A receita estrutural apresentou em 2014 uma diminuição correspondente a -0,2 p.p. do PIB tendencial, apesar da variação positiva da carga fiscal estrutural (Gráfico 3.3 – para maior detalhe ver Caixa 3.1 Análise da evolução estrutural da receita fiscal em 2014). Com efeito, quer a outra receita corrente, quer a receita de capital apresentaram quedas significativas.

A carga fiscal estrutural apresentou uma variação de 2,2 por cento, correspondente a 0,3 p.p. do PIB tendencial. Em termos efetivos, a variação foi de 1,9 por cento, refletindo o comportamento pro-cíclico das bases macroeconómicas consideradas na metodologia de ajustamento cíclico e, em sentido contrário e com magnitude ligeiramente superior, o efeito base relacionado com o programa de perdão fiscal de carácter temporário que teve lugar no final de 2013. A evolução da carga fiscal estrutural em 2014 decorreu principalmente do crescimento dos impostos sobre a produção e importação (0,3 p.p. do PIB tendencial), nomeadamente do aumento observado na receita do IVA, e da receita das contribuições sociais (0,2 p.p. do PIB tendencial). Por seu turno, os impostos sobre o rendimento e património deram um contributo negativo (-0,1 p.p. do PIB tendencial), por via da coleta dos impostos sobre as empresas.

Adicionalmente, a diminuição de dividendos, juros e transferências do Fundo Social Europeu recebidas pelas administrações públicas, explicam, em grande medida, o decréscimo observado na outra receita corrente (-0,4 p.p. do PIB tendencial).

Por último, a receita de capital apresentou uma quebra significativa (-19,2 por cento), que se traduziu numa diminuição do peso desta rubrica no PIB tendencial (-0,2 p.p.). Este resultado adveio, essencialmente, da redução das transferências de capital da União Europeia que têm como destinatários finais entidades das administrações públicas.

### Num contexto de excedente primário pelo segundo ano consecutivo, o aumento do rácio da dívida pública foi explicado pelos encargos com juros

No final de 2014, o rácio da dívida pública bruta atingiu 130,2 por cento do PIB (117,9 por cento do PIB, excluindo depósitos das administrações públicas), o que representa um aumento de 0,5 p.p. do PIB face a 2013. Para este aumento contribuiu a despesa com juros, que ascendeu a 5,0 por cento do PIB. Em sentido contrário, o contributo mais importante resultou da evolução positiva da atividade económica (-2,7 p.p. do PIB), que foi ainda reforçado pelos ajustamentos défice-dívida (-1,2 p.p. do PIB) e pelo efeito do saldo primário (-0,5 p.p. do PIB).

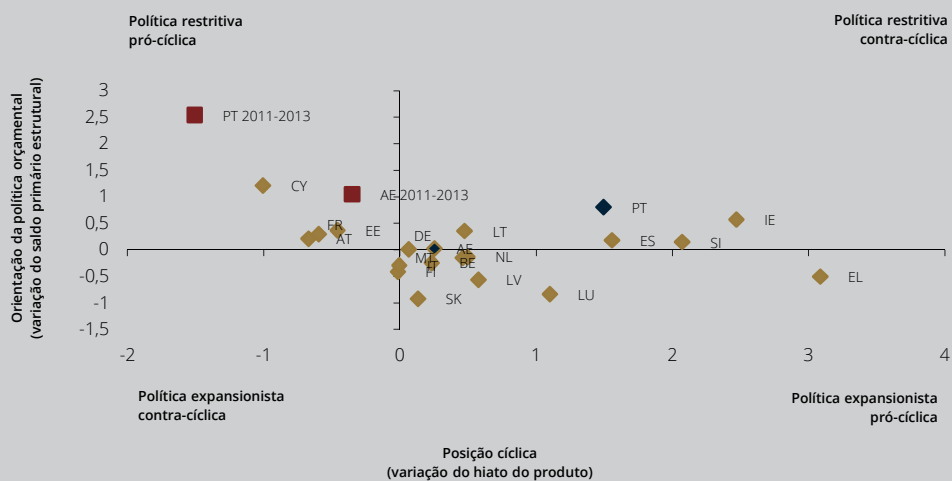
Os ajustamentos défice-dívida negativos mais significativos refletiram a desacumulação de ativos financeiros relacionados com a amortização de instrumentos de capital contingentes (*CoCo's*), utilizados na capitalização do setor bancário (-1,9 p.p. do PIB), bem como os montantes recebidos no âmbito dos processos de privatização das empresas Fidelidade, CTT Correios de Portugal e REN (-1,0 p.p. do PIB). No mesmo sentido, o aumento de títulos

de dívida pública na carteira do Fundo de Estabilização da Segurança Social contribuiu para uma variação negativa da dívida consolidada das administrações públicas (-1,1 p.p. do PIB). Com um efeito oposto destaca-se, em particular, o aumento de ações e outras participações associado à capitalização do Novo Banco pelo Fundo de Resolução, entidade classificada no setor institucional das administrações públicas (2,8 p.p. do PIB)<sup>16</sup>. De notar que em 2014 ocorreu uma quase estabilização dos depósitos detidos pelas administrações públicas, uma vez que o montante utilizado no reforço de capital do Novo Banco foi compensado pela quantia recebida em 2014 no âmbito do mecanismo de apoio público à solvabilidade de bancos viáveis (*Bank Solvency Support Facility*)<sup>17</sup>. Por fim, relativamente aos efeitos de valorização da dívida, importa referir o impacto do aumento do valor da dívida emitida em moeda estrangeira, por via de flutuações cambiais (mais relevante na componente de empréstimos do Fundo Monetário Internacional), parcialmente coberto por instrumentos financeiros. Em sentido

contrário refira-se o efeito da emissão de títulos da dívida acima do par e da diferença entre os juros pagos e os juros corridos.

Ao longo de 2014, o Estado português teve uma presença regular nos mercados de dívida soberana, tendo-se realizado emissões com diferentes prazos. Em particular, realizaram-se colocações de Obrigações do Tesouro a 5, 10 e 15 anos. Na maturidade de 10 anos, a taxa média dos leilões, emissões sindicadas e vendas no âmbito de trocas situou-se em 4,5 por cento, o que compara com uma taxa de 5,7 por cento registada na emissão sindicada de maio de 2013. Por seu turno, as emissões de Bilhetes do Tesouro registaram uma taxa média de 0,5 por cento para o prazo de um ano, 1,0 p.p. abaixo do valor de 2013. Apesar destes desenvolvimentos, a taxa de juro implícita da dívida pública<sup>18</sup> estabilizou em 3,9 por cento, pois a diminuição das taxas de juro das novas colocações, mais relevante nos prazos mais curtos, foi compensada pelo aumento da taxa de juro média associada ao programa de assistência, em particular na parte respeitante aos empréstimos do FMI.

**Gráfico 3.4 •**  
Política  
orçamental e  
posição cíclica  
na área do euro  
em 2014



Fontes: Comissão Europeia, *Winter Forecast* de 2014.

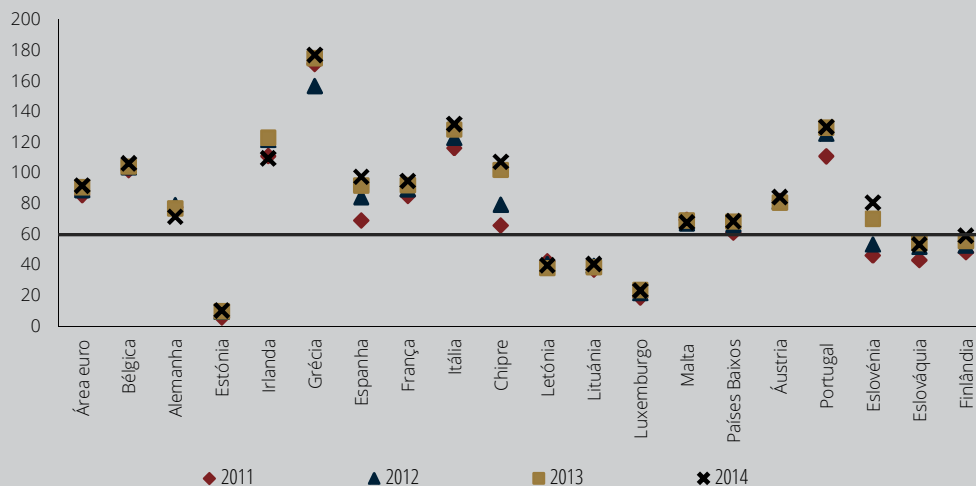
Nota: (a) A posição cíclica da economia é avaliada pela variação do hiato do produto, que corresponde aproximadamente à diferença entre as taxas de crescimento do PIB e do PIB potencial.

### A desaceleração do esforço de consolidação orçamental foi generalizada na área do euro.

De acordo com as Previsões do Inverno da Comissão Europeia, o saldo primário estrutural na área do euro estabilizou em 2014, após um período de significativa melhoria entre 2011 e 2013 (Gráfico 3.4). Esta evolução ocorreu num contexto marcado por um crescimento da atividade acima da variação do seu potencial, apesar do hiato do produto se manter negativo. Ainda assim, em 2014, 9 dos Estados-Membros da área do euro apresentavam défices efetivos superiores ao limite de 3 por cento do PIB<sup>19</sup>. A orientação da política orçamental diferiu consideravelmente nos diferentes países, com a variação do saldo primário estrutural em percentagem do produto potencial a situar-se entre um mínimo de -0,9 p.p. na Eslováquia, e um máximo de 1,2 p.p. em Chipre.

Portugal destaca-se por ter apresentado em 2014, de acordo com as estimativas da Comissão, o segundo maior esforço de consolidação<sup>20</sup>. De recordar que este tinha sido substancialmente superior ao da área do euro no seu conjunto no período 2011-2013.

Na generalidade dos países da área euro, o endividamento público manteve-se em níveis muito elevados. Apenas 6 dos 19 Estados-Membros participantes apresentaram rácios da dívida pública bruta inferiores ao valor de referência de 60 por cento do PIB (Gráfico 3.5). Adicionalmente, em 2014, este rácio manteve uma tendência de crescimento na área do euro, tendo aumentado 6,1 p.p. do PIB entre o final de 2011 e de 2014. Os únicos países que registaram reduções significativas do rácio da dívida (superiores a 1 p.p.), entre o final de 2013 e 2014, foram a Alemanha, a Malta, a Eslováquia e em especial a Irlanda, que apresentou uma redução de 13,5 p.p. do PIB (por via de uma desaccumulação de ativos financeiros muito expressiva).



**Gráfico 3.5 •**  
Dívida pública na área do euro  
| Em percentagem do PIB

Fonte: Comissão Europeia.

### Caixa 3.1 | Análise da evolução estrutural da receita fiscal em 2014

O objetivo da presente caixa é analisar de forma mais detalhada a evolução dos principais impostos e das contribuições sociais em termos estruturais, ou seja, corrigindo os efeitos transitórios associados ao ciclo económico e à implementação de medidas de carácter temporário. De destacar que o referencial teórico utilizado para a análise da evolução estrutural é o da abordagem desagregada, desenvolvida no âmbito do Sistema Europeu de Bancos Centrais<sup>21</sup>.

Em termos efetivos, a receita fiscal cresceu 1,9 por cento em 2014. Contudo, importa considerar o efeito base associado ao perdão fiscal de 2013, que foi especialmente expressivo no que respeita ao IRC, atingindo quase 10 por cento da receita deste imposto. Em sentido inverso, a melhoria da atividade económica contribuiu decisivamente para o aumento da receita fiscal, tendo as bases macroeconómicas dos principais impostos e contribuições apresentado uma recuperação considerável, com destaque para o consumo privado, em particular na sua componente de bens duradouros.

A variação estrutural da carga fiscal em 2014 situou-se em 2,2 por cento, o que corresponde a um contributo para a consolidação orçamental de 0,3 p.p. do PIB tendencial, significativamente abaixo do verificado em 2013 (Gráfico 1). Face ao ano anterior, a principal modificação ocorreu ao nível das alterações da legislação na área fiscal, que tiveram uma dimensão bastante menos expressiva. Note-se que, em 2014, a discrepância entre as principais bases macroeconómicas avaliadas em termos nominais tendenciais e o PIB contribuiu negativamente para a consolidação, enquanto a componente residual teve o efeito inverso, designadamente em resultado da evolução dos reembolsos do IVA, como adiante se explica.

O peso da receita dos impostos sobre o rendimento das famílias no PIB tendencial manteve-se praticamente estabilizado em 2014, tendo o efeito remanescente da sobretaxa extraordinária criada em 2013 sido compensado por uma redução da massa salarial do setor privado num contexto de crescimento do PIB, ambos medidos em termos nominais tendenciais (Gráfico 2). Por sua vez, a receita dos impostos sobre o rendimento das empresas diminuiu 0,2 p.p. do PIB tendencial, essencialmente devido à introdução, em 2013, do crédito fiscal extraordinário ao investimento, com efeito na execução de 2014. Importa ainda referir que os reembolsos, tanto do IRS como do IRC, aumentaram consideravelmente, facto que, no caso do IRC, estará em parte associado ao referido crédito fiscal.

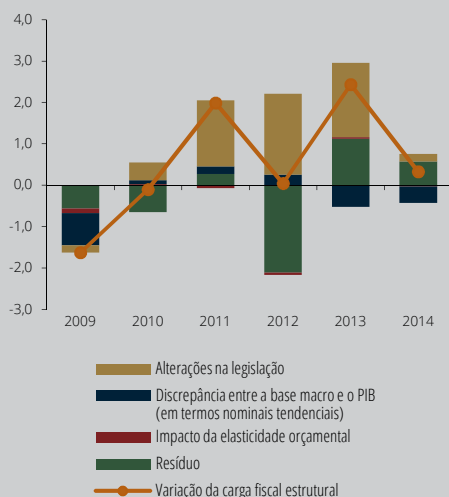
No que respeita aos impostos sobre a produção e a importação, é de notar o crescimento estrutural da receita do IVA (+0,2 p.p. do PIB tendencial), explicado predominantemente por uma queda muito acentuada do montante de reembolsos deste imposto, de magnitude semelhante à do resíduo apurado. Os restantes impostos sobre a produção e a importação cresceram 0,1 p.p. do PIB tendencial, fundamentalmente em resultado de um conjunto alargado de medidas de impacto reduzido, com especial enfoque nos impostos especiais sobre o consumo. Por imposto, o aumento de receita foi relativamente generalizado, sendo especialmente expressivo no que respeita aos impostos municipais. A contrariar esta tendência estiveram, em particular, o imposto de selo e o imposto sobre produtos petrolíferos e energéticos.

Finalmente, as contribuições sociais apresentaram um crescimento de 0,2 p.p. do PIB tendencial que, não sendo explicado por nenhum dos componentes específicos da abordagem desagregada, gera um resíduo positivo. Refira-se ainda que uma pequena parte deste resíduo decorre da evolução das contribuições associadas ao regime dos funcionários públicos. De facto, o aumento significativo dos descontos dos beneficiários para a ADSE foi parcialmente compensado pela

quebra nas contribuições imputadas<sup>22</sup> Note-se que, à semelhança do que se verificou nos impostos sobre o rendimento das famílias, para os quais se utiliza a mesma base macroeconómica, a discrepância entre esta e o PIB tem um contributo negativo para a evolução desta rubrica.

Em conclusão, o ano de 2014 caracterizou-se, em termos estruturais, por alterações muito pouco significativas ao nível fiscal, sendo os efeitos evidenciados nesta caixa consideravelmente inferiores aos observados em anos anteriores. Destaque-se ainda que, tendo por base a metodologia utilizada, a componente que permanece por explicar tem uma dimensão reduzida, não revelando evidência de um aumento muito significativo da eficácia na cobrança de impostos e contribuições, em termos agregados. De facto, o relativo dinamismo da receita fiscal em 2014, em termos efetivos, resultou essencialmente do funcionamento dos estabilizadores automáticos.

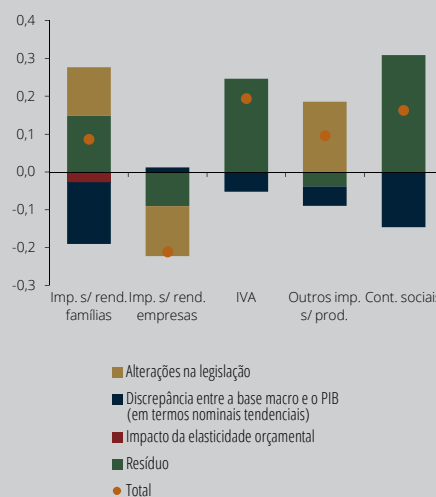
**Gráfico 1 • Contributos para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais** <sup>(a)</sup>  
| Em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Para maior detalhe sobre a metodologia subjacente ao cálculo destes contributos ver Kremer *et al.* (2006) e Braz, C. (2006).

**Gráfico 2 • Contributos para a variação estrutural dos impostos e contribuições sociais em 2014** <sup>(a)</sup>  
| Em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Para maior detalhe sobre a metodologia subjacente à elaboração destes contributos ver Kremer *et al.* (2006) e Braz, C. (2006).

## 4. Oferta

A evolução recente da economia portuguesa em 2014 insere-se num cenário de reduzido crescimento tendencial, enquadrado num prolongado período de correção de desequilíbrios macroeconómicos. A existência de um conjunto de ineficiências ligadas ao funcionamento de alguns mercados e à acumulação e utilização dos fatores produtivos, bem como o necessário processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos existentes na economia portuguesa têm impedido uma maior convergência para os níveis médios de rendimento *per capita* da União Europeia (UE) (Gráfico 4.1). Embora o referido processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos comporte custos no curto prazo, ele constitui uma condição necessária para o aumento do crescimento tendencial da economia portuguesa nos próximos anos. Esta evolução estrutural não pode ser desligada dos desenvolvimentos demográficos, no mercado de trabalho e no nível de capital existente na economia (Caixa “A acumulação de capital e a evolução recente do investimento em Portugal”).

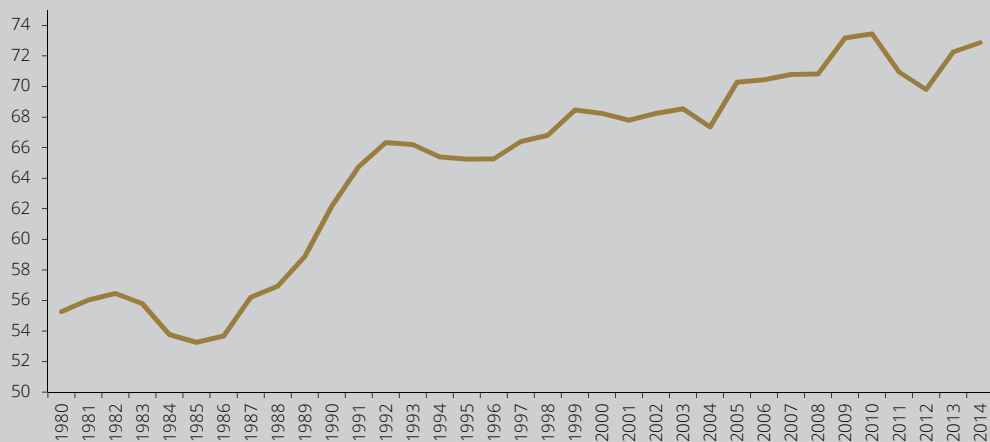
### Recuperação moderada da atividade económica ao longo do ano

Em 2014, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) cresceu 0,7 por cento, o que compara com uma redução de 1,0 por cento no conjunto do ano anterior, mantendo-se em níveis claramente inferiores aos observados em 2008 (Gráfico 4.2). Em termos intra-anuais, registou-se uma ligeira desaceleração ao longo do segundo semestre.

Os indicadores de confiança dos principais setores de atividade evidenciaram um aumento generalizado ao longo do ano (Gráfico 4.3), apresentando de uma forma geral níveis semelhantes aos dos observados no início da crise financeira internacional. A informação mais recente aponta para uma relativa estabilização destes indicadores ao longo do primeiro trimestre de 2015.

A evolução da atividade ao nível setorial continua a refletir a marcada reestruturação produtiva em curso na economia portuguesa, traduzida numa crescente orientação de recursos para os setores com maior exposição à concorrência internacional (Gráfico 4.4).

**Gráfico 4.1 •**  
PIB *per capita* a preços correntes e corrigido de paridades de poder de compra  
| Portugal em percentagem da União Europeia (UE15)



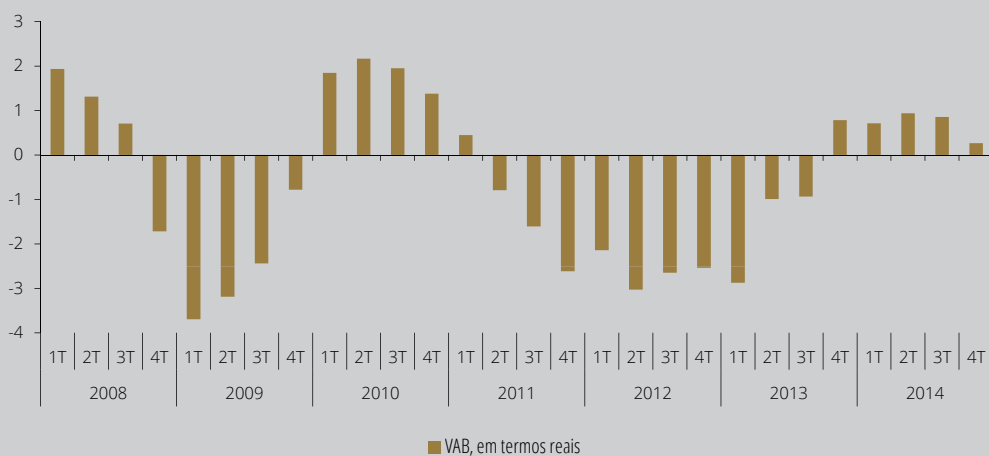
Fonte: Comissão Europeia (AMECO).

Nota: UE15 refere-se aos 15 Estados-Membros iniciais da União Europeia.

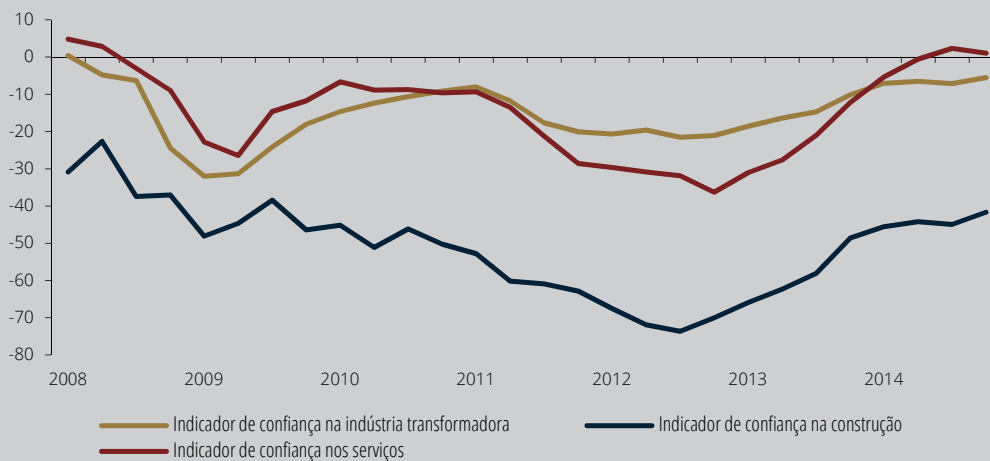
O setor da construção voltou a apresentar uma diminuição do VAB em 2014, embora menos acentuada do que a verificada nos anos anteriores. Em termos homólogos, observou-se uma diminuição de 4,0 por cento, mas foi visível uma ligeira recuperação do nível de atividade ao longo do ano. Em 2014, o VAB da construção representou pouco mais de metade do nível observado em 2008. A redução da atividade neste setor nos últimos anos deverá continuar a traduzir o ajustamento estrutural do nível do *stock* de habitação, após o elevado investimento em

construção efetuado na década de noventa. A dinâmica deste setor encontra-se igualmente condicionada pela evolução do investimento em obras públicas.

O VAB da indústria transformadora registou um aumento de 0,9 por cento em 2014. A evolução da atividade neste setor acompanhou em larga medida a recuperação da procura interna, num quadro de alguma desaceleração das exportações. Os níveis do VAB agregado da indústria transformadora mantêm-se ainda inferiores aos observados antes do início



Fonte: INE.



Fonte: Comissão Europeia.

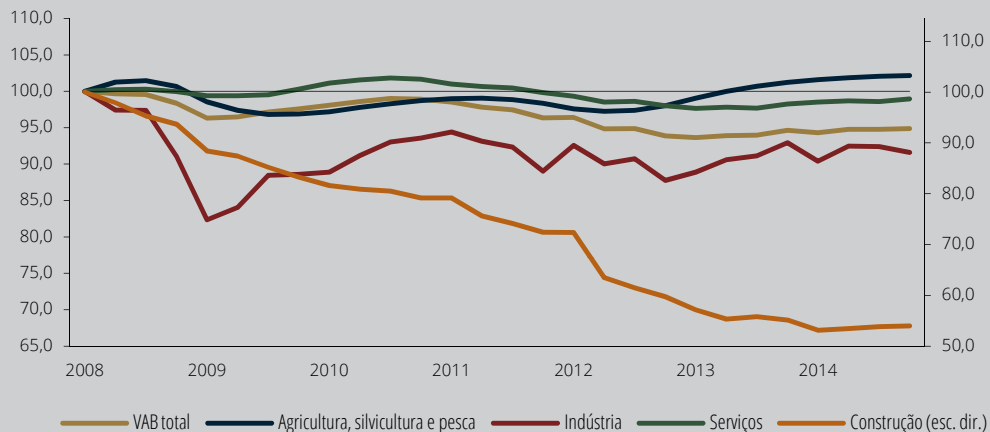
da crise financeira internacional e têm permanecido ao longo dos últimos três anos relativamente estáveis.

Em 2014 o VAB do setor dos serviços cresceu 0,9 por cento em termos homólogos, após a contração verificada nos últimos três anos. Este aumento refletiu essencialmente o crescimento de 2,6 por cento da atividade nos sub-setores de comércio e reparação de veículos e alojamento e restauração. A recuperação da atividade neste setor traduz a evolução das exportações de turismo e um maior dinamismo da procura interna.

Melhoria das condições no mercado de trabalho, num contexto de crescimento moderado da atividade económica e de moderação salarial

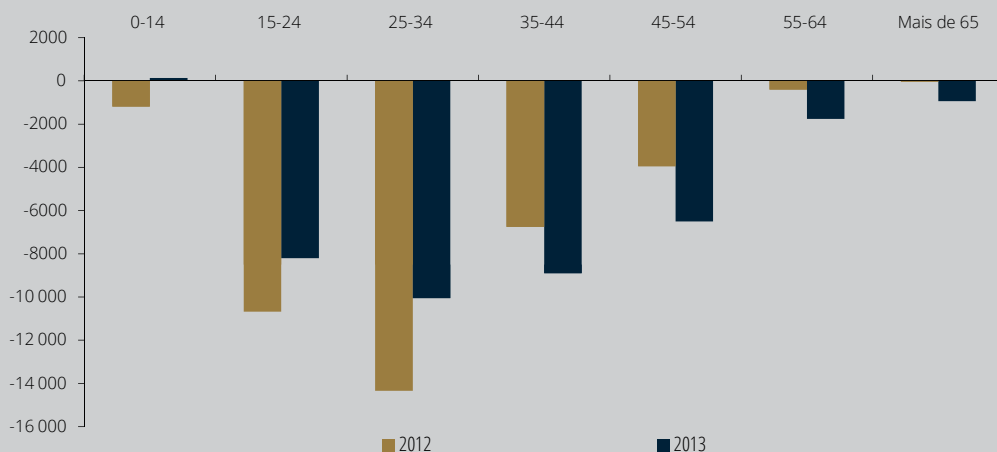
A evolução do mercado de trabalho em 2014 acompanhou o quadro de moderado crescimento económico. Neste contexto, registou-se um aumento do emprego, uma descida da taxa de desemprego e a manutenção da moderação salarial. Esta moderação é igualmente

**Gráfico 4.4 •**  
Evolução real do VAB por principais setores de atividade - (2008 T1-2014 T4)  
| Índice 2008 T1=100



Fonte: INE.

**Gráfico 4.5 •**  
Saldo Migratório por idade - (2012-2013)  
| Número de Indivíduos



Fonte: INE (Estimativas Anuais de Emigração).

Notas: Emigrante Permanente: Pessoa (nacional ou estrangeira) que, no período de referência, tendo permanecido no país por um período contínuo de pelo menos um ano, o deixou com a intenção de residir noutro país por um período contínuo igual ou superior a um ano. Imigrante Permanente: Pessoa (nacional ou estrangeira) que, no período de referência, entrou no país com a intenção de aqui permanecer por um período igual ou superior a um ano, tendo residido no estrangeiro por um período contínuo igual ou superior a um ano.



observada no campo da contratação coletiva, onde se registou um reduzido número de novas convenções coletivas, evidenciando baixa margem negocial para melhorar as condições salariais.

A evolução intra-anual do emprego e do desemprego manteve o perfil de progressiva melhoria verificada a partir do segundo trimestre de 2013. No entanto, observou-se uma interrupção deste processo no último trimestre de 2014. Apesar da tendência crescente do emprego, os seus níveis mantêm-se historicamente baixos.

Em 2014, continuou a observar-se uma redução da população residente e da população ativa (Quadro 4.1). De acordo com as estatísticas do INE, em 2013, a redução da população residente continuou a traduzir principalmente um saldo migratório negativo na ordem dos 3,5 por 1000 habitantes (mais de 36 mil

indivíduos), sendo de esperar que este processo tenha continuado em 2014.

A análise em termos etários comporta informação adicional. A redução da população foi especialmente acentuada nos grupos etários mais jovens (indivíduos com idades entre os 15 e os 34 anos) e, tal como em 2012 e 2013, deverá continuar a estar associada à dinâmica recente dos fluxos migratórios. Esta conclusão é confirmada pelo facto dos indivíduos entre os 25 e os 34 anos darem um maior contributo para o saldo migratório (Gráfico 4.5). De referir que, no período mais recente, os indivíduos com mais de 55 anos representam cerca de 10 por cento deste saldo. Em paralelo à intensificação do processo emigratório, a economia portuguesa tem também registado uma redução dos fluxos de entrada de imigrantes.

**Quadro 4.1 • Indicadores do Mercado de Trabalho | Taxa de variação homóloga em percentagem, salvo indicação em contrário**

	Anos		Semestres		
	2013	2014	S2 2013	S1 2014	S2 2014
<b>Inquérito ao Emprego</b>					
População	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
População 15-34 anos	-3,1	-2,4	-3,1	-2,6	-2,3
População ativa	-1,8	-1,1	-1,7	-1,1	-1,2
População ativa 15-34 anos	-5,5	-3,6	-5,0	-3,5	-3,6
Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população)	73,0	73,2	73,2	73,1	73,3
Emprego total	-2,6	1,6	-0,7	1,8	1,3
Desemprego total	2,3	-15,1	-6,6	-15,4	-14,8
Taxa de desemprego (em % da população ativa)	16,2	13,9	15,4	14,5	13,3
Taxa de desemprego 15-34 anos (em % da população ativa)	23,8	20,4	22,7	21,5	19,2
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total)	62,1	65,5	64,0	65,4	65,7
Inativos desencorajados (em % da população ativa)	5,2	5,2	5,5	5,1	5,4
<b>Ministério da Solidariedade, Emprego e da Segurança Social</b>					
Número de Trabalhadores por conta de outrem inscritos na Segurança Social	-3,2	1,8	-1,7	1,2	2,4
Remunerações médias declaradas à Segurança Social	1,2	0,1	-	-	-
<b>Direção Geral da Administração e Emprego Público</b>					
Número de funcionários da Administração Pública	-3,9	-3,4	-3,6	-3,7	-3,1

Fonte: INE, Ministério da Solidariedade, do Emprego e da Segurança Social e Direção Geral da Administração e Emprego Público.

Nota: O desemprego de longa duração inclui os indivíduos desempregados à procura de emprego há 12 ou mais meses. Os inativos desencorajados incluem os indivíduos inativos que estavam disponíveis para trabalhar, mas não tinham procurado um emprego ao longo do período.

## Redução continuada na taxa de desemprego, que se situa ainda em níveis muito elevados

De acordo com o Inquérito ao Emprego do INE, o número total de desempregados diminuiu 15,1 por cento em 2014, fixando-se a taxa de desemprego em 13,9 por cento, um nível 2,3 p.p. abaixo do observado em 2013. Este perfil observa-se também no grupo dos indivíduos que procuram emprego há menos de 12 meses, onde se verificou uma diminuição de 22,9 por cento, após a forte redução já registada no ano anterior (Gráfico 4.6).

Um dos elementos mais gravosos da evolução recente do mercado de trabalho português tem sido o nível muito elevado de desemprego de longa duração, que tende a provocar uma depreciação acentuada do capital humano, com efeitos adversos no crescimento potencial da economia. Em 2014, o número de indivíduos desempregados à procura de emprego há 12 ou mais meses diminuiu, o que contrasta com o forte crescimento registado na última década. Esta evolução deveu-se, em larga

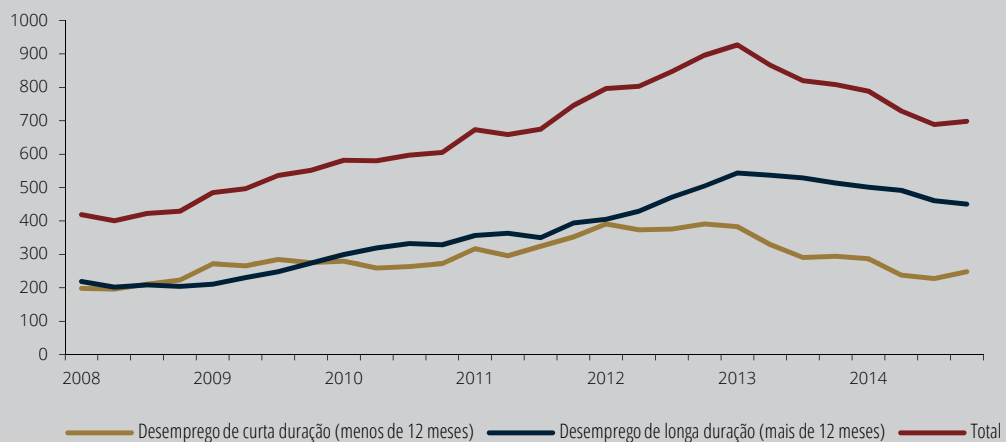
medida, ao grupo de desempregados à procura de emprego entre 12 e 18 meses. Ainda assim, a proporção de desempregados de longa duração fixou-se em 65,5 por cento.

Adicionalmente, o número de indivíduos desencorajados, i.e., indivíduos que não procuram ativamente emprego mas que estão disponíveis para trabalhar, foi semelhante ao nível observado em 2013. Estes inativos na margem continuam a representar cerca de 5 por cento da população ativa (correspondendo a cerca de 260 mil indivíduos).

## O emprego registou uma recuperação, mantendo-se contudo em níveis historicamente baixos num contexto de marcada moderação salarial

De acordo com o Inquérito ao Emprego, o emprego total aumentou 1,6 por cento em 2014, após fortes reduções nos anos anteriores. Esta evolução reflete o aumento do emprego por conta de outrem (TCO) e um contributo negativo do emprego por conta própria.

**Gráfico 4.6 •**  
Número de Desempregados por Duração da Procura de Emprego (2008 T1-2014 T4)  
| Em milhares



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

No atual contexto, é particularmente relevante a análise conjunta de toda a informação e indicadores disponíveis relativos à situação do mercado de trabalho em Portugal (Caixa “Dinâmica recente do emprego na economia portuguesa” do *Boletim Económico* de dezembro 2014)<sup>23</sup>.

Com base nos dados disponibilizados pelo Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social (MSESS), o número de TCO inscritos na Segurança Social cresceu 1,8 por cento em termos homólogos em 2014, com um claro perfil de aceleração intra-anual (Gráfico 4.7)<sup>24</sup>. No que se refere ao emprego nas administrações públicas, de acordo com a informação da Direção Geral da Administração e Emprego Público (DGAEP), o número de funcionários públicos reduziu-se 3,4 por cento em 2014 em termos homólogos (Gráfico 4.7). Esta redução deverá abranger não só os subscritores da CGA, mas também os funcionários públicos inscritos na Segurança Social. Em síntese, a informação disponível sugere uma recuperação do emprego privado por conta de outrem ao longo de 2014, embora de forma mais moderada

do que a implícita no Inquérito ao Emprego. Adicionalmente, importa referir que as políticas ativas de emprego terão também contribuído para a evolução do emprego por conta de outrem. De acordo com os dados do Instituto do Emprego e Formação Profissional, o número de indivíduos que se encontra em estágios profissionais apresenta uma evolução crescente, com particular incidência a partir do último trimestre de 2013. Contudo, mesmo excluindo este efeito, continua a observar-se um crescimento do emprego privado por conta de outrem ao longo de 2014.

Com base no conjunto de indicadores disponíveis, a evolução do emprego por setor de atividade acompanhou de forma geral o comportamento setorial da atividade. De acordo com o Inquérito ao Emprego, no setor dos serviços intensificou-se a variação positiva do emprego iniciada no segundo semestre de 2013, apesar da desaceleração observada na segunda metade de 2014. Os contributos mais fortes para o aumento do emprego neste setor resultaram da evolução registada nos subsectores de comércio por grosso e a retalho. Na indústria, o aumento do emprego contrasta



**Gráfico 4.7 •**  
Emprego por conta de outrem inscritos na Segurança Social e emprego nas administrações públicas  
Taxa de variação homóloga (2011 T1-2014 T4)  
| Em percentagem

Fontes: MSESS e DGAEP

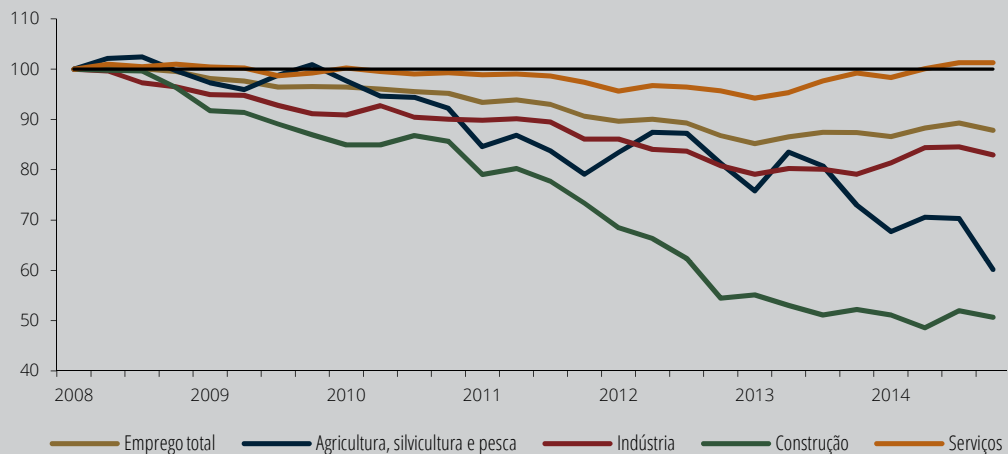
Nota: Note-se que estes TCO incluem, para além dos Membros de Órgãos Estatutários, os funcionários públicos inscritos na Segurança Social. Porém, esta evolução corresponderá de uma forma global à evolução do emprego privado por conta de outrem, dado o peso estimado de cada uma das suas componentes no passado recente. Esta base de dados, sendo um repositório em permanente atualização, está sujeita a uma percentagem de declarações por entregar, que poderá representar cerca de 0,4 pontos percentuais (p.p.) da variação homóloga do último trimestre.

com a evolução negativa observada nos anos anteriores. Por seu turno, o emprego no setor da construção voltou a apresentar uma redução para um nível que corresponde a cerca de metade do emprego existente em 2008, consistente com o ajustamento estrutural em curso neste setor (Gráfico 4.8). Em 2014 o emprego neste setor ascendia a cerca de 275 mil trabalhadores.

A dinâmica do mercado de trabalho pode ser analisada em termos dos fluxos que ocorrem

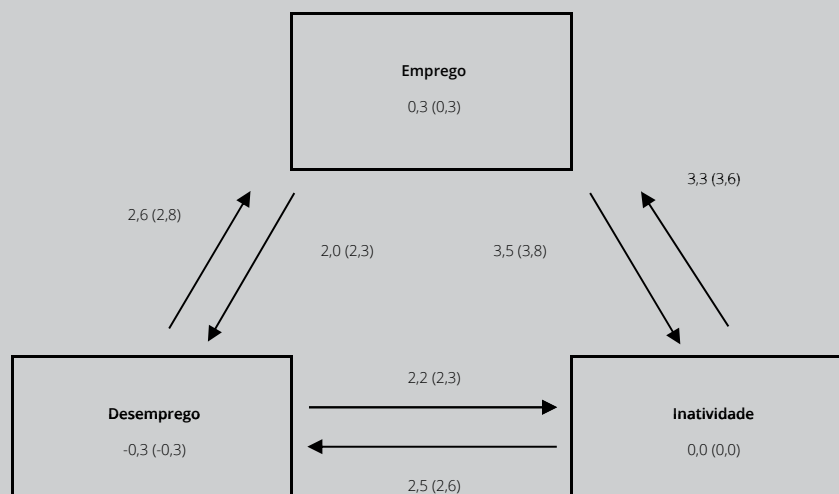
entre os seus três estados: emprego, desemprego e inatividade (Gráfico 4.9). Em 2014, registou-se uma menor dinâmica traduzida num abrandamento dos fluxos totais (incluindo contratos a prazo e sem termo) de separação e contratação. Porém, a redução das separações foi mais intensa que a redução das contratações, resultando assim numa criação líquida de emprego, em linha com o verificado no ano anterior. A menor dinâmica nos fluxos registou-se também no âmbito da inatividade e desemprego.

**Gráfico 4.8 •**  
Evolução do emprego por principais setores de atividade (2008 T1-2014 T4)  
| Índice 2008 T1=100



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

**Gráfico 4.9 •**  
Fluxos médios trimestrais no mercado de trabalho  
| Em percentagem da população ativa



Fonte: INE e Banco de Portugal.

Notas: Os fluxos são calculados utilizando a componente comum da amostra dos trimestres t e t-1 e os ponderadores populacionais do trimestre t. Valores médios trimestrais dos anos de 2013 e 2014. Valores de 2013 entre parênteses.

## 5. Procura

O PIB registou um aumento em termos reais de 0,9 por cento em 2014 (Quadro 5.1). Assim, depois de três anos de contração significativa, a economia portuguesa voltou a crescer, ainda que de forma moderada. O ritmo de recuperação da atividade económica tem sido

condicionado pelo crescimento moderado dos principais parceiros comerciais e pelo elevado grau de endividamento prevaemente no conjunto da economia. Apesar da recuperação observada, o PIB em 2014 situou-se 7,5 por cento abaixo do nível observado em 2008.

**Quadro 5.1 • PIB e principais componentes da despesa | taxa de variação real, em percentagem**

	% do PIB em 2014	2012	2013	2014	2013		2014		
					T4	T1	T2	T3	T4
PIB	100	-4,0	-1,6	0,9	1,4	0,9	0,9	1,2	0,7
Procura interna	99	-7,3	-2,5	2,1	0,5	3,1	1,6	2,2	1,4
Consumo privado	66	-5,5	-1,5	2,1	1,2	2,1	1,7	2,6	1,9
Consumo público	19	-3,3	-2,4	-0,3	-0,5	-0,2	0,1	0,4	-1,4
Investimento	15	-18,1	-6,7	5,2	-1,0	12,0	3,2	2,8	3,1
FBCF	15	-16,6	-6,7	2,5	1,2	0,0	3,7	4,1	2,4
Variação de existências <sup>(a)</sup>		-0,3	0,0	0,4	-0,3	1,8	-0,1	-0,2	0,1
Exportações	40	3,4	6,4	3,4	9,0	3,3	2,0	2,9	5,3
Importações	39	-6,3	3,9	6,4	6,7	9,1	3,9	5,4	7,1
Contributo da procura interna <sup>(a)</sup>		-7,6	-2,5	2,1	0,5	3,1	1,6	2,2	1,4
Contributo das exportações <sup>(a)</sup>		1,2	2,4	1,3	3,4	1,3	0,8	1,2	2,1
Contributo das importações <sup>(a)</sup>		2,4	-1,5	-2,5	-2,6	-3,5	-1,6	-2,2	-2,9

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (a) Contributo para a taxa de variação real do PIB, em pontos percentuais.

O crescimento da atividade económica em Portugal foi semelhante ao estimado para a área do euro (Gráfico 5.1), interrompendo a trajetória de acumulação de diferenciais de crescimento negativos observada nos últimos anos (-11,6 p.p. desde 2000 e -7,8 p.p. nos últimos quatro anos).

A recuperação da atividade em 2014 reflete em larga medida o crescimento da procura interna, após uma queda acumulada de 14,8 por cento nos três anos anteriores, sendo de destacar o comportamento do consumo privado e, em menor grau, do investimento (Gráfico 5.2). As exportações registaram uma desaceleração em relação a 2013, que traduziu em larga medida a queda acentuada das exportações de combustíveis, mantendo-se ainda assim como a componente mais dinâmica da procura global.

A recuperação da procura interna foi visível nas componentes habitualmente mais sensíveis ao ciclo económico, tais como o consumo de bens

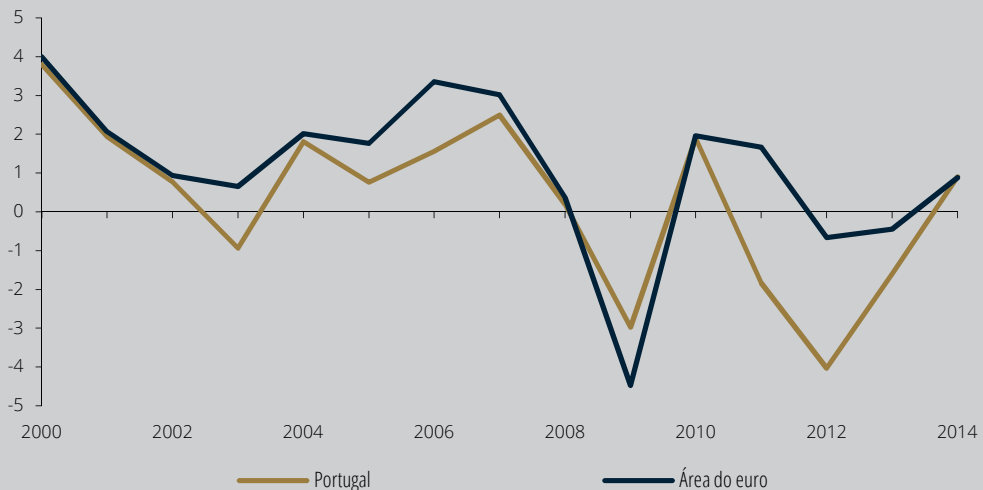
duradouros e o investimento empresarial, os quais aceleraram num quadro de melhoria da confiança dos agentes privados. É importante assinalar igualmente o contributo significativo da variação de existências para o crescimento do PIB em 2014, refletindo a acumulação de *stocks* associada aos fluxos de comércio internacional de combustíveis, particularmente na primeira metade do ano. Dado o elevado conteúdo importado destas componentes, o contributo da procura interna líquida de importações para o crescimento do PIB em 2014 foi consideravelmente inferior ao respetivo contributo bruto (Gráfico 5.3). Por seu turno, o crescimento significativo das importações em 2014, num contexto de abrandamento das exportações, refletiu-se numa redução do saldo da balança de bens e serviços, mantendo-se porém com um nível positivo.

Recuperação do consumo privado num contexto de melhoria das condições no mercado de trabalho e de redução dos níveis de endividamento das famílias

Em 2014, o consumo privado registou um crescimento de 2,1 por cento, depois de uma queda acumulada próxima de 10 por cento nos três

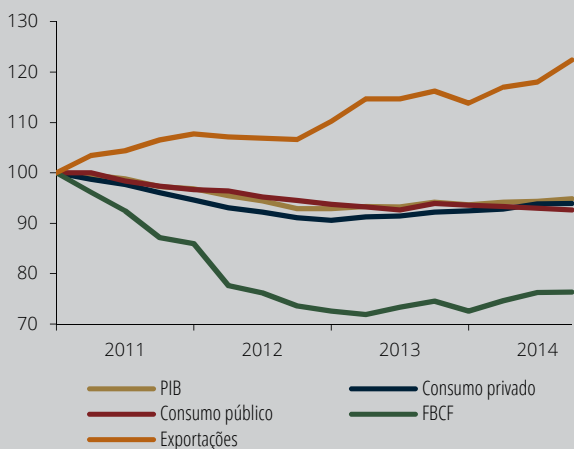
anos anteriores. O crescimento do consumo privado em 2014 esteve em linha com a recuperação continuada dos níveis de confiança dos consumidores, que permaneceram consistentemente em valores superiores à média dos últimos dez anos (Gráfico 5.4). Num contexto em que o rendimento disponível real se manteve num valor próximo do observado em 2013, a taxa de poupança das famílias terá registado uma queda significativa em 2014,

**Gráfico 5.1 •**  
Crescimento do PIB em Portugal e na área do euro  
| Em percentagem



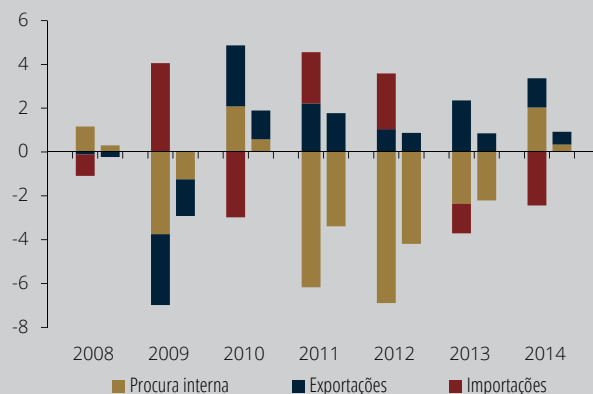
Fontes: INE e Eurostat.

**Gráfico 5.2 •** Crescimento do PIB e das principais componentes da despesa  
| 1.º trimestre de 2011=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico 5.3 •** Contributos brutos e líquidos de importações para o crescimento do PIB  
| Em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Para cada ano são apresentadas duas barras. A da esquerda corresponde aos contributos brutos e a da esquerda aos contributos líquidos de importações.

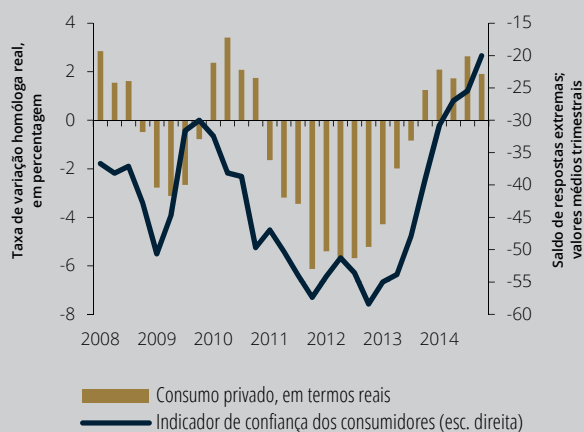
interrompendo a trajetória de aumento observada nos dois anos anteriores. As atuais estimativas apontam para uma taxa de poupança de 6,9 por cento, um valor que compara com 8,7 por cento em 2013. Esta evolução ocorreu em paralelo com uma redução do crédito concedido aos particulares, contribuindo para uma diminuição dos níveis de endividamento deste setor institucional (Secção 2.2).

A recuperação do consumo privado decorre em larga medida da aceleração do consumo de bens não duradouros e serviços (consumo corrente), após três anos de marcada contração (Gráfico 5.5). Esta evolução reflete em particular a aceleração da componente não alimentar, nomeadamente na segunda metade do ano. O consumo de bens alimentares continuou a manter uma relativa estabilidade, refletindo a menor elasticidade da despesa em bens alimentares relativamente às variações do rendimento. Destaca-se também a manutenção de um elevado dinamismo no consumo de bens duradouros, em particular de automóveis, mantendo a trajetória registada desde meados de 2013. Para esta evolução terá contribuído também o aumento dos níveis de confiança dos consumidores. Todavia, o número de veículos automóveis vendidos permaneceu

consideravelmente abaixo dos valores médios observados desde 1988 – ano em que se verificou a descontingentação das importações de automóveis.

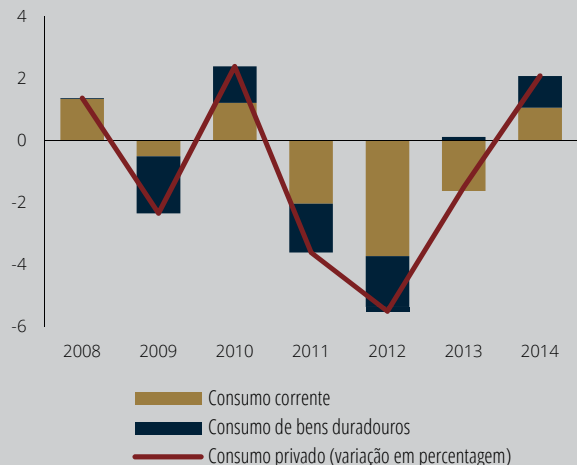
O crescimento das despesas de consumo das famílias terá beneficiado da melhoria, ainda que moderada, das condições no mercado de trabalho. Em 2014, verificou-se uma redução da taxa de desemprego e um aumento do emprego, ainda que num quadro de marcada moderação salarial (Capítulo 4). Adicionalmente, importa referir o potencial impacto da redução do serviço da dívida das famílias no período recente, decorrente da estabilização das taxas de juro em níveis mais baixos, conjugada com a diminuição dos níveis de endividamento. Neste contexto, sublinhe-se a melhoria das condições de financiamento, nomeadamente ao nível do crédito para consumo e outros fins, que apresentou taxas de variação gradualmente menos negativas ao longo do ano (Capítulo 2). No entanto, a evolução do consumo privado continuará a ser condicionada pela necessidade de redução dos níveis de endividamento, pela restritividade no acesso ao crédito, associada à manutenção do processo de desalavancagem por parte dos bancos, e pela evolução do rendimento disponível das famílias.

**Gráfico 5.4 • Consumo privado e indicador de confiança dos consumidores**



Fontes: INE, Comissão Europeia e Banco de Portugal.

**Gráfico 5.5 • Contributos para o crescimento do consumo privado**  
| Em pontos percentuais



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

### Redução do consumo público, embora menos acentuada do que a registada nos últimos anos

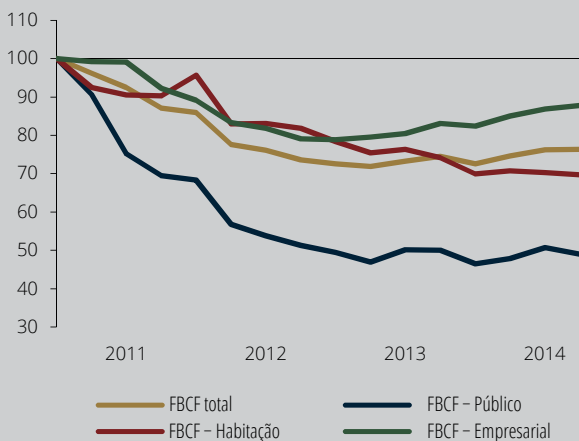
No que diz respeito ao consumo público, observou-se em 2014 uma ligeira diminuição em termos reais (-0,3 por cento), menos acentuada que as registadas nos últimos anos. Esta evolução teve subjacente uma redução significativa das despesas com pessoal, que decorreu da manutenção da tendência de diminuição do número de funcionários públicos (-3,4 por cento, em termos médios trimestrais), a qual foi parcialmente atenuada pelo efeito desfasado do aumento do horário normal de trabalho na função pública a partir do final de setembro de 2013. A despesa em bens e serviços registou um aumento em termos reais, que esteve associado em larga medida ao crescimento do volume do consumo intermédio, por via da despesa com concessões no âmbito de parcerias público-privadas relativas ao setor rodoviário. Esta evolução representa uma inversão face à evolução verificada no passado recente.

### Recuperação do investimento sustentada por um aumento da FBCF empresarial e por um contributo significativo da variação de existências

Após três anos de quedas significativas, o investimento voltou a apresentar uma variação positiva em 2014 (5,2 por cento, após -6,7 por cento em 2013). Apesar da recuperação observada em 2014, o valor da FBCF agregada situava-se, em termos reais, cerca de 24 por cento abaixo do nível observado no início de 2011 (Gráfico 5.6), refletindo ajustamentos marcados nas componentes de investimento público e de habitação (reduções acumuladas de cerca de 50 e 30 por cento desde 2011, respetivamente) e uma recuperação importante dos níveis do investimento empresarial.

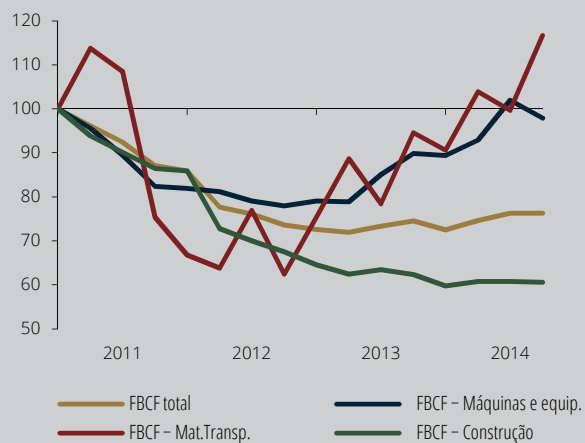
A recuperação do investimento foi suportada pelo crescimento da FBCF empresarial, que se encontrava em queda desde 2009, bem como pelo contributo muito significativo da variação de existências. A FBCF do setor público voltou a apresentar uma queda significativa em 2014,

**Gráfico 5.6 • Evolução da FBCF por setor institucional**  
| 1.º trimestre de 2011=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico 5.7 • Evolução da FBCF por tipo de investimento**  
| 1.º trimestre de 2011=100



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.



mantendo a trajetória observada nos últimos anos, associada ao processo de consolidação orçamental em curso. Presentemente, o nível de investimento deste setor é menos de metade do verificado no final de 2010.

A evolução da FBCF foi diferenciada entre as principais componentes. No que se refere à FBCF em construção, voltou a registar-se uma variação negativa. A redução observada no investimento em construção deverá ter um carácter permanente, associada à diminuição do investimento público em infraestruturas e ao ajustamento estrutural no nível do *stock* de habitação. Estes fatores conjugam-se com um quadro de restritividade das condições de financiamento, que tem sido particularmente relevante no caso das empresas do setor de construção e dos particulares que procuram adquirir habitação, refletindo *inter alia* os elevados níveis de endividamento destes agentes.

Em sentido contrário, a FBCF em material de transporte manteve o elevado dinamismo observado em 2013, com um crescimento de 21,9 por cento (24,8 por cento em 2013). Por seu turno, a FBCF em máquinas e equipamentos apresentou um crescimento bastante significativo em 2014, estimado em 14,8 por cento (Gráfico 5.7). A evolução futura desta componente continuará condicionada pela existência de uma taxa de utilização da capacidade produtiva ainda em níveis inferiores à média da última década, pelo grau elevado do endividamento das empresas, pela incerteza relativamente ao processo de ajustamento em curso e pelas perspectivas de procura interna relativamente fracas. A este propósito é de referir que, de acordo com o Inquérito de Conjuntura ao Investimento divulgado em janeiro de 2015, 59 por cento das empresas afirma ter tido limitações ao investimento em 2014, um valor semelhante ao registado um ano antes. A deterioração das perspectivas de venda permanece como o principal fator limitativo apontado pelas empresas, embora a sua importância tenha diminuído significativamente em 2014 por contrapartida de fatores como a rentabilidade dos investimentos ou a capacidade de autofinanciamento.

O dinamismo do investimento nos próximos anos deverá continuar a ser condicionado pelas condições no mercado de crédito, apesar da melhoria registada ao longo de 2014 (Capítulo 2). Em particular, as condições de financiamento tenderão a permanecer relativamente restritivas para as empresas que apresentam um elevado nível de endividamento e um maior risco de crédito.

### Crescimento mais moderado das exportações de bens, refletindo fatores de natureza temporária, e das exportações de serviços

Em 2014, as exportações de bens e serviços em Portugal apresentaram um crescimento mais moderado do que o registado no ano anterior, permanecendo todavia como a componente mais dinâmica da procura global. Este comportamento traduz a desaceleração, quer da componente de bens (de 5,8 para 3,0 por cento), quer da componente de serviços (de 7,7 para 4,3 por cento). O menor crescimento das exportações de bens em 2014 reflete largamente a queda pronunciada das exportações de combustíveis (Gráfico 5.8), a qual contribuiu significativamente para a redução das exportações de bens dirigidas ao mercado espanhol. A diminuição de 11,7 por cento do volume de exportações de combustíveis, em particular na primeira metade do ano, esteve associada à interrupção temporária da atividade numa grande empresa do setor.

Excluindo combustíveis, verificou-se uma aceleração das exportações de bens no conjunto do ano, com uma taxa de crescimento de 4,6 por cento, após um crescimento de 2,9 por cento em 2013. Neste contexto, é de assinalar a evolução favorável das vendas de alguns grupos de produtos com peso importante na estrutura das exportações portuguesas, em particular o vestuário e calçado (crescimento nominal de 8,1 por cento), os produtos plásticos e da borracha (5,4 por cento) e os produtos animais e vegetais (11,2 por cento). Há ainda a sublinhar o crescimento das exportações de veículos

automóveis (5,7 por cento), depois das quedas registadas nos dois anos anteriores, destacando-se o crescimento significativo das vendas de uma empresa de referência no setor.

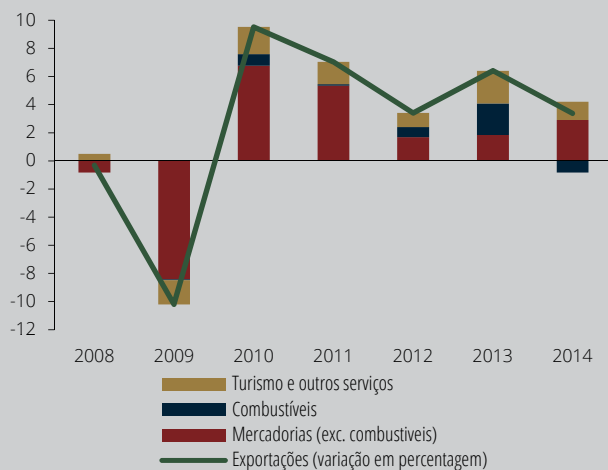
A evolução dissonante das exportações de combustíveis e o seu elevado conteúdo importado tornam particularmente relevante a análise do indicador que pondera as exportações nominais de cada tipo de produto pelo seu conteúdo não importado (Caixa "Evolução das exportações nominais de bens ponderadas pelo conteúdo não importado" do *Boletim Económico* de abril 2014). O gráfico 5.9 mostra que em 2014 o diferencial das taxas de crescimento homólogo entre as exportações ponderadas e não ponderadas pelo conteúdo importado foi particularmente significativo nos primeiros cinco meses do ano, com um valor médio de cerca de 4,0 p.p. (2,2 p.p. no conjunto do ano e -1,0 p.p. em 2013). Este facto sugere que, ao contrário de 2013, as exportações de bens com maior valor acrescentado apresentaram um comportamento mais dinâmico em 2014.

Relativamente às exportações de serviços, a desaceleração observada em 2014 refletiu o abrandamento das exportações de serviços não turísticos, com destaque para os serviços

de construção e os serviços de manutenção e reparação, que tiveram quedas muito significativas em termos nominais no conjunto do ano. Em contraste, as exportações de serviços de turismo mantiveram um elevado dinamismo em 2014, com um crescimento em termos reais de 11,7 por cento (6,5 por cento em 2013). Este comportamento reflete a aceleração das receitas nominais de turismo e do número de dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros nacionais (Gráfico 5.10).

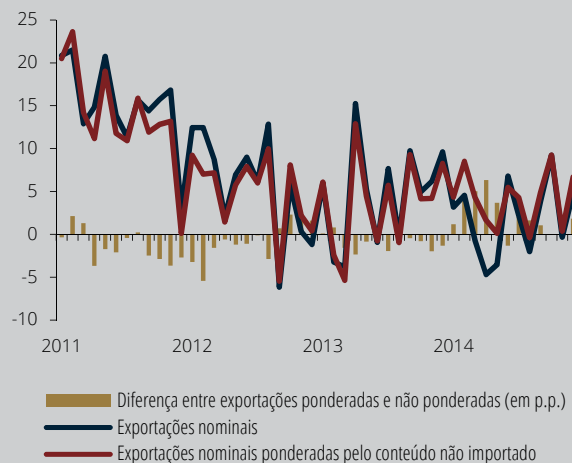
O crescimento das exportações de bens e serviços em 2014 foi inferior ao da procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa, determinando uma perda de quota de mercado no conjunto do ano (Gráfico 5.11). Esta evolução contrasta com os ganhos significativos de quota de mercado registados nos últimos anos, mas está influenciada pelos referidos fatores de natureza temporária que afetaram as exportações de combustíveis em 2014. É de realçar que os ganhos de quota de mercado têm sido um dos aspetos positivos do processo de ajustamento da economia portuguesa, refletindo um grau de adaptação notável das empresas nacionais às exigências dos mercados internacionais. No atual contexto de

**Gráfico 5.8 • Contributos para o crescimento das exportações | Em pontos percentuais**



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

**Gráfico 5.9 • Exportações nominais de bens com e sem ponderação pelos conteúdos importados | Taxa de variação homóloga, em percentagem**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

ajustamento estrutural da economia, o crescimento das exportações reflete um processo de reestruturação do setor exportador visível na última década, bem como um esforço acrescido de procura de novos mercados por parte das empresas nacionais. Não obstante a perda observada em 2014, a quota de mercado das exportações registou um aumento acumulado de 10,4 por cento entre 2011 e 2014, colocando-a num valor superior ao observado no início da área do euro. Neste quadro, registe-se igualmente o aumento significativo do peso das exportações no PIB nos últimos anos, atingindo cerca de 40 por cento em 2014, o que compara com 34 por cento em 2011.

### Crescimento das importações em linha com a evolução mais favorável das componentes da procura global com maior conteúdo importado

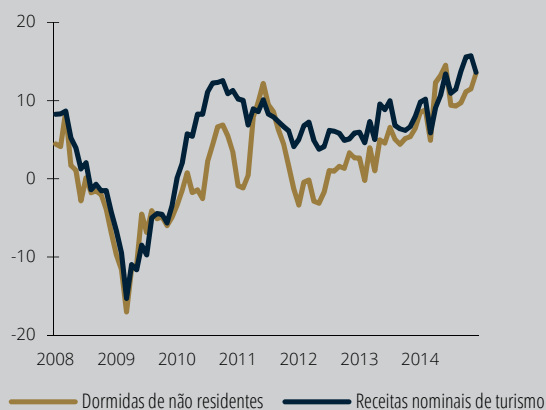
Em 2014, as importações de bens e serviços registaram uma aceleração, em linha com a evolução das componentes da procura global

com maior conteúdo importado (Gráfico 5.12), como é o caso do consumo de bens duradouros e do investimento em máquinas e material de transporte. Em termos reais, as importações de bens e serviços apresentaram um aumento pelo segundo ano consecutivo (6,4 por cento em 2014 e 3,9 por cento em 2013), após dois anos em que esta componente registou uma queda acumulada de 12,0 por cento. Note-se que uma parte importante do aumento das importações em 2014 terá resultado de alguma reposição de existências, após um período prolongado de desacumulação.

O aumento das importações em 2014 traduz a aceleração, quer da componente de bens (de 4,2 para 6,3 por cento), quer da componente de serviços (de 2,3 para 6,7 por cento). No entanto, a referida redução das exportações de combustíveis em 2014 – uma componente com elevado conteúdo importado – contribuiu para mitigar o crescimento das importações em 2014. De facto, excluindo combustíveis, as importações de bens registam um crescimento mais acentuado (8,1 por cento).

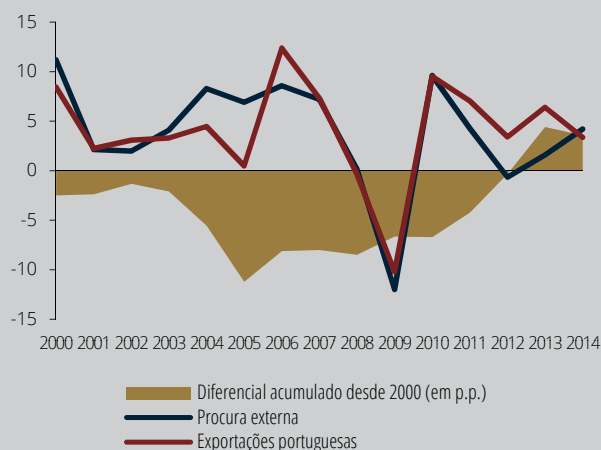
Em termos nominais, as importações de bens registaram um crescimento de 3,2 por cento

**Gráfico 5.10 • Receitas nominais de turismo e dormidas de não residentes**  
| Taxa de variação homóloga, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico 5.11 • Variação da quota de mercado das exportações portuguesas**  
| Taxa de variação, em percentagem

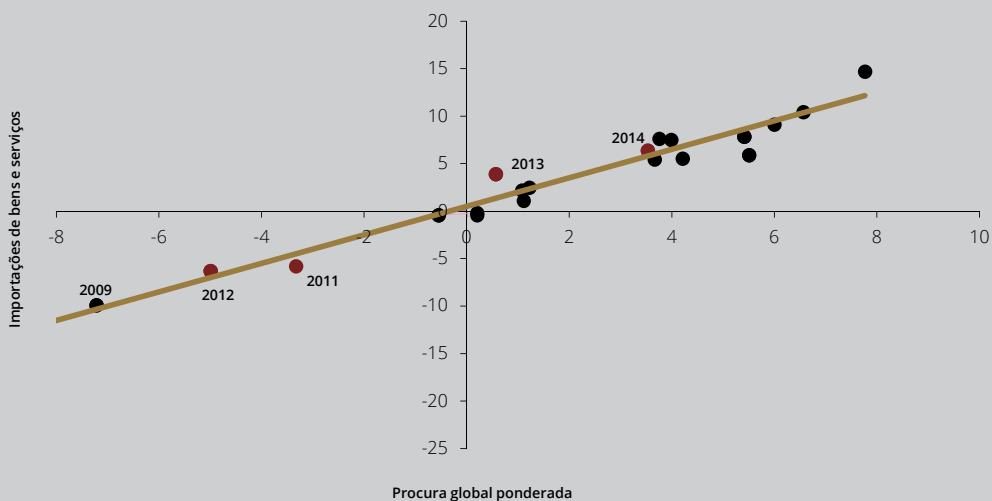


Fontes: BCE, INE e cálculos do Banco de Portugal.

(6,0 por cento, excluindo combustíveis), com destaque para o aumento significativo das importações de veículos automóveis (22,2 por cento). Por seu turno, as importações de serviços aumentaram 7,9 por cento, em termos nominais (3,3 por cento em 2013). Esta evolução

refletiu o maior dinamismo de diversas componentes com peso importante na estrutura das importações de serviços, nomeadamente os serviços de transporte e os outros serviços prestados às empresas.

**Gráfico 5.12 •**  
Evolução das importações e da procura global ponderada por conteúdos importados  
| Taxa de variação, em percentagem



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal

### Caixa 5.1 | A acumulação de capital e a evolução recente do investimento em Portugal

A acumulação de capital por trabalhador é um dos fatores de crescimento habitualmente considerados nos modelos de desenvolvimento económico. Os exercícios de contabilidade de crescimento do PIB *per capita* consideram a acumulação de capital por trabalhador como uma das principais fontes de crescimento, juntamente com o emprego, o nível de capital humano e a produtividade total dos fatores.

O nível de capital numa economia mede a quantidade de capital usada na produção dos bens e serviços, estando incluídos, por exemplo, os edifícios, os equipamentos, as máquinas, as ferramentas ou o *software*. A variação do nível de capital em cada ano numa economia resulta da diferença entre o investimento realizado nesse ano e a depreciação do capital formado anteriormente. A depreciação reflete o efeito, por exemplo, da própria utilização do capital (desgaste físico) ou a obsolescência dos equipamentos (desgaste tecnológico). Muito embora o comportamento do investimento seja habitualmente analisado enquanto determinante da procura agregada, o respetivo desempenho afeta igualmente o nível de capital e, como tal, a oferta agregada<sup>25</sup>.

Quando comparado em termos internacionais, o nível de capital por trabalhador em Portugal é bastante reduzido. Em 2014, este rácio era cerca de metade do observado em média na área do euro (Gráfico 1).

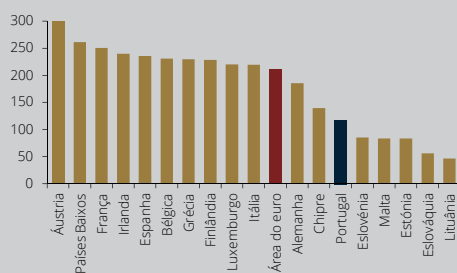
A análise da dinâmica dos fluxos reais de investimento em Portugal é um indicador importante, quer da evolução do nível de capital, quer da progressiva alteração da estrutura de investimento iniciada no período anterior à crise e associada ao processo de reestruturação setorial. Convém notar, no entanto, que a obtenção de uma estimativa sobre o nível de capital depende de forma importante das hipóteses consideradas quanto às taxas de depreciação e aos métodos de amortização. De facto, a evolução dos diferentes tipos de investimento não é semelhante à dos respetivos níveis de capital, pois a cada tipo de bem estão associadas diferentes taxas de depreciação. Por exemplo, a queda do nível de capital de máquinas e equipamentos em Portugal desde 2009 reflete a redução acentuada do investimento neste tipo de bens, bem como as maiores taxas de depreciação deste tipo de investimento (Gráfico 2). Apesar de apresentar taxas de depreciação mais reduzidas, o nível de capital residencial terá igualmente registado uma queda a partir de 2009, em resultado das reduções continuadas nos níveis de investimento. Finalmente, os níveis de capital público e de construção nas empresas terão virtualmente estabilizado no período mais recente, num contexto de queda tendencial das suas taxas de crescimento.

Neste quadro, o contributo do fator capital para o crescimento económico tem-se reduzido de forma expressiva, sendo virtualmente nulo no período mais recente (Gráfico 3). Com efeito, no período 2011-2014, em termos médios anuais, observou-se uma redução do produto *per capita*, apesar do crescimento de 1,5 por cento em 2014. Para além do referido contributo virtualmente nulo do fator capital, destaca-se o contributo negativo do fator trabalho, refletindo uma diminuição quer da taxa de atividade, quer da taxa de emprego, não obstante a evolução positiva verificada em 2014. Adicionalmente, o contributo da produtividade total dos fatores para a evolução do produto *per capita* (obtido como um resíduo na decomposição do crescimento) foi igualmente negativo.

A evolução negativa do PIB *per capita* em Portugal tem sido mitigada nas últimas décadas pelo contributo positivo da acumulação de capital humano, medido pelo número médio de anos de escolaridade da força de trabalho. Este fator deverá continuar a dar um contributo positivo para

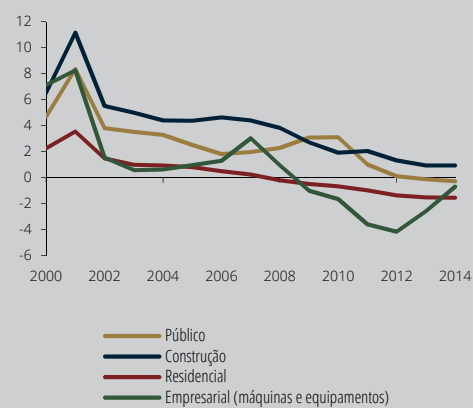
o crescimento no futuro, no contexto de uma contínua melhoria das qualificações da população em idade ativa. Os desenvolvimentos recentes em termos do nível de capital humano e do *stock* de capital por trabalhador não estão desligados. Apenas uma força de trabalho mais qualificada deverá permitir uma maior incorporação de capital, traduzida em melhor tecnologia e maior competitividade das empresas nacionais.

**Gráfico 1 • Nível de capital por trabalhador em 2014**  
| Em milhares de euros, preços de 2010



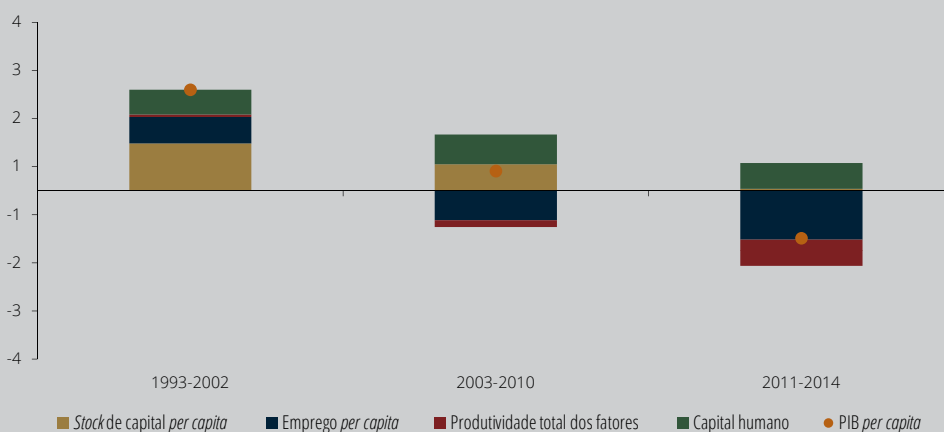
Fonte: Comissão Europeia (AMECO).

**Gráfico 2 • Nível de capital**  
| Taxa de variação anual, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 3 • Decomposição da variação real do PIB *per capita***  
| Contributos em pontos percentuais



Fontes: Barro e Lee (2013), Quadros de Pessoal, INE e Banco de Portugal.

Notas: O exercício de contabilidade do crescimento do PIB *per capita* tem por base uma função de produção Cobb-Douglas. As medidas de capital humano foram construídas a partir dos dados de Barro, R. J. e Lee, J. W (2013), A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010, *Journal of Development Economics* 104, pp. 184-198. Para Portugal, estas séries foram anualizadas e prolongadas utilizando o perfil da série de anos médios de educação do emprego dos Quadros de Pessoal (até 2012) e do Inquérito ao Emprego do INE (para 2013 e 2014).

## 6. Preços

Varição ligeiramente negativa do IHPC em 2014 e redução do diferencial face à área do euro

Em 2014, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação do índice harmonizado de preços

no consumidor (IHPC), situou-se em -0,2 por cento, representando um decréscimo de 0,6 p.p. em relação ao valor observado em 2013 (Quadro 6.1). Apesar da recuperação do PIB em 2014, a taxa de inflação é negativa pela primeira vez desde 2009 (Gráfico 6.1).

Quadro 6.1 • IHPC – Principais agregados | Em percentagem

	Pesos				Taxa de variação anual				Taxa de variação homóloga			
	2014	2012	2013	2014	14 T1	14 T2	14 T3	14 T4				
Total	100,0	2,8	0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	0,0				
Total excluindo energéticos	92,1	1,7	0,6	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,3				
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	81,5	1,6	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,4				
Bens	57,6	2,5	0,0	-1,1	-0,7	-1,1	-1,6	-0,9				
Alimentares	24,2	3,4	2,3	-0,7	0,4	-1,3	-1,9	0,0				
Não transformados	10,6	2,8	2,6	-2,1	0,0	-3,3	-4,5	-0,3				
Transformados	13,5	4,0	2,0	0,4	0,8	0,4	0,2	0,3				
Industriais	33,5	2,0	-1,5	-1,4	-1,6	-1,0	-1,5	-1,6				
Não energéticos	25,6	-2,1	-1,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,7	-1,0				
Energéticos	7,9	9,5	-0,7	-1,5	-1,5	0,1	-0,9	-3,6				
Serviços	42,4	3,2	1,1	1,1	0,6	1,0	1,6	1,2				
<i>Por memória:</i>												
Contributo dos preços sujeitos a regulação (em p.p.)	-	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3				
Contributo dos impostos (em p.p.)	-	1,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1				
IPC	-	2,8	0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1				
IHPC – Área do euro	-	2,5	1,4	0,4	0,7	0,6	0,4	0,2				

Fontes: Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal.

A variação negativa dos preços em 2014 ocorre em larga medida devido ao comportamento dos bens alimentares não transformados,

já que a inflação subjacente, medida pela variação do IHPC excluindo alimentares não transformados e energéticos, se manteve em

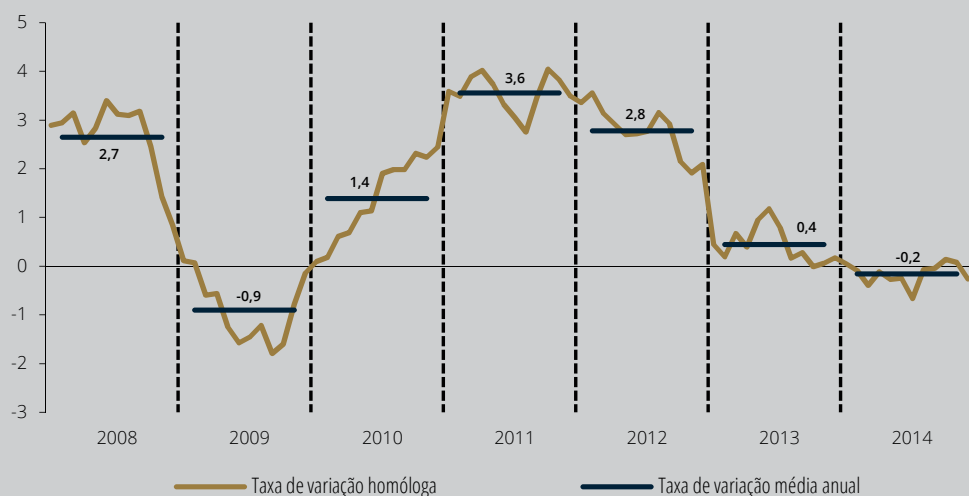


Gráfico 6.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Em percentagem

Fonte: Eurostat.

valores positivos, embora no nível mínimo histórico (0,2 por cento). A inflação em Portugal seguiu de forma menos acentuada a tendência verificada na área do euro, onde, tal como referido no capítulo 1, a taxa desceu 1 p.p. para 0,4 por cento. Assim, a taxa de inflação da economia portuguesa manteve-se abaixo da observada na área do euro (diferencial de -0.6 p.p.).

### Evolução dos preços face a 2013 foi influenciada principalmente pelos bens alimentares não transformados

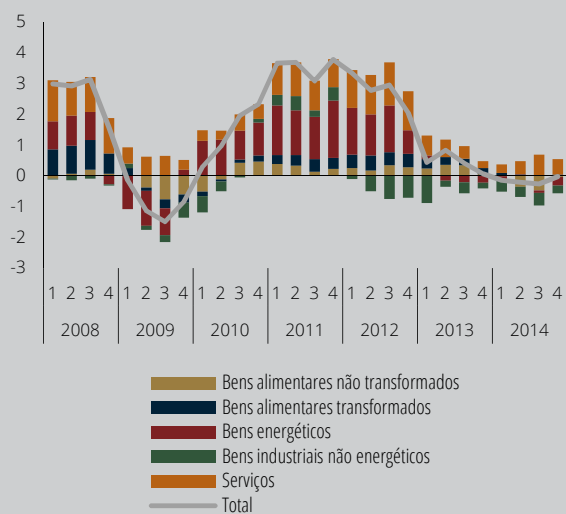
A classe dos bens alimentares registou em 2014 uma descida de 3 p.p. da taxa de variação anual dos preços, para -0,7 por cento (Quadro 6.1 e Gráfico 6.2). Esta evolução é semelhante à que se verificou na área do euro, onde a taxa de variação desceu de 2,7 por cento para 0,5 por cento, refletindo a diminuição transversal dos preços dos produtos agrícolas na produção. A descida no IHPC português refletiu principalmente o comportamento dos preços dos bens alimentares não transformados, que apresentaram uma variação de

-2,1 por cento, ou seja uma descida de 4,7 p.p. face a 2013. Esta componente contribuiu com 0,5 p.p. para a redução do IHPC face a 2013, em parte também devido a efeitos de base na variação dos preços das frutas e de produtos hortícolas. Os preços dos bens alimentares transformados aumentaram apenas 0,4 por cento em 2014, uma redução de 1,6 p.p. face ao ano anterior. Para esta evolução contribuíram descidas nos preços no produtor dos cereais e de óleos, itens que tinham sofrido significativos aumentos de preços em 2013.

### Reduzido contributo dos energéticos para a queda do IHPC, apesar das fortes reduções do preço do petróleo no final do ano

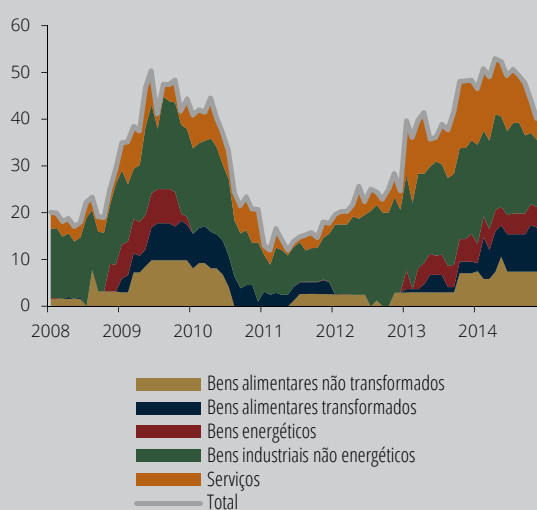
Os preços dos bens energéticos reduziram-se 1,5 por cento, implicando uma queda mais acentuada do que a observada no ano anterior. O principal contributo para a ligeira diminuição dos preços dos bens energéticos surge pela diminuição do preço do gás natural ao longo do ano. O preço médio do barril de petróleo em euros reduziu-se cerca de 8 por

**Gráfico 6.2 • Contributos para a taxa de variação homóloga do IHPC | Em pontos percentuais**



Fonte: Eurostat.

**Gráfico 6.3 • Peso das componentes do IHPC com taxa de variação homóloga negativa | Em percentagem**



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.



cento face a 2013. Apesar do preço médio desta matéria-prima em dezembro ter sido cerca de 36 por cento inferior ao verificado no período homólogo, tal descida ocorreu principalmente no último trimestre, o que limitou o impacto nos valores anuais. Assim, o índice relativo aos bens energéticos acabou por ter um contributo reduzido para a variação da taxa de inflação do ano. Os preços dos bens industriais não energéticos e dos serviços registaram variações semelhantes às do ano anterior, de -1,4 por cento e 1,1 por cento respetivamente. Também os contributos dos preços sujeitos a regulação e dos impostos foram semelhantes aos do ano anterior, contrastando este último com os elevados impactos observados em 2011 e 2012, decorrentes do aumento das taxas do IVA.

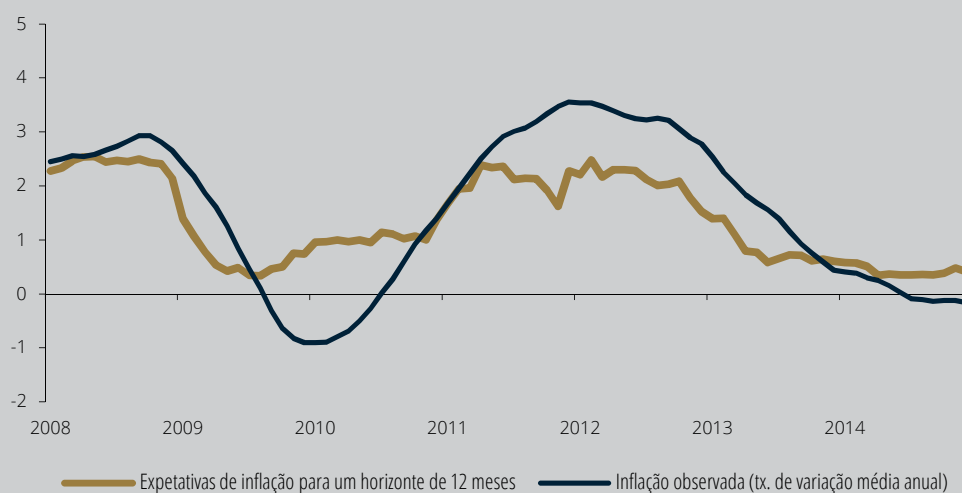
### Diminuição do peso das componentes com variações de preço negativas

O peso das componentes do IHPC que registaram taxas de variação homóloga negativas aumentou ligeiramente no início de 2014, atingindo um máximo histórico de 53,3 por cento

em março (Gráfico 6.3). Posteriormente parece ter ocorrido uma inversão da tendência de subida que se verificava há três anos, sobretudo devido ao comportamento das subcomponentes de serviços. No final de 2014, o peso das componentes com variação negativa ascendeu a 42,5 por cento.

### Expetativa de retorno da inflação para valores positivos, mas ainda reduzidos

As expetativas de inflação para 2014 divulgadas pela *Consensus Economics* foram sendo revistas ligeiramente em baixa ao longo do ano, acompanhando a trajetória da inflação média observada (Gráfico 6.4). Para 2015, é esperado um retorno da inflação a valores positivos, mas ainda reduzidos. A evolução da inflação em Portugal está intimamente associada às perspetivas de inflação na área do euro. Neste âmbito, as expetativas de uma recuperação económica moderada na união monetária, conjugada com uma política monetária expansionista, tenderão a contribuir para um aumento da taxa de inflação na área do euro para valores consistentes com o objetivo de estabilidade de preços no médio prazo.



**Gráfico 6.4 •**  
Expetativas de inflação  
| Em percentagem

Fontes: *Consensus Economics* e *Eurostat*.

## 7. Balança de pagamentos

A capacidade de financiamento da economia portuguesa manteve-se em 2014, embora menor do que no ano anterior

No período entre 2010 e 2013 observou-se um significativo processo de ajustamento nas contas externas da economia portuguesa, com o saldo conjunto das balanças corrente e de capital a variar perto de 12 p.p. do PIB. Em 2014, a economia portuguesa manteve uma significativa capacidade de financiamento em percentagem

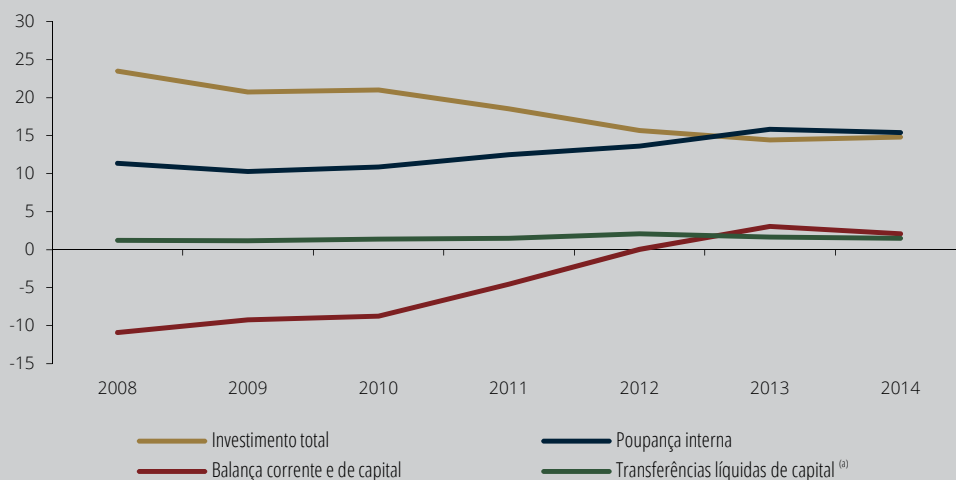
do PIB. O saldo conjunto das balanças corrente e de capital foi de 2,1 por cento do PIB em 2014, tendo-se reduzido 1,0 p.p. face ao ano anterior (Quadro 7.1). Esta redução da capacidade de financiamento da economia portuguesa resultou tanto do aumento do investimento como da diminuição da poupança interna, enquanto as transferências líquidas de capital estabilizaram (Gráfico 7.1). Esta evolução ocorreu num contexto de moderada recuperação económica, após três anos de recessão caracterizados por uma forte contração no investimento (Capítulo 5).

**Quadro 7.1 • Balança corrente e balança de capital | Saldos em percentagem do PIB**

	2012	2013	2014
Balança corrente e balança de capital	0,0	3,1	2,1
Balança corrente	-2,1	1,4	0,6
Balança de bens e serviços	-0,1	1,7	1,1
Bens	-5,6	-4,7	-5,2
Serviços	5,5	6,5	6,3
<i>dos quais:</i>			
Viagens e turismo	3,4	3,6	4,1
Balança de rendimento primário	-2,6	-1,1	-1,4
Balança de rendimento secundário	0,6	0,8	0,9
<i>do qual:</i>			
Remessas de emigrantes / imigrantes	1,3	1,5	1,5
Balança de capital	2,1	1,6	1,5

Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Gráfico 7.1 • Financiamento da economia**  
| Em percentagem do PIB



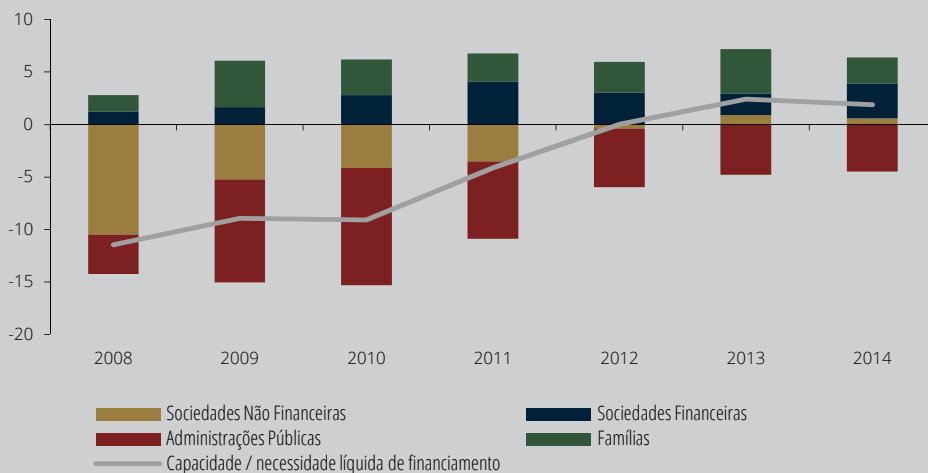
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Inclui a aquisição líquida de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

Dados os elevados níveis de endividamento acumulados ao longo das últimas duas décadas, a manutenção de excedentes nas balanças corrente e de capital terá de constituir uma característica estrutural da economia portuguesa no futuro.

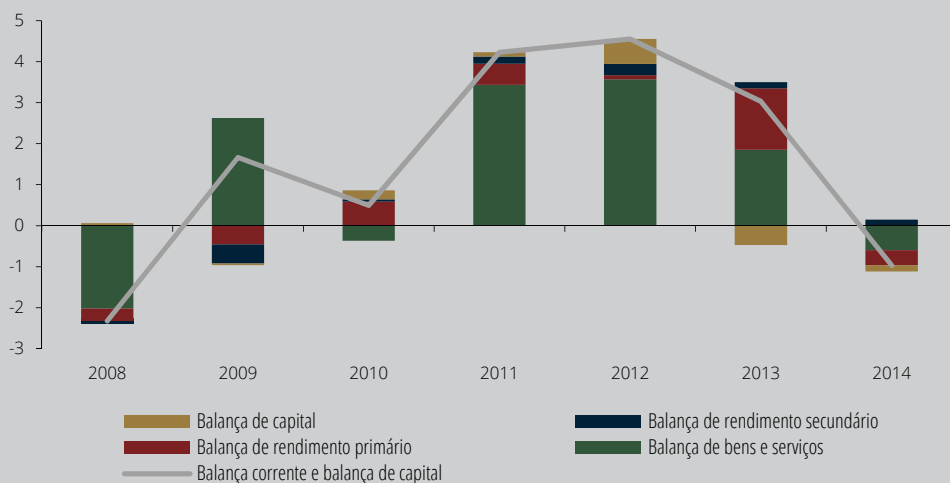
Em 2014, apenas o setor das administrações públicas apresentou necessidades de financiamento (Gráfico 7.2), embora ligeiramente inferiores às registadas no ano anterior<sup>26</sup>. O processo de desalavancagem do setor privado

refletiu-se em 2013 num aumento da capacidade de financiamento das famílias e das sociedades não financeiras. Esta situação alterou-se em 2014, com particular incidência nas famílias, que deram o principal contributo para a diminuição da capacidade de financiamento da economia portuguesa face ao ano anterior. A evolução do setor das famílias foi parcialmente compensada pelo comportamento das sociedades financeiras, que registaram um aumento do saldo dos rendimentos de propriedade.



**Gráfico 7.2 •**  
Necessidades de financiamento da economia por setor institucional  
| Em percentagem do PIB

Fonte: INE.



**Gráfico 7.3 •**  
Decomposição da variação do saldo da balança corrente de capital  
| Em percentagem do PIB

Fontes: INE e Banco de Portugal.

## Manutenção de um excedente da balança de bens e serviços, mas menor do que no ano anterior

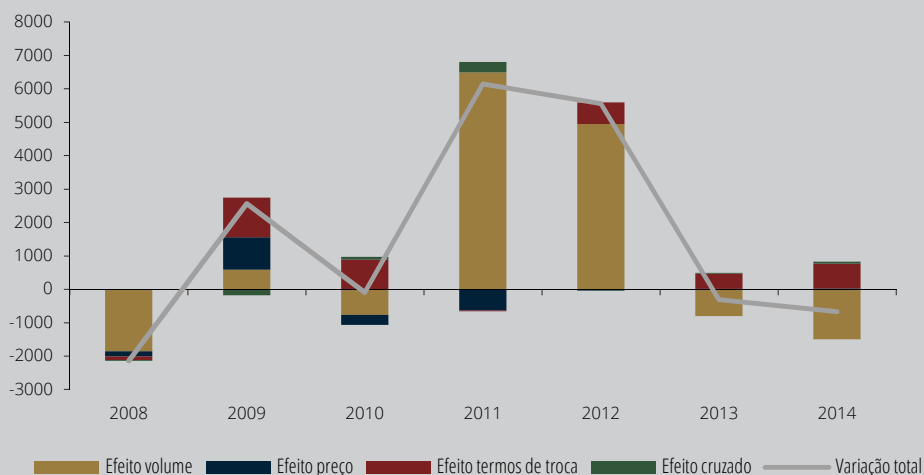
A redução do saldo conjunto das balanças corrente e de capital em 2014 deveu-se principalmente à evolução da balança corrente, cujo saldo desceu de 1,4 por cento do PIB para 0,6 por cento (Gráfico 7.3). Por seu turno, a balança de capital registou em 2014 um saldo de 1,5 por cento do PIB, um valor semelhante ao registado no ano anterior.

Entre 2010 e 2013, a evolução da balança de bens e serviços contribuiu de forma determinante para a melhoria no saldo das contas externas, tendo o principal ajustamento ocorrido na balança de bens, que reduziu o seu défice em 6 p.p. do PIB. Em 2014 esta trajetória foi interrompida, tendo o défice da balança de bens aumentado 0,5 p.p. face a 2013, para 5,1 por cento do PIB. Esta evolução foi condicionada pela dinâmica das exportações e importações de combustíveis (Capítulo 5). Em 2014, a variação negativa do saldo da balança de bens excluindo combustíveis manteve as características do ano anterior, com a melhoria dos termos de troca a não compensar o aumento do volume importado<sup>27</sup> (Gráfico 7.4). No caso dos

combustíveis, verificou-se uma forte diminuição do volume exportado líquido, fator que está associado à interrupção temporária no funcionamento de uma empresa de refinação e à acumulação de existências no início do ano, o que explicou em larga medida o aumento do défice da balança de bens face a 2013 (Gráfico 7.5).

O saldo da balança de serviços em percentagem do PIB manteve-se relativamente estável em 2014, interrompendo uma sequência de três anos com ganhos em torno de 1 p.p. A decomposição da variação do saldo indica um menor dinamismo no volume de exportações de serviços, mantendo-se os restantes contributos constantes. Em particular, não se verificou uma melhoria dos termos de troca dos serviços exportados pela economia portuguesa no conjunto dos últimos três anos (Gráfico 7.6). No entanto, é de realçar a contínua melhoria da conta de viagens e turismo, que registou uma subida de 1,7 p.p. nos últimos cinco anos e atingiu 4,1 por cento do PIB em 2014. Por seu turno, ocorreu em 2014 uma queda em várias outras rubricas de serviços, nomeadamente transportes e outros serviços prestados a empresas, o que levou a uma relativa estabilidade do saldo desta balança.

**Gráfico 7.4 •**  
Decomposição da variação do saldo da balança de bens excluindo combustíveis  
| Em milhões de euros



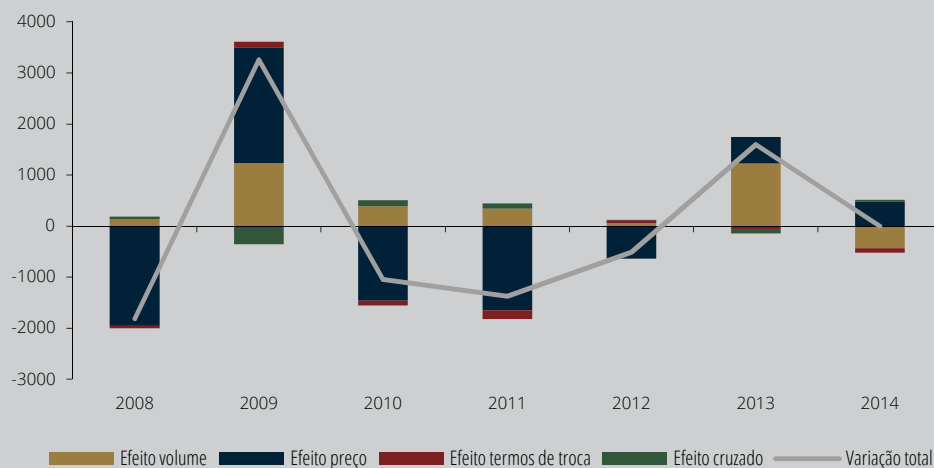
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O contributo das importações corresponde ao simétrico da respetiva variação.

## Redução do saldo da balança de rendimento primário e estabilidade no saldo conjunto das balanças de rendimento secundário e de capital

O saldo da balança de rendimento primário diminuiu de -1,1 por cento para -1,4 por cento do PIB. Esta alteração deveu-se à diminuição líquida de rendimentos de investimento e de outros rendimentos primários<sup>28</sup>. Relativamente aos rendimentos de investimento, verificou-se

um forte aumento dos rendimentos relacionados com investimento em títulos de dívida de longo prazo, devido tanto a um aumento de recebimentos como a uma diminuição de pagamentos, num total de 0,6 por cento do PIB. Esta melhoria foi superada por uma redução de 0,8 p.p. do saldo na componente de investimento direto, causada em partes semelhantes por uma redução dos recebimentos e por um aumento dos pagamentos. O saldo conjunto das balanças de rendimento secundário e da balança de capital apresentou-se estável face a 2013, em linha com uma

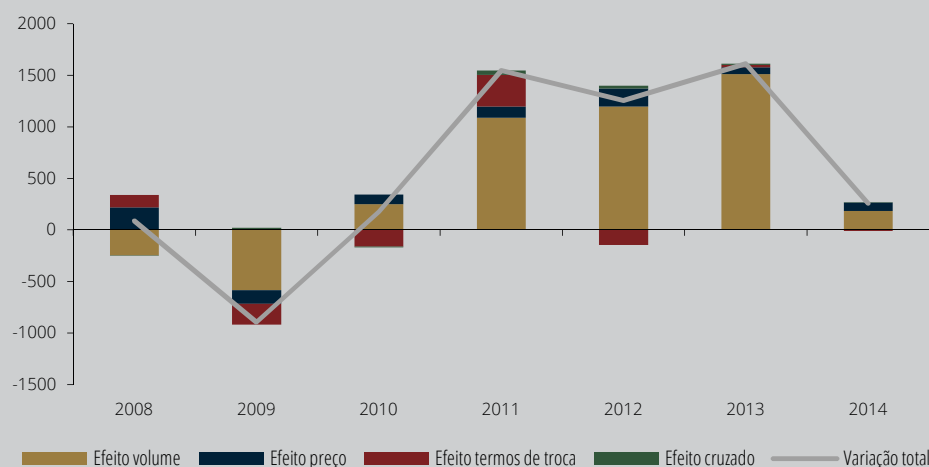


**Gráfico 7.5 •**  
Decomposição da variação do saldo da balança de combustíveis

| Em milhões de euros

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O contributo das importações corresponde ao simétrico da respetiva variação.



**Gráfico 7.6 •**  
Decomposição da variação do saldo da balança de serviços

| Em milhões de euros

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: O contributo das importações corresponde ao simétrico da respetiva variação.

relativa manutenção em percentagem do PIB das transferências da União Europeia relativas a fundos estruturais. Também as remessas de emigrantes se mantiveram praticamente inalteradas, após uma subida gradual ao longo dos anos mais recentes (Caixa “Evolução das remessas de emigrantes”).

### Saldo da balança financeira reflete saída líquida de fundos

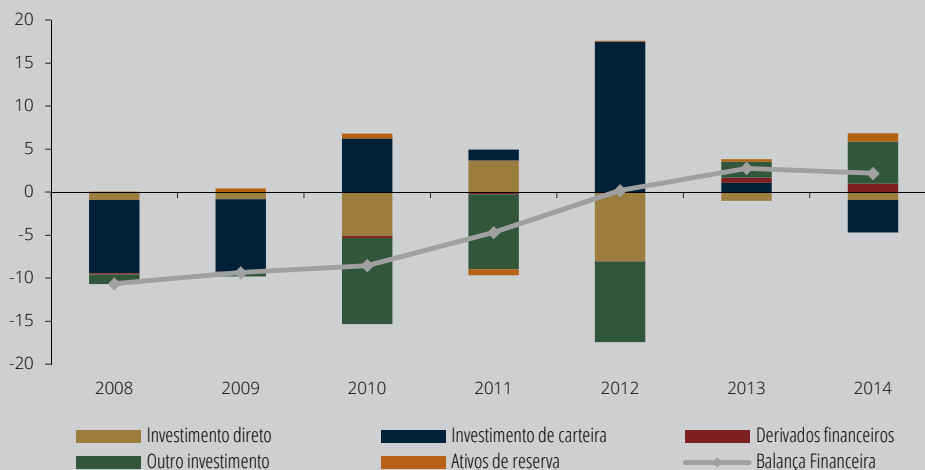
Em 2014 registou-se uma saída líquida de fundos, ainda que inferior em percentagem do PIB à observada em 2013. As principais variações registaram-se nas contas de outro investimento e de investimento de carteira (Gráfico 7.7). Relativamente ao investimento de carteira, foi transversal uma degradação da situação líquida nas categorias de títulos de dívida de longo prazo, curto prazo e de participações de capital e fundos de investimento, causada em particular por uma variação conjunta positiva de passivos, a primeira desde 2009. No que se refere aos títulos de dívida de longo prazo das administrações públicas, observou-se um aumento líquido de 3,6 por cento dos títulos detidos por não residentes, o que compara com uma diminuição de 1,2 por cento no ano anterior, facto que estará ligado a um maior volume de financiamento do soberano nos mercados financeiros internacionais. Este facto foi compensado pela melhoria da

componente de outro investimento, associada a um menor aumento nos empréstimos de não residentes, em particular ao setor das administrações públicas, o que indicia uma substituição de fontes de financiamento.

### Posição de investimento internacional melhorou significativamente graças ao saldo das balanças e a variações de preço

A posição de investimento internacional (PII) da economia portuguesa apresentou uma melhoria de 7,0 p.p. do PIB em 2014, atingindo agora -111,6 por cento, um valor ainda muito negativo em termos históricos e internacionais. A variação positiva da PII medida em percentagem do PIB pode ser decomposta em três fatores de magnitude semelhante. O primeiro foi o aumento de 2,2 por cento do PIB nominal, o que reduziu o valor relativo do *stock* em cerca de 2,5 p.p. Em segundo lugar, o saldo das transações (balança financeira) ascendeu a 2,2 por cento do PIB. Um terceiro efeito de impacto semelhante diz respeito às variações de preço de ativos e passivos, em particular dos títulos de participação no capital (1,8 p.p.) e do ouro monetário em barra (0,8 p.p.). No caso dos primeiros, foi visível uma forte diminuição do valor de mercado do investimento direto detido por investidores não

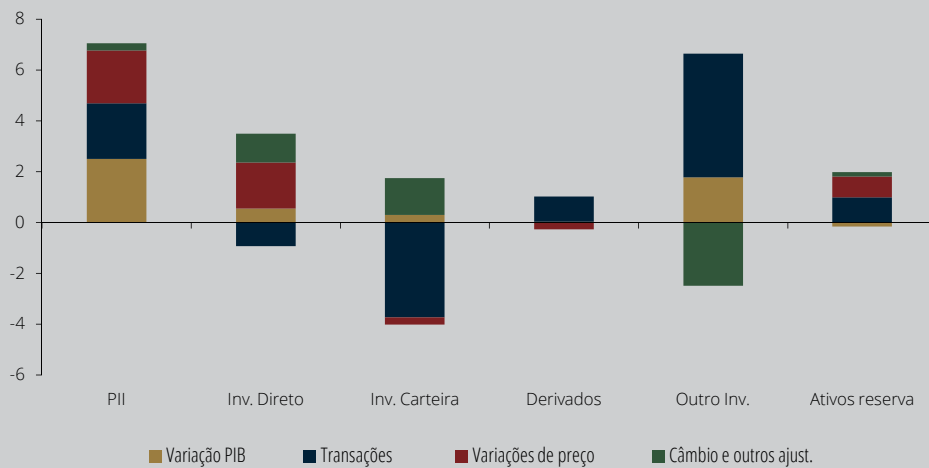
**Gráfico 7.7 •**  
Balança financeira  
– saldo e variação  
líquida por  
instrumento  
| Em percentagem  
do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE.

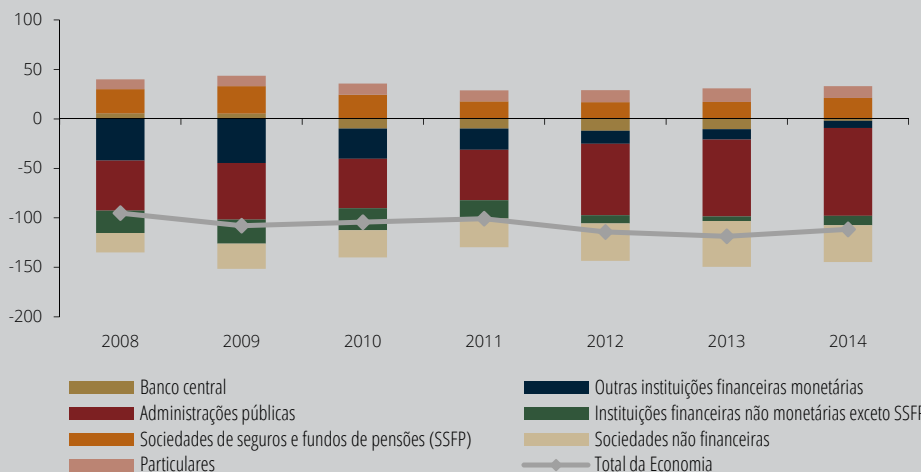
residentes em entidades residentes (-2,9 por cento do PIB), em particular em outras instituições financeiras monetárias e sociedades não financeiras. Tal efeito foi visível também no investimento de carteira (-4,3 por cento), mas compensado pela valorização de títulos de dívida de longo prazo (+4,8 por cento), facto que está relacionado com a diminuição das taxas de juro soberanas e com a redução da percepção de risco da dívida portuguesa. No caso do ouro monetário, registou-se uma recuperação parcial da forte desvalorização ocorrida em 2013, equivalente a 2,8 por cento do PIB. Estes factos contribuíram para que as sociedades

não financeiras e o banco central fossem os setores institucionais com as principais melhorias na PII, de 9,1 por cento e 8,5 por cento do PIB, respetivamente (Gráfico 7.8). Em sentido contrário, as administrações públicas apresentaram uma deterioração da PII de 11,1 por cento do PIB, a maior entre todos os setores. As perdas resultam tanto de necessidades de financiamento cobertas por empréstimos e títulos como das suas referidas valorizações. A PII deste setor tem-se deteriorado nos últimos anos, atingido uma diminuição de quase 39 p.p. desde 2010, situando-se agora numa posição deficitária de 89 por cento do PIB.



**Gráfico 7.8 •**  
Variação da posição de investimento internacional por instrumento entre 2013 e 2014  
| Em percentagem do PIB

Fontes: Banco de Portugal e INE.



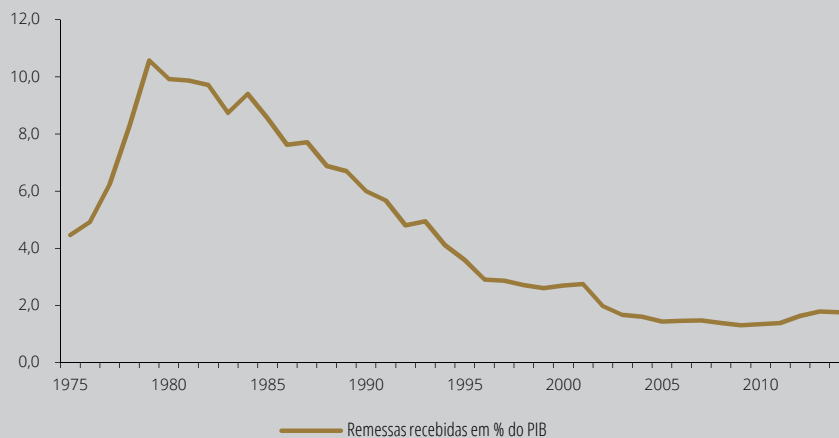
**Gráfico 7.9 •**  
Posição de investimento internacional por setor institucional  
| Em percentagem do PIB

Fontes: Banco de Portugal e INE.

### Caixa 7.1 | Evolução das remessas de emigrantes

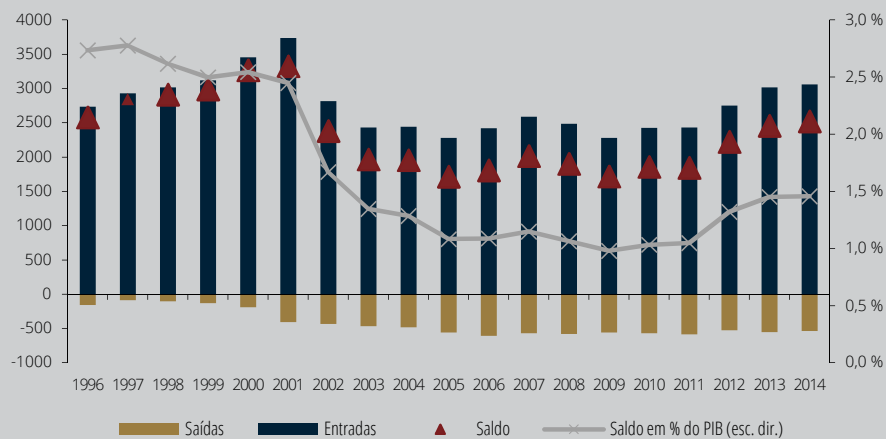
A perceção de que Portugal é um país de emigração está enraizada na sua identidade. Ao longo do século XX os fluxos de emigração foram elevados, levando à formação de comunidades importantes em países dos continentes europeu, africano e americano. O envio de remessas para os residentes chegou a assumir uma importância muito significativa na economia portuguesa, tendo atingido um máximo de 10.6 por cento do PIB em 1979 (Gráfico 1). A importância destes fluxos foi-se reduzindo à medida que a economia portuguesa cresceu durante as décadas de 80 e 90. Na viragem para o século XXI, a imagem de país de emigração deu lugar à de um país de imigração. Portugal tornou-se então recetor de imigrantes, com aumentos significativos das comunidades brasileira, ucraniana, romena e chinesa, entre outras<sup>29</sup>. Neste contexto, o saldo das remessas líquidas em percentagem do PIB atingiu o mínimo histórico de 1 por cento em 2009 (Gráfico 2).

**Gráfico 1 • Remessas líquidas em percentagem do PIB desde 1975 | Em percentagem**



Fontes: Banco de Portugal e INE.

**Gráfico 2 • Evolução das remessas entre 1999 e 2014 | Em milhões de euros**



Fontes: Banco de Portugal e INE.



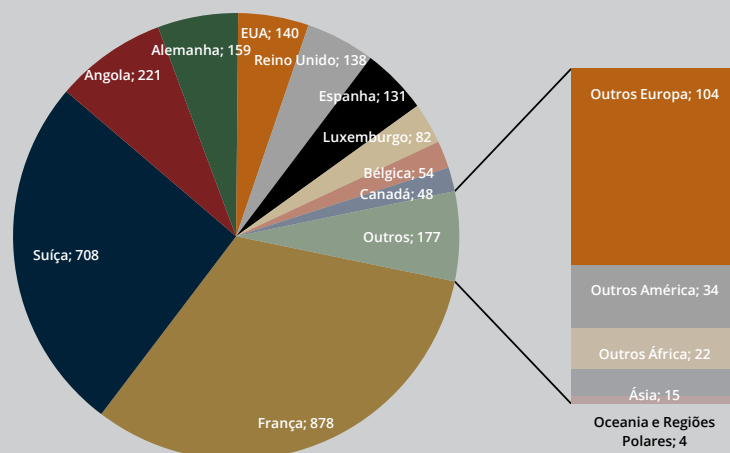
A deterioração das condições no mercado de trabalho verificada ao longo do processo de ajustamento da economia portuguesa deu origem a uma nova tendência de saída de portugueses para o estrangeiro (Capítulo 4). De facto, verificou-se um aumento de 46 por cento nas remessas líquidas nominais entre 2009 e 2014, que valem agora 1,4 por cento do PIB. É no entanto claro que o peso relativo deste fenómeno está ainda muito aquém do que se verificou nas décadas de setenta e oitenta.

A evolução das remessas depende de vários fatores. Por um lado, relaciona-se com a dimensão do número de emigrantes e imigrantes, bem como com a sua taxa de poupança e propensão para as reenviar para o país de origem. Por outro lado, depende da evolução da situação económica nos países de residência e com a variação cambial da moeda destes países face à do país de destino. Este último fator teve uma importância determinante na evolução das remessas recebidas pela economia portuguesa nos anos setenta e oitenta, marcados por fortes desvalorizações do escudo face às moedas dos países de residência dos emigrantes.

Entre 2009 e 2014, as remessas recebidas aumentaram 34,2 por cento em termos nominais, que corresponde a um aumento de 0,5 p.p. do PIB, enquanto as remessas enviadas se mantiveram relativamente estáveis. Os dez maiores países emissores de remessas contribuíram com 95 por cento do total recebido em 2014 (Gráfico 3) e foram responsáveis por 98 por cento do aumento das remessas recebidas desde 2009. Refira-se também que mais de 75 por cento deste aumento teve origem em países que não pertencem à área do euro (com destaque para a Suíça e Angola).

Relativamente às remessas enviadas, observou-se uma relativa estabilidade nos últimos cinco anos, com uma variação de -4 por cento em termos nominais, mas com uma alteração na composição dos países recetores. Realça-se a diminuição mais significativa nos envios de remessas para o Brasil e para a Ucrânia, e um aumento significativo das remessas enviadas para a China.

**Gráfico 3 • Origem das remessas recebidas entre 2010 e 2014**  
| Média anual em milhões de euros



Fonte: Banco de Portugal.

## Notas

1. Esta expansão traduziu-se num aumento programado da base monetária, no alargamento dos ativos a comprar e na extensão da maturidade residual da carteira de títulos de dívida pública, mantendo as compras de ativos até atingir o objetivo de inflação.
2. Ver caixa “Medidas recentes de política monetária não convencional” do *Boletim Económico* de dezembro de 2014.
3. Ver o sítio [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html) para mais detalhes sobre o programa.
4. Ver Tema em Destaque 1 “Transmissão da política monetária na área do euro” no *Boletim Económico* de outono de 2012.
5. Foi utilizado o estimador de efeitos fixos de painel.
6. Utilizou-se uma medida de competitividade que, de acordo com o *World Economic Forum*, é definida como o conjunto de instituições, políticas e fatores (num total de 12 pilares) que determinam o nível de produtividade do país.
7. A IES consiste em informação contabilística anual de todas as empresas portuguesas no período 2005-2013. Dado que a mudança de regras de contabilísticas em 2010 (de POC para SNC) implica alguma perda na comparabilidade dos dados, neste caixa serão apenas utilizados dados a partir de 2010.
8. A IES inclui o ano de constituição das empresas, o que permite identificar a sua entrada no mercado. A saída de uma empresa do mercado é identificada pelo facto de a sua informação deixar de constar da base de dados da IES. Dada a existência de falhas de reporte por parte de empresas em alguns anos, a identificação das saídas tem maior rigor quanto mais anos passam sem que essa empresa seja observada na base de dados.
9. De notar que, o défice apurado no âmbito do *Procedimento dos Défices Excessivos* de março de 2015 não inclui qualquer impacto da capitalização do Novo Banco.
10. As decisões do Tribunal Constitucional relevantes neste contexto constam do Acórdão n.º 413/14, de 30 de maio, e do Acórdão n.º 862/13, de 19 de dezembro.
11. O efeito da assunção da dívida garantida do Fundo de Contragarantia Mútuo e do reconhecimento de perdas associadas a crédito malparado do BPN crédito também está incluído nas medidas temporárias. Para uma descrição das medidas temporárias e fatores especiais relativos a anos anteriores a 2014 ver os Relatórios Anuais do Banco de Portugal de 2011 e 2012 e o *Boletim Económico* de abril de 2013. Importa referir que, no decorrer de 2013, a definição de medidas temporárias utilizada no âmbito do Eurosistema foi alterada no sentido de incluir as transações relacionadas com o apoio ao sistema financeiro, anteriormente classificadas como fatores especiais na abordagem seguida pelo Banco de Portugal.
12. A componente cíclica do saldo orçamental é calculada de acordo com a metodologia definida no âmbito do Eurosistema.
13. A interrupção da vigência desta medida resultou da decisão do Tribunal Constitucional constante do Acórdão n.º 413/14, de 30 de maio, que declarou esta medida inconstitucional mas sem efeitos retroativos.
14. A Lei n.º 75/2014, de 12 de setembro, procedeu à reintrodução das reduções remuneratórias em vigor desde 2011.
15. O impacto das medidas excluídas da despesa de capital foi mais significativo em 2014 (0,8 por cento do PIB tendencial) do que em 2013 (0,4 por cento do PIB tendencial).
16. Este valor é consistente com o défice apurado no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos de março de 2015 (ver nota 9).
17. Note-se que dos 12 mil milhões de euros previstos para apoio ao sistema financeiro, no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira, 4 mil milhões de euros foram recebidos por Portugal no início de 2014.
18. A taxa de juro implícita resulta do rácio entre a despesa em juros e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e do ano anterior.
19. Bélgica, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Chipre, Portugal, Eslovénia e Finlândia de acordo com os dados divulgados pelo *Eurostat*.
20. De notar que a metodologia da Comissão Europeia, relevante no âmbito da avaliação do cumprimento dos compromissos europeus, difere da abordagem usada nas estimações do Banco de Portugal – em linha com os procedimentos do Eurosistema. A diferença na variação do saldo primário estrutural decorre da metodologia do ajustamento cíclico e da definição de medidas temporárias consideradas.
21. Para maior detalhe sobre a metodologia subjacente à elaboração destes contributos ver: Kremer *et al.* (2006), “A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances”, *ECB Working paper* no. 579; e Braz, C. (2006), “O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma atualização”, *Boletim Económico* do inverno do Banco de Portugal.
22. Esta rubrica esteve afetada pela redução da despesa com os vencimentos dos trabalhadores das administrações públicas e, em sentido inverso, pelo pagamento de indemnizações no âmbito das rescisões por mútuo acordo.
23. Como referido no *Boletim Económico* de outubro e de dezembro de 2014, e enfatizado pelo INE no Destaque das Estatísticas do Emprego, o Inquérito ao Emprego foi sujeito a uma atualização da sua base de amostragem, a qual passou a ser gradualmente construída a partir dos dados dos Censos 2011 desde o terceiro trimestre de 2013 (estando o processo de transição concluído no final de 2014). Esta atualização traduz-se numa melhoria da cobertura da base amostral mas implica maior incerteza dos resultados no período de transição.
24. Note-se que estes TCO incluem, para além dos Membros de Órgãos Estatutários, os funcionários públicos inscritos na Segurança Social. Porém, esta evolução corresponderá de uma forma global à evolução do emprego privado por conta de outrem, dado o peso estimado de cada uma das suas componentes no passado recente.
25. Uma variação significativa do investimento num dado ano é suscetível de afetar consideravelmente o crescimento da procura agregada nesse mesmo ano. No entanto, o seu impacto sobre o nível de capital após descontado o valor da depreciação é frequentemente impercetível numa base anual. É essa a principal razão pela qual a análise macroeconómica tipicamente avalia o impacto do investimento do ponto de vista da procura agregada.

26. Refira-se ainda que, de acordo com as Contas Nacionais Anuais de 2012, recentemente divulgadas pelo INE, a capacidade de financiamento das famílias em percentagem do PIB reduziu-se significativamente face às anteriores estimativas para esse ano (de 4,6 para 3,0 por cento). Esta alteração esteve essencialmente associada a uma revisão em baixa das remunerações do trabalho e dos rendimentos de propriedade e de capital. Em contrapartida, verificou-se uma significativa revisão em baixa das necessidades de financiamento das empresas não financeiras (de 3,1 para 0,4 por cento do PIB). Estas alterações tiveram um impacto persistente nos níveis de poupança e de investimento do setor privado nos anos subsequentes.

27. Para uma explicação mais detalhada sobre o modo como a variação do saldo de uma balança é decomposta nos efeitos de volume, de preço, de termos de troca e cruzado, ver: “Caixa 4.2 Variação do saldo da balança de bens no primeiro semestre de 2012: decomposição entre os efeitos volume, preço e termos de troca”, Banco de Portugal, *Boletim Económico* – outono de 2012.

28. Inclui rendas, impostos sobre a produção e importações, e subsídios, incluindo os recebimentos provenientes de alguns fundos estruturais da UE.

29. INE (2012), “A População Estrangeira em Portugal – População estrangeira cresceu cerca de 70 % na última década”, de 17 de dezembro de 2012.





## TEMA EM DESTAQUE

O mercado de trabalho português  
e a grande recessão



# O mercado de trabalho português e a grande recessão

## 1. Introdução

Desde o início do século que a economia portuguesa e o mercado de trabalho em particular têm tido uma evolução desfavorável. O período de expansão dos anos noventa, quando tanto o crescimento real do PIB como a taxa de desemprego rondavam os 4 ou 5 por cento, terminou abruptamente com a recessão de 2002-2003 (Gráfico 1). Depois deste episódio, enquanto a economia ainda teve um período breve de crescimento entre 2004 e o final de 2007, a situação no mercado de trabalho, medida pela evolução da taxa de desemprego, agravou-se de forma continuada. Na recessão mais profunda de que há memória recente, a taxa de desemprego atingiu um máximo de 17,5 por cento no início de 2013, tendo a partir daí começado a baixar de forma gradual, acompanhando a trajetória de recuperação da economia.

O comportamento do mercado de trabalho resulta da interação do ciclo económico com as decisões dos agentes económicos – trabalhadores e empresas – bem como com as

estruturas específicas de cada país, como as instituições do mercado de trabalho e as características das empresas e da população ativa. Neste sentido, o mercado laboral português pode ser, devido a várias características estruturais, mais sensível às desacelerações da atividade económica. Apesar dos progressos substanciais dos últimos anos, a população ativa portuguesa ainda tem um nível de escolaridade baixo, particularmente quando comparada com a dos países da União Europeia (UE); as pequenas e médias empresas (PME) continuam a ter um grande peso no tecido empresarial, sendo que este tipo de empresas é mais vulnerável a situações económicas mais desfavoráveis; e, finalmente, as características das instituições do mercado de trabalho, tais como os sistemas de negociação salarial coletiva, de proteção ao emprego e de apoio ao desemprego, condicionam o processo de ajustamento.

As consequências destas características estruturais, embora não fossem impercetíveis, pareciam em grande parte neutras à luz do bom

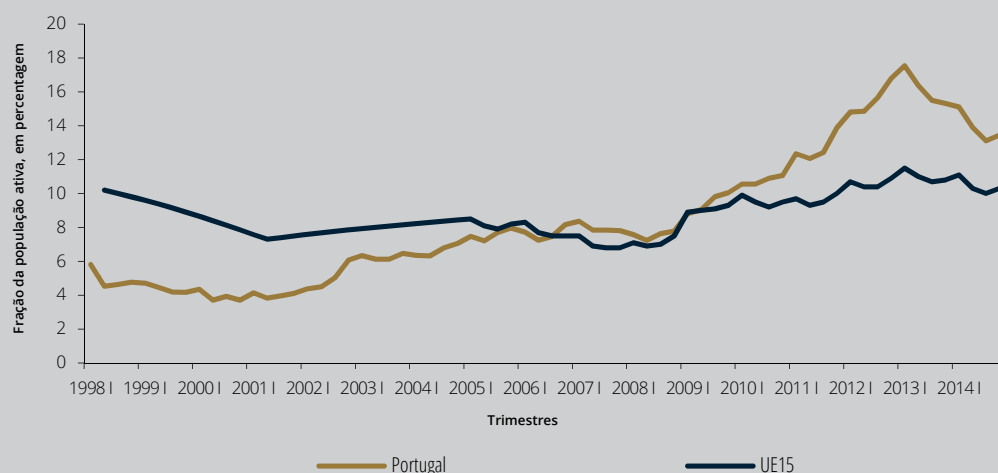


Gráfico 1 • Taxa de desemprego

Fontes: INE e Eurostat.

Notas: Quebra de série para Portugal no primeiro trimestre de 2011. Os valores para UE15 anteriores ao primeiro trimestre de 2005 são linearmente interpolados de dados anuais.

desempenho económico do final dos anos noventa. No entanto, quando a economia começou a contrair no início deste século, a influência destas características começou a fazer-se sentir de uma forma mais premente, e quando Portugal sofreu o duplo efeito da Grande Recessão e da crise da dívida soberana, o desajustamento de algumas destas instituições tornou-se evidente. O resultado foi um nível recorde e particularmente oneroso de desemprego: associado a longas durações de desemprego, que afetam crescentemente os trabalhadores mais jovens, levando à erosão do seu capital humano e assim comprometendo não só os seus ganhos salariais futuros, mas também o desempenho futuro da economia.

Confrontadas com um choque económico muito adverso, as empresas procuraram diminuir custos, incluindo a massa salarial. Teoricamente, o ajustamento poderia ser feito através de uma combinação de cortes nos salários reais e / ou no nível de emprego<sup>1</sup> (e ajustando a sua composição). No entanto, o sistema de negociação salarial em Portugal resulta num grau de rigidez dos salários nominais que, quando combinado com uma baixa taxa de inflação, torna difícil ajustar os salários reais<sup>2</sup>. Por isso, apesar de ter havido uma moderação no crescimento salarial, a maior parte do ajustamento fez-se à custa de reduções de emprego e alterações na sua composição.

Por sua vez, o elevado nível de proteção ao emprego dos contratos sem termo e a desigualdade dessa proteção face aos contratos a termo, condicionaram o processo de ajustamento. A utilização da margem de separação tinha um custo muito elevado para as empresas (particularmente para contratos sem termo, também designados como permanentes). Deste modo, o processo de ajustamento foi mais gradual do que seria desejável porque foi feito principalmente através de reduções nas contratações. Isto significa que a maior parte da rotatividade e redução de emprego líquido ocorreu nas situações de contratos a prazo. A incidência deste tipo de contrato nos trabalhadores mais jovens pode, por sua vez, explicar parte do aumento de desemprego

nesta faixa etária. Finalmente, note-se que as longas durações estatutárias do subsídio de desemprego em conjunto com a deterioração das perspectivas de emprego podem ter contribuído para o aumento acentuado na duração do desemprego.

Durante a recessão, muitos outros fatores influenciaram simultaneamente a economia – o processo de desalavancagem e a política orçamental contracionista – elementos indispensáveis para o processo de ajustamento da economia portuguesa, e que neste artigo são referidos simplesmente como “outros choques” para a economia. Esta opção foi tomada, não porque estes fatores não tenham consequências próprias, mas para permitir destacar o que é mais específico ao mercado de trabalho.

O artigo começa por caracterizar o mercado de trabalho português desde o começo deste século até à Grande Recessão em termos dos seus aspetos estruturais, como as características da oferta do trabalho, composição setorial, e as instituições laborais. Em seguida, documenta o comportamento do mercado de trabalho no contexto da Grande Recessão em termos das suas variáveis mais importantes, argumentando que esse mesmo comportamento é o resultado da interação entre o ciclo económico, as instituições laborais, e reações comportamentais dos trabalhadores e empresas.

## 2. Aspetos estruturais

### 2.1. Características da oferta de trabalho

A população portuguesa, tal como a da maior parte das economias ocidentais avançadas, está a envelhecer de forma estrutural devido a uma combinação de baixas taxas de natalidade e de ganhos na esperança média de vida. Em 1998, o número de pessoas com idades entre os 15 e 24 anos era semelhante ao número com 65 ou mais anos. Hoje é aproximadamente metade (Gráfico 2)<sup>3</sup>. A idade mediana aumentou mais do que três anos desde o início do século<sup>4</sup>. Outro contributo para o envelhecimento da população nos últimos anos tem sido a inversão dos fluxos de imigração líquida. Imigrantes e emigrantes tendem a ser

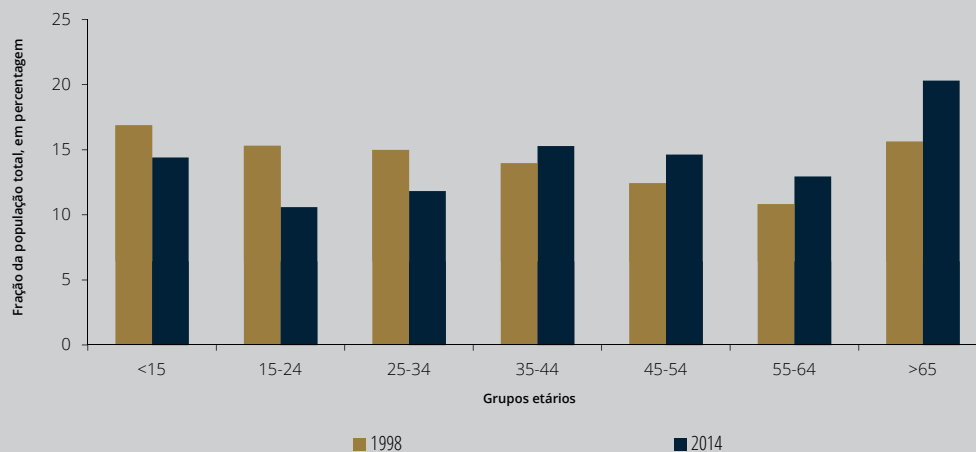


mais jovens do que a média da população, e se no início do século o saldo migratório português era positivo, com o começo da recessão tornou-se negativo, com mais indivíduos a saírem do país do que a entrarem.

O envelhecimento da população total não implica necessariamente o envelhecimento da população ativa, em particular se a taxa de participação dos trabalhadores mais velhos diminuir relativamente à dos trabalhadores mais jovens. No entanto, este não tem sido o caso em Portugal, onde a percentagem da população ativa entre os 15 e os 44 anos desceu de aproximadamente 40 por cento em 1998 até menos de

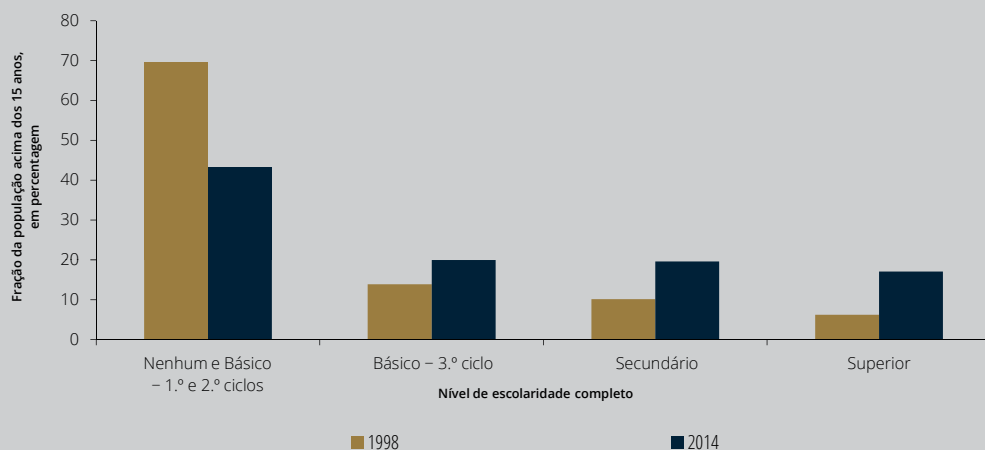
29 por cento em 2014<sup>5</sup>. Isto coloca um conjunto de desafios não só para a economia como um todo (em termos da sustentabilidade do sistema de segurança social e de aumentos na taxa de dependência dos idosos), mas também para o mercado de trabalho em particular. Trabalhadores mais velhos normalmente passam por períodos de desemprego mais prolongados e ficam mais facilmente desencorajados, deixando de procurar trabalho ativamente<sup>6</sup>.

Apesar dos níveis de escolaridade da população portuguesa terem aumentado significativamente nas últimas décadas (Gráfico 3) – a proporção de indivíduos com educação secundária



Fonte: INE.

Nota: Quebra de série no primeiro trimestre de 2011.



Fonte: INE.

Nota: Quebra de série no primeiro trimestre de 2011.

completa, ou superior, na população em idade ativa duplicou entre 1998 e 2013 – a realidade é que, em termos desta medida de capital humano, Portugal, com 40 por cento, continua muito abaixo da média da UE, onde esta taxa está perto dos 70 por cento. Isto apresenta desafios óbvios porque em geral os trabalhadores com mais escolarização tendem a ser aqueles que são mais produtivos e os que auferem salários mais elevados. São ainda também aqueles que exibem taxas de desemprego mais baixas e passam por períodos mais curtos de desemprego.

## 2.2. Transformação do setor empresarial

Relativamente à composição setorial do emprego, Portugal está a seguir um caminho comum ao das economias avançadas. Os serviços são, há já algum tempo, o setor que mais emprega e o seu crescimento, pelo menos até agora, não demonstra qualquer sinal de abrandamento (Gráfico 4). De facto, os serviços têm absorvido a maioria dos empregos que foram perdidos pelos setores em contração: agricultura, indústria e construção. O ritmo desta transformação tem sido relativamente rápido desde o início do século e tem representado um desafio para o mercado de trabalho, forçando, por exemplo, trabalhadores que começaram as suas carreiras nos setores em

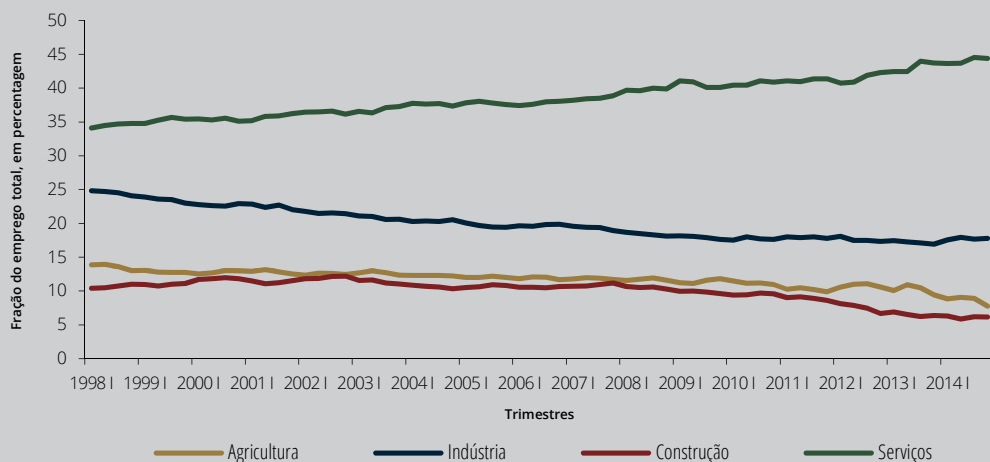
contração a uma rápida readaptação. O setor da construção é um exemplo frequentemente citado deste processo na última recessão ao ver a sua força de trabalho diminuir quase para metade.

Uma parte integrante do processo de desenvolvimento é o crescimento da dimensão média das empresas em termos de emprego. Ao longo deste processo, em geral o peso relativo das grandes empresas aumenta<sup>7</sup>. No entanto, este não tem sido o caso em Portugal, onde a dimensão média das empresas diminuiu nas últimas três décadas<sup>8</sup>. No conjunto da área do euro, dois terços do emprego privado pertence às PME, enquanto em Portugal este número atinge quase três quartos<sup>9</sup>. As PME tendem a ser mais vulneráveis a choques económicos, em grande medida porque têm dificuldades acrescidas de acesso aos mercados de crédito quando comparadas com as suas congéneres de maior dimensão. Por isso, exibem taxas de insucesso mais altas e estão sujeitas a maiores flutuações de emprego.

## 2.3. Instituições laborais

O mercado de trabalho português assenta num conjunto de características institucionais que tem evoluído lentamente mas que foi, recentemente, objeto de algumas reformas

Gráfico 4 •  
Transformação setorial



Fonte: INE.

Nota: Quebra de série no primeiro trimestre de 2011.

estruturais na sequência da adoção do Memorando de Entendimento (MdE) do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) em maio de 2011. Apresentam-se de seguida algumas das suas características mais relevantes.

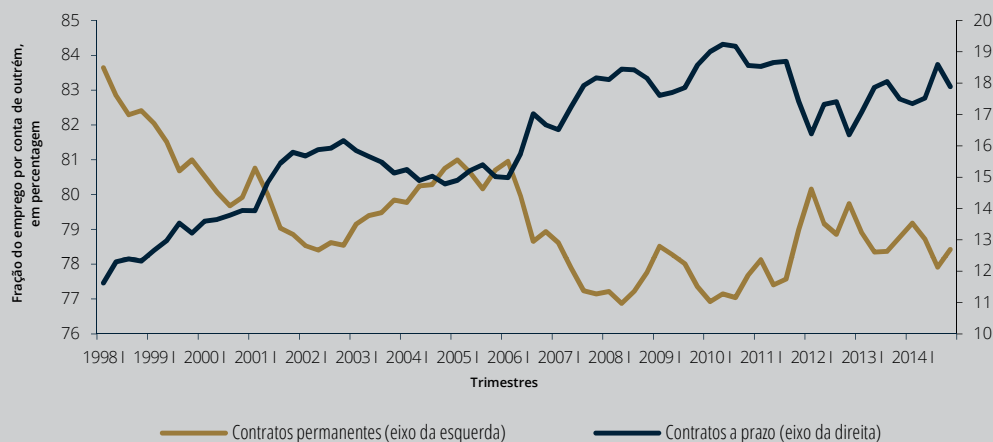
Existe uma baixa densidade sindical, na ordem dos 11 por cento no setor privado, e concentrada principalmente nos setores financeiros e segurador, bem como nos setores protegidos da concorrência<sup>10</sup>. Note-se, contudo, que por causa dos mecanismos de extensão descritos abaixo, este número é um indicador potencialmente enviesado do impacto dos sindicatos e da diferença entre empresas e trabalhadores sindicalizados e não sindicalizados. Portugal e Vilares (2013) documentam a existência de um prémio salarial considerável para empresas com uma densidade sindical mais alta, mas não se pronunciam sobre a direção da causalidade.

O sistema de negociação laboral em Portugal é muito centralizado e opera em conjunto com um mecanismo de extensão dos acordos coletivos, o que resulta numa cobertura de negociação coletiva que acaba por abranger cerca de 90 por cento dos trabalhadores<sup>11</sup>. Desta forma, a maioria dos acordos coletivos cobre toda a indústria ou setor em vez de ser específico a uma empresa ou pequeno grupo de empresas. Estes acordos são estendidos pelo Governo

por portarias de extensão a trabalhadores e empresas para além dos que são representados pelos sindicatos e associações de empresas que assinaram o acordo original<sup>12</sup>. As medidas tomadas na sequência do MdE diminuíram significativamente o número de novos acordos coletivos de trabalho, inicialmente congelando as extensões automáticas e depois tornando os critérios de extensão mais rigorosos. No entanto, a cobertura dos acordos ainda em vigor continua perto de 90 por cento<sup>13</sup>.

O grau de proteção ao emprego associado aos contratos permanentes tem sido muito mais alto do que aquele que a lei prevê para contratos a prazo. Esta diferença de proteção resultou num sistema laboral dualista que tem sido caracterizado pelo aumento da incidência do segundo tipo de contrato (Gráfico 5). Os contratos a prazo exibem taxas de rotatividade mais altas e são a principal margem de ajustamento para as empresas. As políticas adotadas depois do MdE resultaram numa diminuição desta diferença no que respeita aos pagamentos de indemnizações, mas continuam a existir diferenças importantes, designadamente sob a forma de custos de transação judiciais.

O sistema de subsídio de desemprego em Portugal em termos de durações estatutárias encontra-se acima da média da UE. Recentemente, e seguindo as recomendações do MdE,



**Gráfico 5 •**  
Emprego por tipo  
de contrato

Fonte: INE.

Nota: Quebra de série no primeiro trimestre de 2011.

o sistema foi sujeito a algumas mudanças. A abrangência é agora superior: requer contribuições para a Segurança Social de 360 dias nos últimos 24 meses (ao contrário dos 450 dias anteriormente necessários) e alguns trabalhadores por conta própria também podem ser abrangidos; mas a duração é mais curta: os subsídios podem durar de 150 a 780 dias, e dependem tanto da idade como da carreira contributiva do trabalhador (anteriormente podiam durar entre 270 e 1140 dias). A taxa de substituição é semelhante à de outros países europeus: 65 por cento dos salários médios no ano anterior ao desemprego, sujeito a um mínimo e um máximo<sup>14</sup>. Decorridos seis meses de atribuição, o subsídio é reduzido em dez por cento. Além disso, os trabalhadores desempregados que não têm acesso ao subsídio de desemprego, ou que já esgotaram a duração máxima do subsídio, podem beneficiar (dependendo das contribuições passadas e do rendimento familiar) de um subsídio social de desemprego no valor do Indexante dos Apoios Sociais (IAS) e que dura tanto tempo como o próprio subsídio de desemprego.

### 3. Comportamento recente do mercado de trabalho português

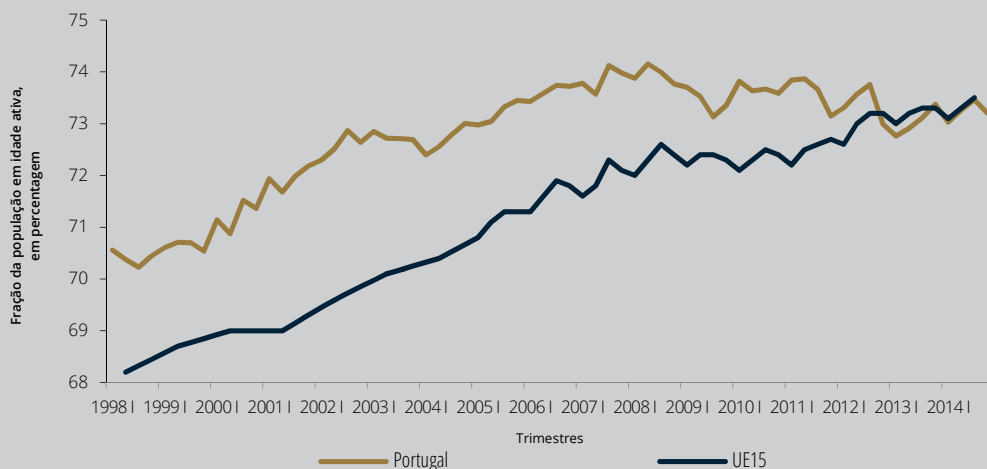
Até ao início da Grande Recessão, a taxa de participação em Portugal situava-se acima da

média da UE, devido a uma taxa elevada de participação feminina, a uma população ligeiramente mais nova e a fluxos migratórios líquidos positivos (Gráfico 6). No entanto, desde 2008, o crescimento da participação laboral foi interrompido, tendo a taxa de participação estagnado em cerca de 73 por cento, aproximadamente idêntica à da média europeia.

Até à Grande Recessão, o emprego tinha crescido em linha com a população e, em percentagem da população, estava acima da média da UE. Mas desde então, o rácio entre empregados e população tem-se reduzido acentuadamente, de um máximo de 69 por cento até um mínimo de 60 por cento, bastante abaixo da média europeia, que ronda os 65 por cento (Gráfico 7).

O desemprego, por seu turno, já apresentava uma tendência crescente antes da Grande Recessão, mas posteriormente atingiu níveis sem precedentes na economia portuguesa. Isto também é válido para o desemprego de longa duração, quer seja medido pela fração dos desempregados há mais de um ano (Gráfico 8), quer pela duração mediana do desemprego. As recessões estão normalmente associadas a aumentos na duração do desemprego e na fração de trabalhadores desempregados por períodos mais longos.

**Gráfico 6 •**  
Taxa de participação

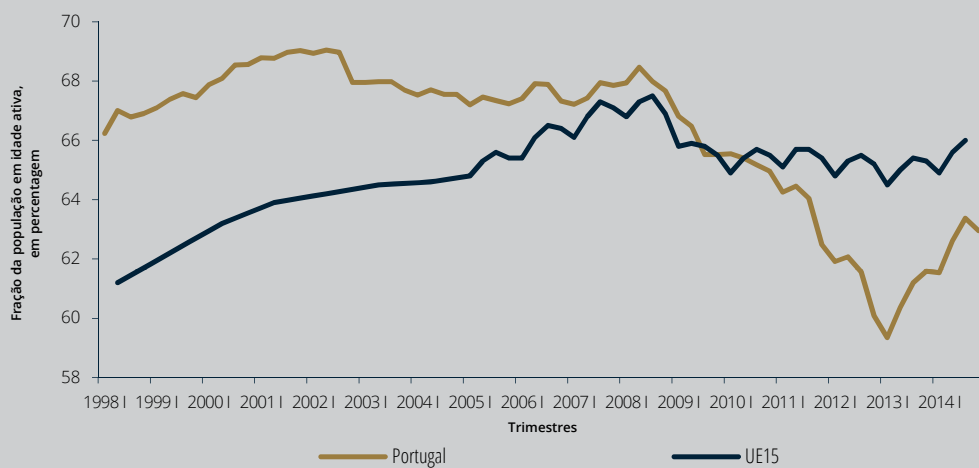


Fontes: INE e Eurostat.

Notas: Quebra de série para Portugal no primeiro trimestre de 2011. Os valores para UE15 anteriores ao primeiro trimestre de 2005 são linearmente interpolados de dados anuais.

Duas explicações muito citadas, para além da explicação imediata da desaceleração de procura, são (i) o aumento da incerteza torna as empresas mais relutantes em contratar; e (ii) como as recessões são períodos de transformação estrutural particularmente acelerada, o capital humano dos trabalhadores desempregados deprecia-se mais rapidamente e isso torna a sua reentrada no emprego mais difícil<sup>15</sup>.

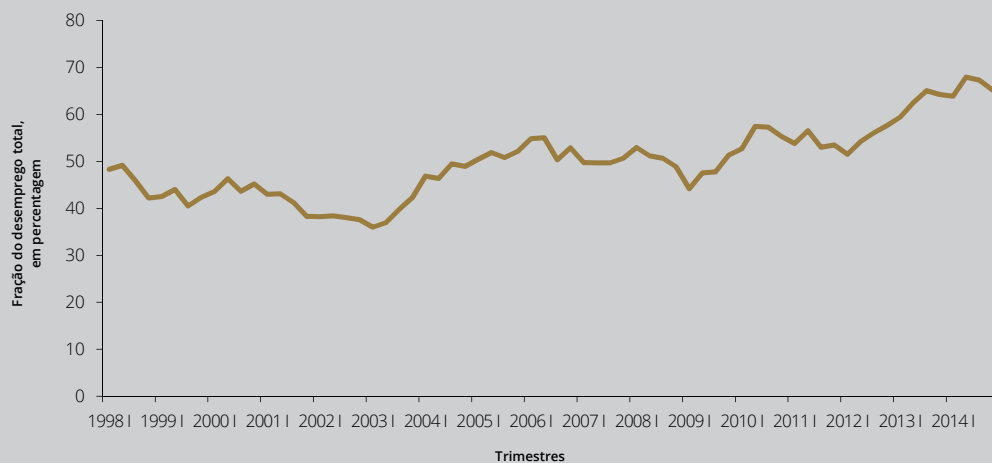
Fatores como a idade e a educação são determinantes estatísticos importantes das transições para o emprego e por isso, indiretamente, do desemprego de longo prazo<sup>16</sup>. No início do século, era 50 por cento menos provável que um trabalhador jovem estivesse desempregado há mais de um ano relativamente à média, enquanto para trabalhadores mais velhos esta situação era 1,5 vezes mais provável. Estas



**Gráfico 7 •**  
Rácio emprego-  
população  
em idade ativa

Fontes: INE e Eurostat.

Notas: Quebra de série para Portugal no primeiro trimestre de 2011. Os valores para UE15 anteriores ao primeiro trimestre de 2005 são linearmente interpolados de dados anuais.



**Gráfico 8 •**  
Desemprego  
de longa duração

Fonte: INE.

Nota: Quebra de série no primeiro trimestre de 2011.

diferenças têm diminuído: hoje em dia, a probabilidade de incidência do desemprego de longa duração é mais próxima entre faixas etárias e, em média, é mais alta<sup>17</sup>.

A recessão interagiu também com o sistema de subsídio de desemprego em vigor, que figura entre os mais generosos na UE, tanto em termos de generosidade de benefícios (depois de impostos) bem como em termos de durações estatutárias<sup>18</sup>. O subsídio de desemprego é importante durante o processo de procura de emprego porque permite uma melhor seleção de emprego e também porque ajuda a evitar flutuações excessivas de consumo durante este período sem rendimento salarial. Mas os subsídios também comportam um elemento de risco moral pois desencorajam a procura de trabalho e induzem períodos mais longos de desemprego que podem, por sua vez, levar a uma maior depreciação de capital humano<sup>19</sup>.

A incidência de desemprego no grupo etário mais jovem (15 a 24 anos) tem sido particularmente preocupante, com a taxa de desemprego jovem a atingir um máximo de mais de 40 por cento no início de 2013. É normal que os jovens tenham taxas de desemprego mais altas do que a média da população ativa, uma vez que muitos deles estão à procura do primeiro emprego e têm por isso taxas

de rotação mais altas enquanto procuram um emprego mais estável. O fator de proporcionalidade entre as duas taxas de desemprego é em média 2,1 desde 1998, o que significa que a taxa de desemprego para os mais jovens era cerca de duas vezes a taxa de desemprego total. No entanto, atualmente situa-se nos 2,4, o valor mais alto atingido neste século (Gráfico 9).

É importante enquadrar corretamente a questão do desemprego jovem. Note-se, em primeiro lugar, que a participação entre os jovens tem diminuído mais rapidamente do que para a população em idade ativa como um todo. Em 1998, a taxa de participação dos jovens era aproximadamente dois terços da taxa global; hoje é menos de metade (Gráfico 10). O rácio emprego-população jovem diminuiu ainda mais. Isto significa que, enquanto conjunto, não como indivíduos, a maioria da parcela dos jovens que já não está classificada como empregada está classificada como inativa e não como desempregada. Por cada 100 jovens empregados no fim do século passado, atualmente há só 52 jovens na mesma situação. Dos restantes, três quartos estão inativos e só um quarto está desempregado. A maioria destes “fluxos” para a inatividade tem a ver com o aumento da escolaridade obrigatória, com o aumento do número

**Gráfico 9 •  
Desemprego  
jovem**



Fonte: INE.

Notas: Quebra de série no primeiro trimestre de 2011. Média móvel de 4 trimestres.

de estudantes universitários e com programas de formação. A fração da população jovem ocupada em educação e formação cresceu à volta de 20 pontos percentuais entre 2002 e 2014, tendo passado de cerca de 50 para 70 por cento<sup>20</sup>.

O que explica então o aumento desproporcional de desemprego entre os jovens? Os trabalhadores jovens são mais sensíveis ao ciclo económico, dado que o seu custo de oportunidade de um emprego difere do dos trabalhadores mais experientes (podem voltar a estudar ou ter apoio familiar, por exemplo). Mas a resposta a esta pergunta está também intimamente ligada ao aumento da utilização de contratos a prazo e à sua incidência particularmente alta entre trabalhadores jovens. Para perceber como, é importante examinar as entradas e saídas no emprego por tipo de contrato<sup>21</sup>.

Os contratos a prazo foram originalmente introduzidos nos anos oitenta com o fim de trazer mais flexibilidade ao mercado de trabalho. Durante os anos noventa, as regras para a utilização deste tipo de contrato foram flexibilizadas, em contraste com o grau de proteção associado a contratos sem termo, que se manteve praticamente inalterado. Como

consequência, o mercado de trabalho dividiu-se em dois, de um lado empregos a prazo preenchidos principalmente por jovens e outros trabalhadores com menos experiência, e do outro empregos permanentes com trabalhadores mais qualificados e experientes. O *stock* de empregos temporários tem hoje em dia um papel de amortecedor que as empresas ajustam em função do ciclo económico. Apesar de só constituírem entre 20 e 25 por cento do número de contratos permanentes, os contratos a prazo geram fluxos de uma ordem de grandeza semelhante à dos contratos permanentes (Gráficos 11 e 12), segundo os dados dos Quadros de Pessoal (QP)<sup>22</sup>. Existem indícios de que esta rotatividade dos trabalhadores contratados a prazo é excessiva e que isso se deve aos níveis desiguais de proteção ao emprego concedido a cada tipo de contrato<sup>23</sup>. Naturalmente, os trabalhadores mais afetados são os mais jovens, aqueles que acabaram de entrar no mercado de trabalho ou estão na fase inicial da sua carreira profissional, enquanto que os trabalhadores mais velhos e mais experientes têm uma maior probabilidade de já terem um emprego permanente.

A possibilidade de experimentar diversos empregos na fase inicial de uma carreira traz benefícios tanto para os trabalhadores como para

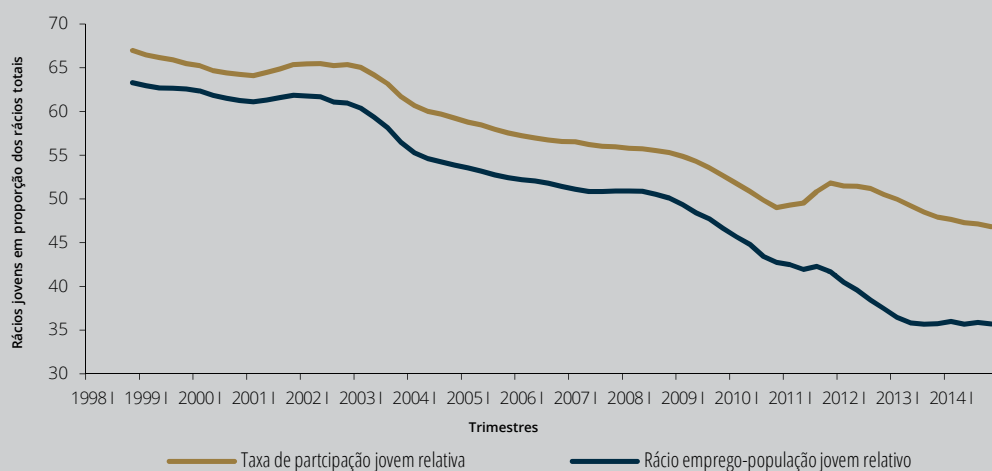


Gráfico 10 •  
Emprego jovem

Fonte: INE.

Notas: Quebra de série no primeiro trimestre de 2011. Média móvel de 4 trimestres.

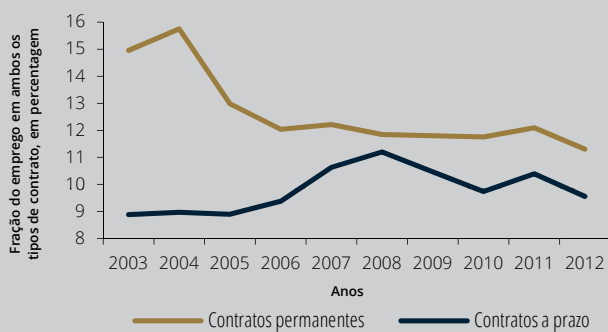
as empresas. Deste ponto de vista, a introdução de contratos a prazo deveria ter melhorado este mecanismo. No entanto, a rotatividade existente nos contratos a prazo vai muito além da que seria de esperar deste processo. Se o único tipo de rotatividade fosse aquela necessária para encontrar uma melhor compatibilidade trabalhador-empresa, a maioria dos trabalhadores faria uma transição relativamente rápida para uma situação de emprego permanente. O que acontece, ao invés, é que os trabalhadores, em geral, demoram muitos anos para efetuar essa transição e nem sempre a conseguem fazer: a percentagem de trabalhadores entre 35 e 44 anos com contratos a prazo subiu de 15 por cento em 1998 para 25 por cento em 2014, excedendo o aumento desta faixa etária em termos de emprego total<sup>24</sup>. O nível de rotatividade é pois excessivo, o que não é conducente a uma acumulação eficiente de capital humano no início de carreira, e tem implicações negativas para o resto do percurso profissional do trabalhador<sup>25</sup>.

A evolução dos fluxos de emprego por tipo de contrato durante a recessão é sintomática de dois fatores: do grau desigual de proteção

nos dois tipos de contratos que foi descrito acima e da capacidade limitada das empresas para ajustarem salários, que será discutida na próxima secção. Face a uma necessidade de diminuir o número de trabalhadores nos seus quadros (tornada mais premente pelo segundo fator), as empresas tiveram relutância em usar a margem de separação, e quando o fizeram foi com contratos a prazo, tendo as separações com contratos permanentes diminuído ligeiramente (Gráfico 11). Ao invés, as empresas contraíram a contratação, e em particular sob a forma de contratos permanentes (Gráfico 12). Como os contratos permanentes representam aproximadamente 80 por cento do total do trabalho por conta de outrem, é difícil promover um ajustamento laboral rápido e eficaz sem o seu contributo.

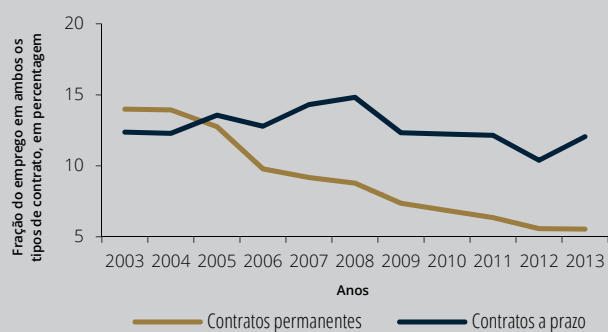
Os fluxos de trabalho deveriam responder à escassez relativa de empregos disponíveis, isto é, ao estado do mercado do trabalho. Uma forma de aferir o estado do mercado de trabalho é analisar o rácio entre a taxa de vagas e a taxa de desemprego. Quando existem muitas vagas relativamente ao número de desempregados, é mais fácil para os trabalhadores

Gráfico 11 • Separação por tipo de contrato



Fontes: Quadros de Pessoal e Relatório Único.

Gráfico 12 • Contratação por tipo de contrato



Fontes: Quadros de Pessoal e Relatório Único.



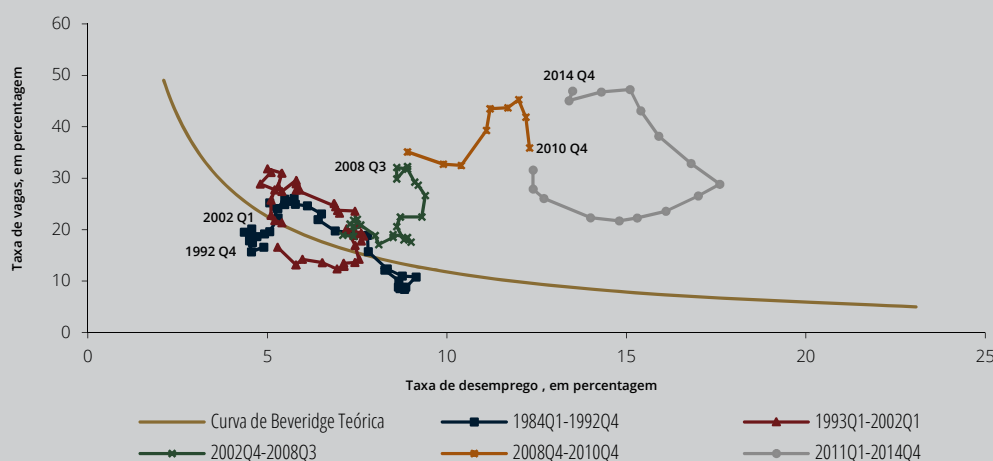
encontrarem emprego, enquanto as empresas têm dificuldade em preencher vagas. Na situação oposta, quando este rácio é baixo, o desemprego é alto e as empresas facilmente preenchem as poucas vagas que têm. É portanto de esperar que a relação entre desemprego e vagas, conhecida como a Curva de Beveridge (CB), seja negativa.

O gráfico 13 recorre a dados de vagas do Instituto do Emprego e Formação Profissional (IEFP) em conjunto com dados de desemprego, e mostra o comportamento da relação entre vagas e desemprego nas várias recessões desde 1984. O gráfico indica duas ideias importantes. A primeira é que, nesta perspetiva, nos últimos dois anos, o mercado de trabalho tem estado em processo de recuperação, com a taxa de vagas a subir ao mesmo tempo que a taxa de desemprego diminui. A segunda é que, por volta de 2008, a relação entre vagas e desemprego se começou a deslocar no sentido em que uma taxa de vagas mais alta é agora compatível com uma taxa de desemprego também mais alta<sup>26</sup>.

Para entender melhor esta deslocação, foi estimada uma CB teórica utilizando dados de vagas e desemprego de 1984 a 2002 e dados de fluxos dos QP, segundo o método descrito

em Hobijn e Sahin (2013)<sup>27</sup>. Esta estimativa também se encontra representada no Gráfico 13. Uma forma de interpretar este movimento é que o aumento na taxa de desemprego não está a pôr pressão suficiente nas vagas para que diminuam. Isto pode dever-se ao facto de que o processo que junta trabalhadores e empregos se tenha tornado menos eficiente. Quando demora mais tempo para que um trabalhador encontre uma empresa compatível (e vice-versa), a CB desloca-se para nordeste porque as vagas ficam abertas mais tempo (portanto há mais vagas acumuladas) e os trabalhadores também ficam desempregados mais tempo (portanto o desemprego aumenta). O recrutamento pode ter-se tornado mais difícil porque as empresas não estavam a encontrar candidatos adequados entre os desempregados. Outra explicação possível para esta deslocação é que tenha sido impulsionada por mudanças institucionais no mercado de trabalho. Um aumento da taxa de separação também levaria, teoricamente, a uma deslocação da CB para nordeste.

Na discussão acima sobre fluxos ficou estabelecido que a taxa de separação não cresceu desde 2008, antes pelo contrário, o que elimina



**Gráfico 13 •**  
A curva  
de Beveridge

Fontes: OCDE, INE e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Dados ajustados para sazonalidade. O início de cada sub-série corresponde ao princípio de uma recessão, enquanto o fim de cada sub-série corresponde à última observação antes da recessão seguinte. A taxa de vagas na CB teórica foi calculada como  $\text{vagas} / \text{emprego}$  (Hobijn e Sahin (2012)), enquanto na CB empírica é dada por  $\text{vagas} / (\text{vagas} + \text{emprego})$ . Na prática, dado o nível baixo de vagas em comparação com o emprego, as diferenças são muito pequenas.

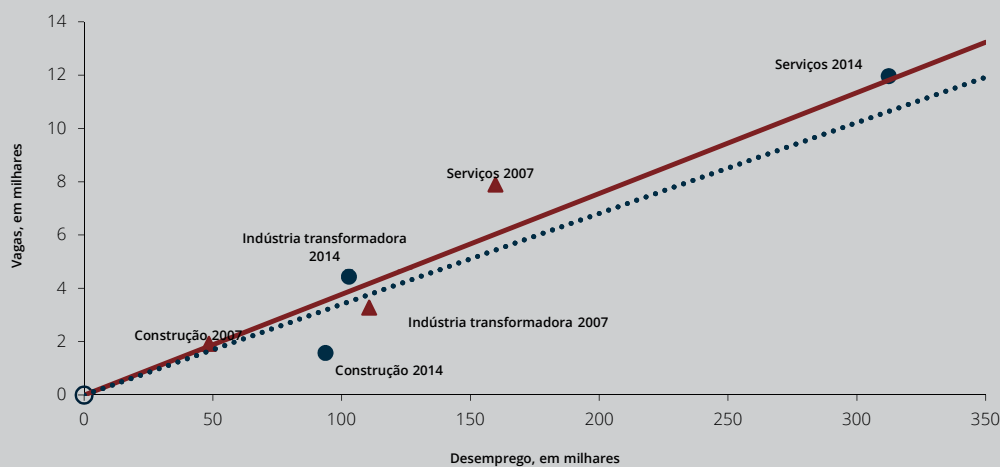
a segunda explicação. Em relação à primeira explicação, já se salientou aqui uma mudança que pode ter consequências importantes para as características dos desempregados: o aumento do desemprego de longa duração. Longos períodos de desemprego estão associados a perdas de qualificações e à erosão do capital humano e podem, por isso, aumentar a possibilidade de uma incompatibilidade entre as qualificações que o trabalhador tem para oferecer e as requeridas pela empresa para um determinado emprego. Para explorar esta ideia mais detalhadamente, é importante olhar para a relação entre desemprego e vagas por setor de atividade e por nível de escolaridade.

Em termos estritos não existe desemprego setorial porque um trabalhador desempregado pode encontrar emprego em vários setores. No entanto, existe alguma persistência no setor de emprego de um indivíduo ao longo do tempo. Aqui define-se desemprego num setor como os desempregados que tiveram o último emprego nesse mesmo setor, uma hipótese simplificada para evitar uma análise mais complexa (como por exemplo em Barnichon *et al.* (2010)). Este desemprego setorial foi então comparado com as vagas em setores selecionados (Gráfico 14). Alguns dos resultados estão de acordo com o esperado: na construção, o desemprego

registado duplicou, enquanto as vagas quase não caíram. Mais inesperado foi o facto de nos serviços, o setor com o maior número de empregados, tanto o desemprego registado como as vagas terem aumentado consideravelmente. Dada a dimensão deste setor, é claramente este aumento que está por trás do movimento na CB da economia.

Se as empresas e os trabalhadores têm maiores dificuldades nos processos de recrutamento e de procura de emprego, pode ser porque os trabalhadores desempregados não têm as competências e habilitações que as empresas procuram (*skill mismatch*) ou os empregos não têm as condições que os trabalhadores procuram. Enquanto a segunda hipótese parece menos provável, há alguma evidência empírica da primeira. Usando cinco níveis de educação como indicadores de habilitações, construiu-se uma medida de dispersão baseada nas diferenças entre o peso do desemprego e do emprego em cada categoria educacional no emprego e desemprego totais<sup>28</sup>. De acordo com esta medida, há evidência de um aumento do *skill mismatch* a partir do final de 2007, com uma pequena inversão no início de 2013. O aumento do peso da educação superior no emprego foi bastante maior do que no desemprego, enquanto o inverso foi verdade para as

**Gráfico 14 •**  
**Mismatch setorial:**  
**2007 vs. 2014**



Fontes: INE, IEFP e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Desemprego setorial refere-se ao último setor de emprego do indivíduo desempregado. As linhas correspondem ao rácio médio entre vagas e desemprego na economia como um todo.

categorias de escolaridade mais baixas. Estas conclusões devem, no entanto, ser interpretadas com uma certa reserva, porque o peso das diversas categorias educacionais no emprego e desemprego são variáveis endógenas e não representam exatamente o tipo de habilitações que as empresas procuram e que os trabalhadores oferecem<sup>29</sup>.

Finalmente, é importante notar, quando se fala da eficiência com que trabalhadores e empresas se juntam, que os movimentos da CB também são cíclicos. A desaceleração do ciclo económico pode fazer com que a CB se movimente inicialmente para fora, mas uma vez que a economia entre de novo numa trajetória de recuperação dá-se o movimento inverso, o que faz com que o desemprego e as vagas voltem a uma vizinhança do ponto inicial. Este movimento de rotação já começa a ser visível no gráfico 13, e pode ser bastante demorado pelas mesmas razões que estão a prolongar o processo de ajustamento do emprego<sup>30</sup>.

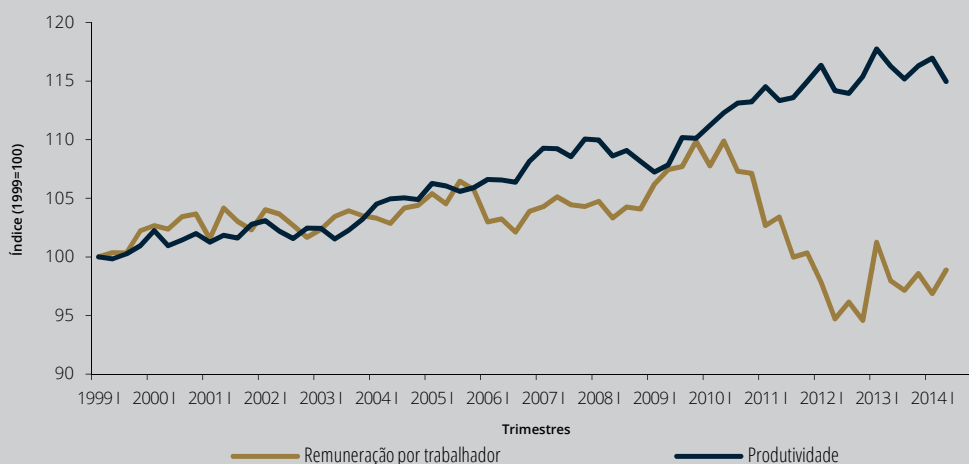
### 3.1. Ajustamento salarial durante a última recessão

Os dados das Contas Nacionais mostram que a remuneração média dos trabalhadores evoluiu

em linha com a produtividade do trabalho durante a primeira década do século até ao início do processo de ajustamento (Gráfico 15). Durante este processo, as remunerações caíram originando um diferencial face à produtividade do trabalho. A evolução dos salários tende a ser semelhante à das remunerações, uma vez que esta consiste na soma dos salários e das contribuições sociais dos empregadores e empregados – em geral, uma proporção fixa do salário.

Para perceber melhor este mecanismo de ajustamento dos salários, é importante analisar o salário real médio dos trabalhadores que contribuem para a Segurança Social. Neste caso, o universo de trabalhadores é diferente do reportado nas Contas Nacionais, dado que apenas cerca de 30 por cento dos funcionários públicos contribui para a Segurança Social<sup>31</sup>. Analisando ambas as séries, observa-se que os salários dos trabalhadores por conta de outrem inscritos na Segurança Social não caíram tanto como os apurados nas Contas Nacionais, sugerindo que o ajustamento dos salários tenha recaído maioritariamente sobre os funcionários públicos (Gráfico 16), de uma forma crescente a partir de 2010.

Deste modo, é importante perceber a razão do menor ajustamento dos salários do setor



**Gráfico 15 •**  
Produtividade  
e remuneração

Fonte: INE.

Notas: A produtividade é uma média de todos os trabalhadores. A remuneração é uma média dos trabalhadores por conta de outrem.

privado. Confrontadas com um forte choque económico negativo, as empresas necessitam frequentemente de reduzir a sua massa salarial. Fazê-lo implica reduzir salários e / ou reduzir o número total de horas trabalhadas. O segundo mecanismo materializa-se através da redução do número médio de horas ou do número de trabalhadores. O ajustamento concentrou-se na redução do emprego, dado que o número médio de horas trabalhadas manteve-se praticamente inalterado neste período. Consequentemente, este ajustamento não teria sido tão intenso se os outros mecanismos tivessem sido mais utilizados<sup>32</sup>.

Assim, é crucial perceber as restrições que as empresas portuguesas enfrentam em ajustar salários. De acordo com o Código do Trabalho, a retribuição (retribuição base mais prestações regulares e periódicas) não pode ser reduzida a não ser que seja estabelecida por acordo coletivo<sup>33</sup>. Uma forma de perceber quão efetiva é esta restrição para as empresas passa por analisar variações de salários. Entre 2012 e 2013, cerca de 80 por cento dos trabalhadores a tempo inteiro nos QP tiveram o seu salário base nominal inalterado (Gráfico 17, painel (a)).

Desta forma, a redução da massa salarial tem de incidir nos benefícios complementares (bónus,

comissões e outros pagamentos), ou na rotação de trabalhadores, havendo evidência da utilização de ambas. Contudo, como o peso dos benefícios complementares na retribuição tende a ser pequeno, este mecanismo tem um alcance limitado. Analisando a distribuição da evolução do salário total nos QP entre 2012 e 2013, observa-se uma maior frequência de reduções salariais do que a observada na distribuição do salário base. Porém, para 40 por cento dos trabalhadores o seu salário total manteve-se inalterado (Gráfico 17, painel (b)).

Portugal exibe um dos maiores níveis de rigidez nominal à descida de salários (RNDS) entre os países da OCDE<sup>34</sup>. Em regimes de inflação suficientemente alta, a RNDS não implica rigidez em termos reais, dado que os salários reais podem ser reduzidos para acomodar um choque negativo. Analisando a distribuição da evolução salarial isto foi exatamente o que ocorreu na recessão de 1984 (Gráfico 17, painéis (c) e (d)). Neste período, com a inflação anual a rondar os 25 por cento, a maioria dos trabalhadores registou acréscimos do salário nominal, por vezes substanciais, ainda que tal se tenha traduzido em reduções do salário real. Não foi coincidência que entre 1984 e 1985

**Gráfico 16 •**  
Salários reais médios



Fontes: Segurança Social e INE.

Notas: Os salários apurados da segurança social são uma média por trabalhador inscrito. Os salários com base nas Contas Nacionais correspondem a uma média por trabalhador por conta de outrém.

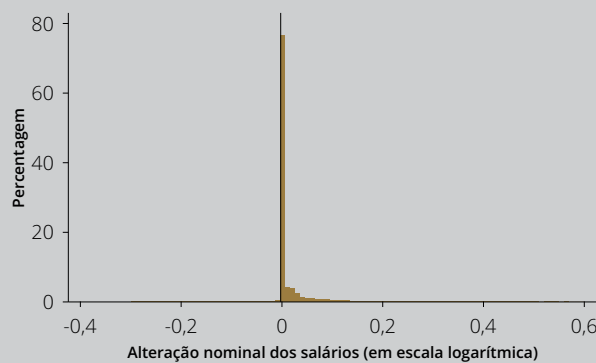
a taxa de desemprego só tenha aumentado de 9,1 para 9,6 por cento<sup>35</sup>. Na última recessão, uma combinação de níveis muito baixos de inflação (negativa em 2009 e 2013) e de RNDS limitou o ajustamento salarial em termos reais e conduziu a um aumento elevado do desemprego. Apesar da diferente magnitude dos choques que afetaram a economia nestas duas recessões, o comportamento dos salários reais e do desemprego serve como um alerta face ao papel desempenhado pela inflação em prevenir que as empresas se encontrem limitadas pela RNDS.

As convenções coletivas de trabalho que definem um salário mínimo para cada categoria profissional são sistematicamente alargadas ao resto do setor através das já referidas portarias de extensão, implicando que muitas

empresas acabam por ter de aumentar os seus salários. Para estas empresas, Guimarães *et al.* (2015) mostram que este mecanismo conduz a um aumento da taxa de separação e a uma redução da taxa de contratação. Além disso, a extensão destes acordos também está associada a taxas maiores de encerramentos. Dado este enquadramento, poder-se-ia concluir que o salário mínimo nacional acabaria por não restringir as empresas em termos nominais, dada a existência de cerca de 30 000 salários mínimos – um para cada categoria profissional definida por convenção coletiva e as suas respetivas extensões<sup>36</sup>. Todavia, tal não é o caso, dado que o crescimento do salário mínimo desde 2000 se encontra consideravelmente correlacionado com o aumento da quota de trabalhadores que auferem esse nível salarial (Gráfico 18). Isto

**Gráfico 17 • Distribuição de alterações salariais em duas recessões**

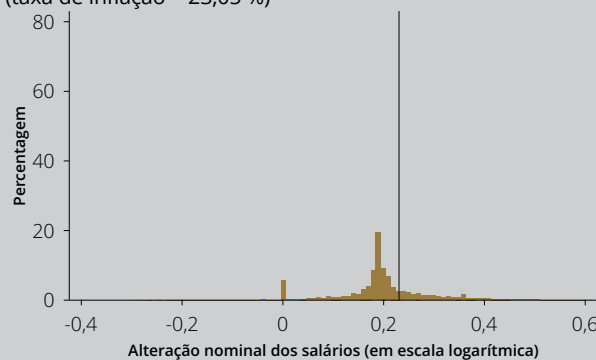
| (a) Distribuição das alterações no salário base, 2012-2013  
(taxa de inflação = -0,25 %)



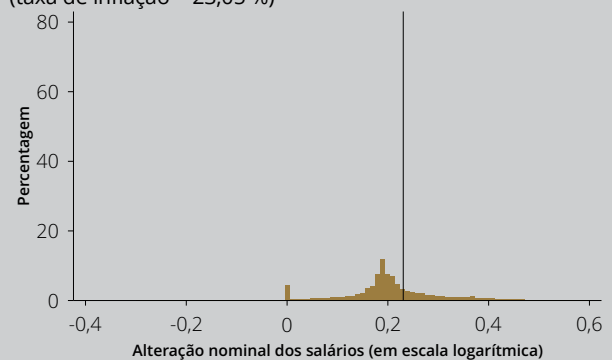
| (b) Distribuição das alterações no salário total, 2012-2013  
(taxa de inflação = -0,25 %)



| (c) Distribuição das alterações no salário base, 1984-1985  
(taxa de inflação = 23,05 %)



| (d) Distribuição das alterações no salário total, 1984-1985  
(taxa de inflação = 23,05 %)



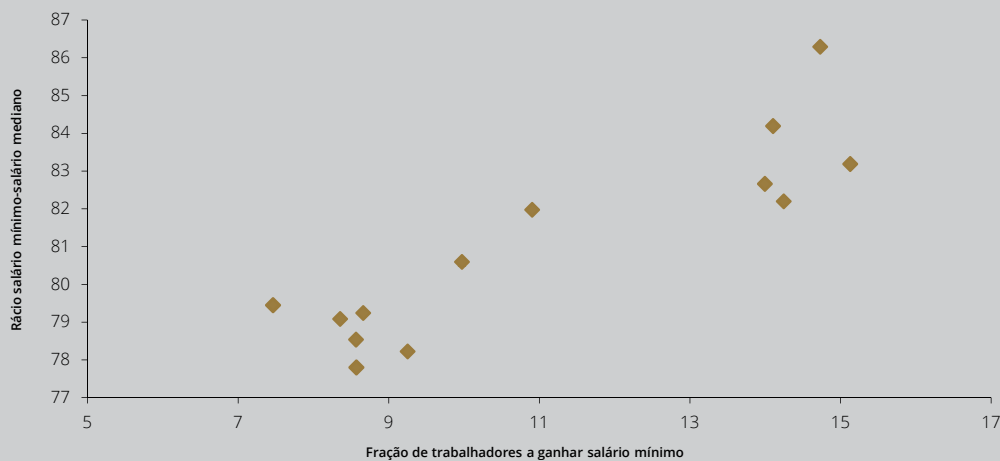
Fontes: Quadros de Pessoal e Relatório Único.

pode querer dizer que os aumentos do salário mínimo restringiram ativamente as empresas e que podem, portanto, ter contribuído, pelo menos em parte, para os problemas de ajustamento no mercado de trabalho.

O salário mínimo pode desempenhar um papel importante ao impedir potenciais abusos nas relações laborais e ao assegurar a expectativa de que todos os trabalhadores possam auferir um nível mínimo de rendimento. Contudo, a literatura diverge na avaliação dos efeitos da subida

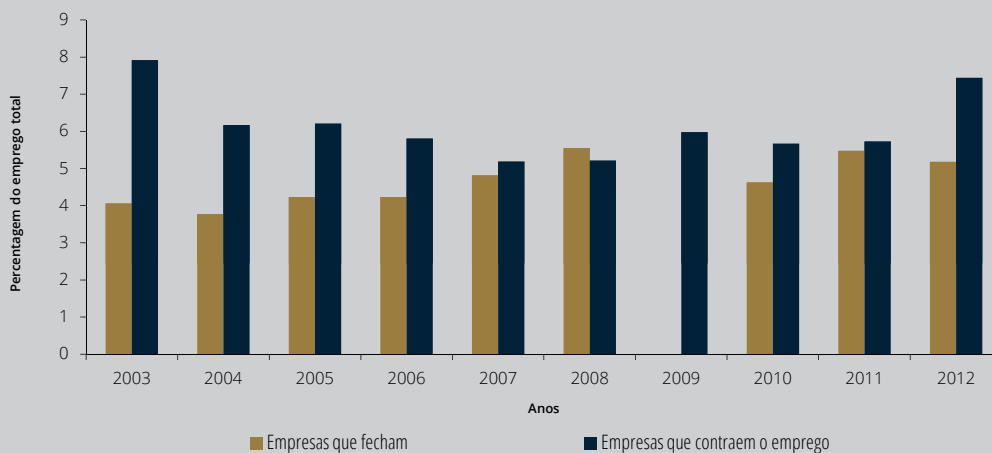
do salário mínimo, nomeadamente dado que o aumento do rendimento de alguns agregados familiares mais desfavorecidos pode ser obtido à custa de outros agregados familiares em igual condição, ao baixar as suas perspetivas de empregabilidade. Isto seria equivalente a uma redistribuição de rendimento entre agregados familiares mais desfavorecidos em vez do resultado mais desejado: uma redistribuição dos agregados mais favorecidos para os mais desfavorecidos<sup>37</sup>.

**Gráfico 18 •**  
Salário mínimo



Fonte: Quadros de Pessoal e Relatório Único.

**Gráfico 19 •**  
Destrução líquida de emprego



Fontes: Quadros de Pessoal e Relatório Único.

Notas: O emprego total refere-se ao universo dos Quadros de Pessoal. Os dados de 2009 para as empresas que encerram são afetados pela passagem dos Quadros de Pessoal ao Relatório Único, comprometendo seriamente a comparabilidade dos apuramentos em causa.

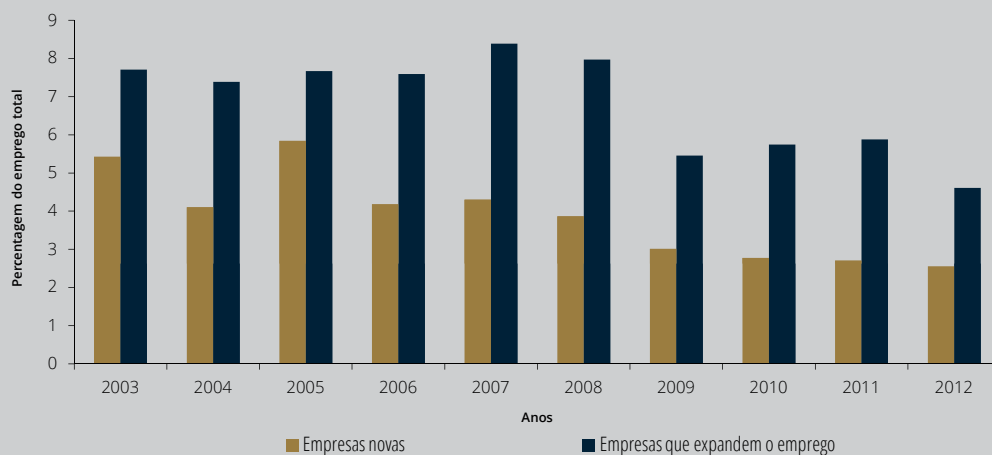
Dado que as empresas se encontram condicionadas na margem de ajustamento do salário real dos seus trabalhadores, o ajustamento foi em parte alcançado através de contratações de novos trabalhadores com menores custos associados. Contudo, esta margem de ajustamento está limitada pelo enquadramento legal. Os custos de despedimento são elevados, em particular nos contratos sem termo. Consequentemente, assiste-se a uma maior rotatividade nos trabalhadores com contratos a termo, que porém apenas representam cerca de 20 por cento da força de trabalho, o que condiciona necessariamente o ajustamento. De facto, observou-se uma redução dos fluxos de separações e contratações durante a recessão. Os dados dos QP permitem classificar as empresas em quatro grupos, segundo a evolução do seu número de trabalhadores: empresas criadoras de emprego, que ou se expandiram ou são novas, e empresas que se contraíram ou faliram (Gráficos 19 e 20).

A taxa de destruição de emprego subiu de 10 por cento em 2007 para 12,5 por cento em 2012. Note-se que, antes de 2007, a destruição de emprego devido à falência de empresas (tendencialmente empresas mais pequenas) foi substancialmente menor do que a destruição de emprego por empresas que

reduziram atividade (normalmente empresas relativamente maiores). Todavia, estas taxas tornaram-se semelhantes durante a recessão, ilustrando a maior redução de emprego por parte das PME. Carneiro *et al.* (2014) referem que a maior dificuldade de acesso ao crédito terá sido relevante na dinâmica de encerramento de empresas, e Farinha e Félix (2014) indicam que tais restrições foram particularmente severas para as empresas que procuravam crédito pela primeira vez (estas empresas são principalmente PME).

No entanto, a dinâmica de criação de emprego apresenta um comportamento mais surpreendente. Em 2012, a taxa de criação de emprego situou-se em apenas 7 por cento, o que contrasta com os 12,5 por cento observados em 2007, confirmando que a maior parte do ajustamento do emprego terá sido feita através de uma redução de contratações. No caso das empresas que conseguiram contratar trabalhadores, puderam fazê-lo com salários inferiores, uma vez que as novas contratações são mais sensíveis ao ciclo económico<sup>38</sup>.

Dada a distribuição desigual do ajustamento salarial entre os diferentes tipos de contratos de trabalho, será expectável que a desigualdade salarial se tenha alterado. Recorrendo a rácios de medianas de salário mensal para



**Gráfico 20 •**  
Criação líquida  
de emprego

Fonte: Quadros de Pessoal e Relatório Único.

Notas: O emprego total refere-se ao universo dos Quadros de Pessoal.

diferentes quantis da distribuição salarial, verifica-se que a desigualdade parece ter diminuído, particularmente no centro da distribuição e na aba inferior (algo que poderá relacionar-se com o aumento do peso dos trabalhadores com o salário mínimo)<sup>39</sup>. Note-se, no entanto, que não se deve extrapolar este resultado para medidas de desigualdade mais abrangentes, uma vez que a informação dos QP é referente apenas a outubro de cada ano, e, como tal, não permite capturar variações do rendimento anual inerentes a diferentes durações de episódios de desemprego ao longo da distribuição salarial.

### Considerações finais

Este artigo apresenta as principais características do mercado de trabalho em Portugal e analisa a sua evolução recente. No artigo são identificadas, em particular, as medidas

implementadas desde 2011 em linha com o Memorando de Entendimento do PAEF. Entre outras, em relação à proteção do emprego, as indemnizações por despedimento foram reduzidas, e foram flexibilizadas as justificações para os despedimentos por justa causa; nos subsídios de desemprego, as durações legalmente definidas foram diminuídas e os critérios de elegibilidade foram flexibilizados; os requisitos para a extensão de convenções coletivas através de portarias de extensão também foram modificados. A avaliação de custos e benefícios das medidas tomadas terá necessariamente de ser desenvolvida, sendo que a tomada de decisão sobre as medidas de reforma mais apropriadas é já uma questão do foro político, que tem de ser abordada frontalmente pelos parceiros sociais e por toda a sociedade.



## Referências

- Addison, J., Portugal, P. e Vilares, H.**, 2014, "Unions and Collective Bargaining in the Wake of the Great Recession", mimeo, Banco de Portugal.
- Barnichon, R., Elsby, M., Hobijn, B. e Sahin, A.**, 2010, "Which Industries are Shifting the Beveridge Curve?", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2010-32.
- BCE**, 2015, "Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets", *Occasional Paper Series*, 159.
- Bloom, N.**, 2009, "The Impact of Uncertainty Shocks", *Econometrica*, Econometric Society, vol. 77(3), 623-685.
- Braguinsky, S., Branstetter, L. e Regateiro, A.**, 2011, "The Incredibly Shrinking Portuguese Firm", *NBER Working Papers 17265*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Carneiro, A., Sá, C., Cerejeira, J., Varejão, J. e Portela, M.**, 2011, "Estudo sobre a Retribuição Mínima Mensal Garantida em Portugal", *NIPE – Policy Papers*.
- Carneiro, A., Guimarães, P. e Portugal, P.**, 2012, "Real Wages and the Business Cycle: Accounting for Worker, Firm, and Job Title Heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 4(2), 133-52.
- Carneiro, A., Portugal, P. e Varejão, J.**, 2014, "Catastrophic job Destruction during the Portuguese Economic Crisis", *Journal of Macroeconomics*, Elsevier, vol. 39(PB), 444-457.
- Centeno, M., Duarte, C. e Novo, A.**, 2011, "O impacto do salário mínimo sobre os trabalhadores com salários mais baixos", *Boletim Económico – Outono*, Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.
- Centeno, M. e Novo, A.**, 2012, "Excess worker turnover and fixed-term contracts: Causal evidence in a two-tier system", *Labour Economics*, Elsevier, vol. 19(3), 320-328.
- Centeno, M. e Novo, A.**, 2014, "Do Low-Wage Workers React Less to Longer Unemployment Benefits? Quasi-Experimental Evidence", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Department of Economics, University of Oxford, vol. 76(2), 185-207.
- Centeno, M. e Novo, A.**, 2014, "When Supply Meets Demand: Wage Inequality in Portugal", *IZA Journal of European Labour Studies* 2014, 3:23.
- Choi, S. e Loungani, P.**, 2015, "Uncertainty and Unemployment: The Effects of Aggregate and Sectoral Channels", *IMF Working Paper* 15/36.
- Comissão Europeia**, 2013, "Annual Report on European SMEs 2012/2013".
- Dias, D., Marques, C. e Martins, F.**, 2013, "Wage rigidity and employment adjustment at the firm level: Evidence from survey data", *Labour Economics*, Elsevier, vol. 23(C), 40-49.
- Dickens, W., Goette, L., Groshen, E., Holden, S., Messina, J., Schweitzer, M., Turunen, J. e Ward, M.**, 2007, "How Wages Change: Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, vol. 21(2), 195-214, Spring.
- Dube, A., Lester, W. e Reich, M.**, 2010, "Minimum Wage Effects Across State Borders: Estimates Using Contiguous Counties", *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 92(4), 945-964.
- Dube, A.**, 2013, "Minimum Wages and Aggregate Job Growth: Causal Effect or Statistical Artifact?", *IZA Discussion Papers 7674*, Institute for the Study of Labour (IZA).
- Esser, I., Ferrarini, T., Nelson, K., Palme, J. e Sjoberg, O.**, 2013, "Unemployment Benefits in UE Member States", European Commission, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion.
- Farinha, L. e Félix, S.**, 2014, "Uma análise de restrições de financiamento às PME portuguesas", *Artigos de Estabilidade Financeira* 3, Banco de Portugal.
- Guimarães, P., Martins, F. e Portugal, P.**, 2015, "Upward nominal wage rigidity", mimeo, Banco de Portugal.
- Garcia Perez, J., Marinescu, I. e Vall Castello, J.**, 2014, "Can Fixed-term Contracts put Low

Skilled Youth on a Better Career Path: Evidence from Spain", *Working Papers 2014-08*, FEDEA.

**Hobijn, B. e Sahin, A.**, 2013, "Beveridge Curve Shifts across Countries since the Great Recession", *IMF Economic Review*, vol. 61(4), 566-600.

**Kodrzycki**, 2000, "Discouraged and Other Marginally Attached Workers: Evidence on Their Role in the Labour Market", *New England Economic Review*, 35-40.

**Martins, P.**, 2014, "30,000 Minimum Wages: The Economic Effects of Collective Bargaining Extensions," *IZA Discussion Papers 8540*, Institute for the Study of Labour (IZA).

**Meer, J. e West, J.**, 2013, "Effects of the Minimum Wage on Employment Dynamics", *NBER Working Papers 19262*, National Bureau of Economic Research, Inc.

**Neumark, D., Salas, I. e Wascher, W.**, 2013, "More on Recent Evidence on the Effects of Minimum Wages in the United States", *NBER Working Papers 20619*, National Bureau of Economic Research, Inc.

**Novo, A.**, 2015, "Youth (un)employment in Portugal" em **Dolado, J.** (ed.) 2015, "No country for young people?: youth labour market problems in Europe", *CEPR Press*, London.

**Portugal, P. e Cardoso, A.**, 2006, "Disentangling the Minimum Wage Puzzle: An Analysis of Worker Accessions and Separations", *Journal of the European Economic Association*, MIT Press, vol. 4(5), 988-1013.

**Portugal, P.**, 2008, "A duração do desemprego em Portugal", *Boletim Económico – Inverno*, Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

**Portugal, P. e Vilares, H.**, 2013, "Sobre os Sindicatos, a Sindicalização e o Prémio Sindical", *Boletim Económico – Inverno*, Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

**Poschke, M.**, 2014, "The Firm Size Distribution across Countries and Skill Biased Change in Entrepreneurial Technology", *IZA Discussion Papers 7991*, Institute for the Study of Labour (IZA).

**Tasci, M. e Ice, J.**, 2014, "Reassessing the Beveridge Curve "Shift" Four Years Later", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Trends*.

**US Census Bureau**, 2006, "Dynamics of Well-Being: Spells of Unemployment 2002-2003", *Household Economic Studies*, March.

## Notas

1. Neste caso, o ajustamento poderia ser feito via o número de horas trabalhadas e / ou número de empregados.
2. Tipicamente, a única margem de ajustamento nominal dos salários incide sobre as componentes variáveis da remuneração.
3. Inquérito ao Emprego (IE), Instituto Nacional de Estatística (INE).
4. Censos, INE.
5. IE, INE.
6. US Census Bureau (2006) e Kodrzycki (2000).
7. Poschke (2014).
8. Braguinsky *et al.* (2011).
9. Comissão Europeia (2013).
10. Addison *et al.* (2014).
11. Addison *et al.* (2014).
12. Martins (2014) detalha a proporção de todos os acordos que cobriram toda a indústria ou setor entre 2005 e 2012, bem como aqueles que foram estendidos.
13. Depois do MdE, em outubro de 2012, para um acordo ser estendido por uma portaria de extensão, as empresas subscritoras teriam de ter pelo menos 50 por cento dos trabalhadores no setor. Mais recentemente, em junho de 2014, foi adicionada uma cláusula que permite a extensão de acordos onde pelo menos um terço das empresas sejam PME (em alternativa aos 50 por cento de representatividade). Isto significa que a representatividade deixou de estar necessariamente garantida.
14. O mínimo é 1 Indexante dos Apoios Sociais (IAS), atualmente 419,22 € e o máximo é 2,5 vezes o IAS: 1048,05 €.
15. Bloom (2009) e Choi e Loungani (2015).
16. Portugal (2008).

17. IE, INE.
18. Esser *et al.* (2013).
19. Centeno e Novo (2014) caracterizam os efeitos do subsídio na duração do desemprego em função do salário acumulado no período anterior ao desemprego.
20. *Eurostat*.
21. Novo (2015) contém uma discussão mais detalhada do desemprego jovem em Portugal.
22. Inquérito administrativo elaborado pelo Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social.
23. Centeno e Novo (2012) discutem em maior detalhe a rotatividade excessiva nos contratos a prazo.
24. IE, INE.
25. García Perez *et al.* (2014).
26. Para verificar que este movimento não é uma particularidade dos dados do IEFP, dados do Inquérito aos Empregos Vagos compilados pelo Ministério da Economia também foram considerados. Nestes dados o movimento citado parece ocorrer mais tarde.
27. Hobijn e Sahin (2013) também encontraram evidência de uma deslocação para nordeste da CB para Portugal.
28. O índice de dispersão é dado por  $M = \left(\frac{1}{2}\right) \sum_i \left| \frac{U_i}{U} - \frac{E_i}{E} \right|$ , onde  $i$  se refere aos vários níveis educacionais. BCE (2015) apresenta uma conclusão semelhante.
29. Foram obtidos resultados semelhantes usando a população ativa (em vez do desemprego) para aproximar a oferta de trabalho.
30. Tasci e Ice (2014) argumentam que esta foi exatamente a experiência dos EUA na última recessão.
31. Os restantes funcionários públicos, inscritos até 2005, contribuem para a Caixa Geral de Aposentações.
32. Dias *et al.* (2013) demonstram que as empresas portuguesas com salários base mais flexíveis e / ou com outros mecanismos de redução de custos de trabalho tem uma menor probabilidade de reduzir o emprego.
33. O Artigo 129 d) do Código de Trabalho estipula que a retribuição do trabalhador não pode ser reduzida exceto por acordo coletivo. O Artigo 258 define o âmbito de retribuição (retribuição base mais prestações regulares e periódicas) e o Artigo 260 refere o que não constitui retribuição, aqui denominado como benefícios complementares.
34. Dickens *et al.* (2007).
35. *Séries Longas para a Economia Portuguesa*, Banco de Portugal.
36. Martins (2014).
37. Ver Dube *et al.* (2010), Dube (2014), Meer e West (2013), e Neumark *et al.* (2013) para os últimos desenvolvimentos neste debate. Sobre Portugal, Carneiro *et al.* (2011) e Centeno *et al.* (2011) encontram efeitos negativos do aumento do salário mínimo no emprego total, e nas perspetivas de emprego dos trabalhadores de baixo rendimento, respetivamente; Portugal e Cardoso (2006) revelam um aumento do emprego jovem na sequência do aumento do salário sub-mínimo em 1987.
38. Carneiro *et al.* (2012).
39. Para uma análise mais desenvolvida e de longo prazo de desigualdade salarial ver Centeno e Novo (2014).

