



BANCO DE PORTUGAL  
EUROSISTEMA

# BOLETIM ECONÓMICO

Dezembro 2014





# BOLETIM ECONÓMICO

Dezembro 2014



Lisboa, 2014 • [www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)



# Índice

## **I Projeções para a economia portuguesa: 2014-2016 | 5**

Caixa 1 | Hipóteses de enquadramento | **11**

Caixa 2 | Dinâmica recente do emprego na economia portuguesa | **26**

Caixa 3 | Medidas recentes de política monetária não convencional | **29**

Caixa 4 | A evolução recente do perfil de risco do crédito concedido  
às empresas em Portugal | **31**

Caixa 5 | Perspetivas orçamentais para 2015 | **33**

## **II Artigos**

Dinâmica e contraste dos preços da habitação em Portugal e Espanha | **41**

Crises de dívida soberana | **55**

Ajustamentos salariais durante a Grande Recessão | **63**





# PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2014-2016

Caixa 1 | Hipóteses de enquadramento

Caixa 2 | Dinâmica recente do emprego  
na economia portuguesa

Caixa 3 | Medidas recentes de política  
monetária não convencional

Caixa 4 | A evolução recente do perfil  
de risco do crédito concedido  
às empresas em Portugal

Caixa 5 | Perspetivas orçamentais  
para 2015



# Projeções para a economia portuguesa: 2014-2016

## 1. Introdução

As projeções para a economia portuguesa em 2014-2016 refletem a continuação do processo de ajustamento gradual dos desequilíbrios macroeconómicos, num quadro de crescimento moderado da atividade e do nível de preços, caracterizado também pela manutenção da capacidade de reduzir o endividamento externo.

Após uma virtual estabilização do nível da atividade nos três primeiros trimestres de 2014, as atuais projeções apontam para a continuação da trajetória de recuperação gradual da atividade iniciada em 2013. Esta evolução deverá traduzir-se numa taxa de variação média anual do Produto Interno Bruto (PIB) de 0,9 por cento em 2014 e de 1,5 e 1,6 por cento em 2015 e 2016,

respetivamente, o que configura um crescimento médio neste período ligeiramente superior ao projetado para a área do euro. Estas projeções contemplam a manutenção de um crescimento robusto das exportações e uma aceleração da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em 2015-2016, a par de alguma desaceleração do consumo privado. A evolução da procura interna deverá continuar condicionada pelo ainda elevado nível de endividamento do setor privado e pelo processo de consolidação orçamental. O dinamismo das exportações, num contexto de melhoria dos termos de troca, deverá favorecer a manutenção de excedentes da balança corrente e de capital ao longo do horizonte de projeção, permitindo uma melhoria da posição de investimento internacional.

**Quadro 1.1** • Projeções do Banco de Portugal: 2014-2016 | Taxa de variação anual, em percentagem

	Pesos 2013	BE dezembro 2014			BE outubro 2014		BE junho 2014	
		2014 <sup>(p)</sup>	2015 <sup>(p)</sup>	2016 <sup>(p)</sup>	2014 <sup>(p)</sup>	2014 <sup>(p)</sup>	2015 <sup>(p)</sup>	2016 <sup>(p)</sup>
Produto Interno Bruto	100,0	0,9	1,5	1,6	0,9	1,1	1,5	1,7
Consumo Privado	65,7	2,2	2,1	1,3	1,9	1,4	1,5	1,5
Consumo Público	18,3	-0,5	-0,5	0,5	-0,7	-0,2	-1,4	0,
Formação Bruta de Capital Fixo	16,3	2,2	4,2	3,5	1,6	0,8	3,7	3,9
Procura Interna	100,7	2,3	1,0	1,5	1,9	1,4	1,0	1,6
Exportações	37,3	2,6	4,2	5,0	3,7	3,8	6,1	5,6
Importações	38,0	6,3	3,1	4,7	6,4	4,6	4,8	5,5
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)								
Procura interna		2,3	1,1	1,5	1,9	1,4	1,0	1,6
Exportações		1,0	1,7	2,1	1,5	1,5	2,5	2,4
Importações		-2,5	-1,3	-2,0	-2,5	-1,8	-2,0	-2,3
Balança Corrente e de Capital (% PIB)		2,6	2,8	2,9	2,2	2,8	4,0	4,3
Balança de Bens e Serviços (% PIB)		1,6	2,5	2,6	1,6	2,0	3,0	3,3
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor		-0,1	0,7	1,0	0,0	0,2	1,0	1,1

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas.

Ao longo do horizonte de projeção a inflação deverá apresentar níveis reduzidos, já que deverão manter-se pressões descendentes sobre os preços ao nível interno e externo, nomeadamente com os preços de importação (incluindo e excluindo bens energéticos) a registarem variações médias negativas no período 2014-2016.

Os riscos para o crescimento do PIB são ligeiramente em baixa para 2015 e 2016, dada a probabilidade de uma procura externa menos favorável e de uma redução mais significativa do consumo público, compensadas parcialmente por um risco ascendente associado ao impacto das reformas estruturais. Neste contexto, os riscos para a inflação consideram-se marginalmente descendentes.

## 2. Informação recente

As projeções agora divulgadas correspondem às incorporadas no exercício do Eurosistema publicado pelo Banco Central Europeu (BCE) no dia 4 de dezembro. Este Boletim foi assim elaborado com informação até 19 de novembro de 2014 (Caixa 1 “Hipóteses de enquadramento”).

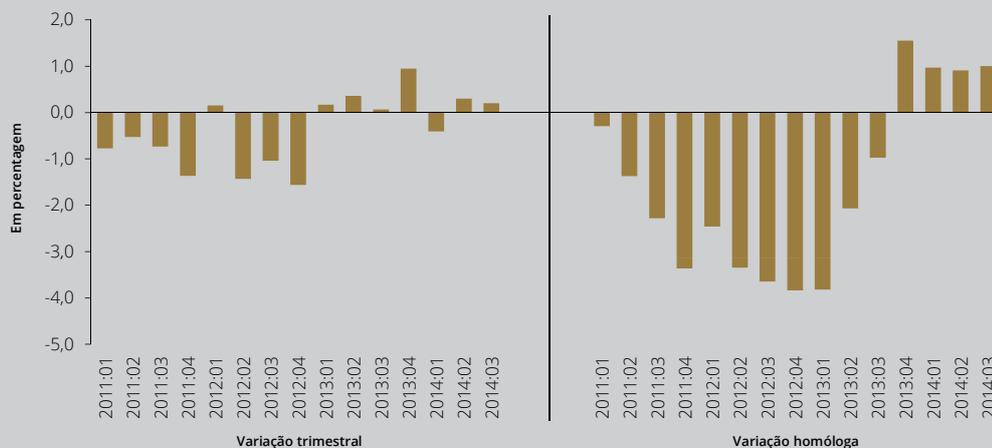
No primeiro semestre de 2014, registou-se um crescimento moderado da atividade económica

em termos homólogos (0,9 por cento). Esta evolução refletiu um contributo bruto de 2,6 pontos percentuais (p.p.) da procura interna e de 1,1 p.p. das exportações, tendo as importações um contributo negativo para o PIB de 2,7 p.p. Em termos líquidos de importações, estima-se que o crescimento do PIB esteja associado a um contributo de 0,5 p.p. das exportações e de 0,4 p.p. da procura interna. Os agregados da procura em termos líquidos de importações são obtidos deduzindo uma estimativa das importações necessárias para satisfazer cada componente<sup>1</sup>. No mesmo período, registou-se uma virtual estabilização do nível da atividade económica face ao semestre anterior.

Crescimento da atividade económica no terceiro trimestre, quer face ao trimestre anterior, quer face ao trimestre homólogo

De acordo com a estimativa rápida divulgada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) a 14 de novembro de 2014, o PIB cresceu em termos homólogos 1,0 por cento no terceiro trimestre de 2014, uma variação semelhante à registada nos dois trimestres anteriores (1,0 e 0,9 por cento no primeiro e segundo trimestres,

**Gráfico 2.1 •**  
Produto interno bruto  
| Taxa de variação real, em percentagem



Fonte: INE.

respetivamente). Face ao trimestre anterior, o nível da atividade económica aumentou ligeiramente (0,2 por cento) no terceiro trimestre de 2014, após variações de -0,4 e 0,3 por cento no primeiro e segundo trimestres, respetivamente (Gráfico 2.1).

A decomposição da evolução do PIB pelos principais agregados da despesa não consta da divulgação oficial da estimativa rápida do PIB, tendo sido publicada pelo INE no final de novembro, não sendo por isso incorporada nas projeções<sup>2</sup>. Com base na informação de conjuntura disponível até 19 de novembro e na informação qualitativa contida na divulgação da estimativa rápida, por parte do INE, apresenta-se em seguida a avaliação da evolução desses agregados no terceiro trimestre que está subjacente às atuais projeções.

A evolução homóloga do PIB teve subjacente um crescimento do consumo privado, que acelerou em relação ao trimestre anterior, refletindo quer a evolução do consumo corrente de bens e serviços, quer do consumo de bens duradouros. Relativamente ao consumo corrente, destaque-se a evolução do índice de volume de negócios deflacionado no comércio a retalho de bens não duradouros não alimentares, que acelerou em

termos homólogos ao longo dos três primeiros trimestres de 2014 (1,3, 1,6 e 3,5 por cento do primeiro ao terceiro trimestres, respetivamente).

No caso dos bens duradouros, as vendas de veículos automóveis de passageiros cresceram 29,8 por cento no terceiro trimestre, após 35,5 por cento no segundo trimestre. Refira-se que, em 2014, o número médio mensal de carros vendidos ascende a cerca de 12 000 carros, claramente abaixo do número médio mensal de veículos vendido no período de dez anos entre 2001 e 2010 (cerca de 17 000 carros). Por seu lado, o índice de volume de negócios deflacionado no comércio a retalho de bens duradouros cresceu 2,4 por cento no terceiro trimestre de 2014 (-0,1 e 0,5 por cento no primeiro e segundo trimestres, respetivamente).

Adicionalmente, verificou-se uma recuperação continuada da confiança dos consumidores ao longo de 2014, tendo permanecido consistentemente em valores superiores à média dos últimos dez anos (Gráfico 2.2). Esta evolução favorável também se verificou na generalidade dos indicadores de confiança, traduzindo-se num aumento do indicador de sentimento económico. No mercado de trabalho há igualmente termos sinais de uma melhoria moderada do

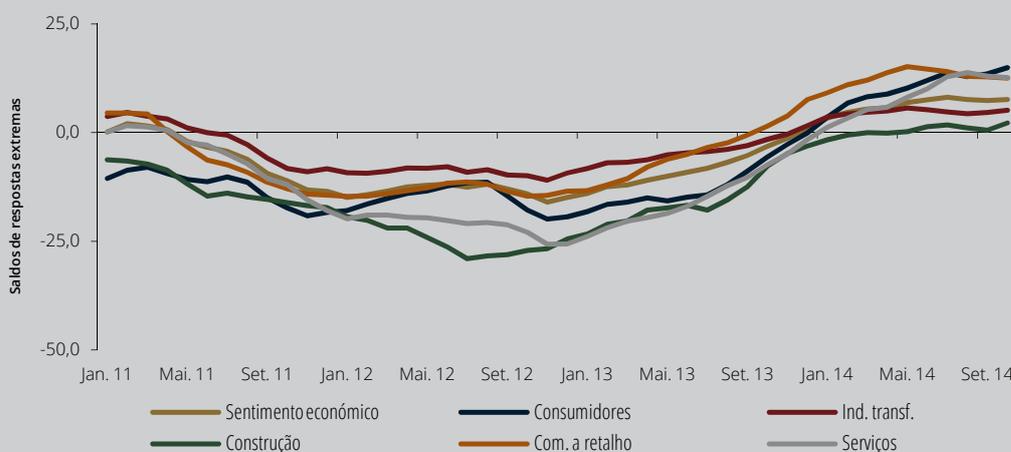


Gráfico 2.2 • Indicadores de confiança

Fonte: Comissão Europeia.

Nota: Os saldos de respostas extremas correspondem aos desvios face à média no período 2004-2013 da média móvel de três meses da série original.

emprego (Caixa 2 “Dinâmica recente do emprego na economia portuguesa”).

A FBCF apresentou um crescimento em termos homólogos globalmente em linha com o observado no trimestre anterior. A atividade na construção continuou a diminuir, em linha com a informação relativa às vendas de cimento para o mercado nacional, que diminuíram 8,9 por cento no terceiro trimestre, após uma queda de 9,9 por cento no segundo trimestre. A diminuição do investimento em construção terá sido mais do que compensada por um crescimento assinalável das componentes relativas ao material de transporte e às máquinas e equipamentos, à semelhança do que tem sido observado desde o final de 2013. Mais concretamente, as vendas de veículos comerciais ligeiros cresceram 59,9 por cento no terceiro trimestre, após um aumento de 55,2 por cento no segundo trimestre, enquanto as vendas de veículos comerciais pesados subiram 42,4 por cento no terceiro trimestre, após um crescimento de 51,6 por cento no segundo trimestre. Relativamente às importações nominais de máquinas e equipamentos, registou-se um crescimento de 6,4 por cento no terceiro trimestre, após um aumento homólogo de 7,8 por cento no segundo trimestre do ano, num quadro de diminuição dos preços desta componente das importações.

As exportações cresceram de forma moderada, refletindo contributos semelhantes entre a componente de bens e a de serviços.

Em termos nominais, as exportações de bens aumentaram 1,5 por cento no terceiro trimestre. No mesmo período, as exportações nominais de bens excluindo combustíveis cresceram 3,0 por cento, destacando-se as exportações de vestuário e calçado, veículos automóveis e produtos alimentares e bebidas. Por seu lado, e à semelhança do registado nos dois trimestres anteriores, as exportações nominais de combustíveis diminuíram no terceiro trimestre de 2014 (11,3 por cento).

Refira-se ainda a continuação de um crescimento forte das exportações de turismo, traduzindo

o crescimento das dormidas de não residentes, que ascendeu a 7,9 por cento no terceiro trimestre de 2014, após 6,2 e 13,1 por cento nos primeiro e segundo trimestres, respetivamente. A receita nominal de viagens e turismo também aumentou significativamente, crescendo 13,7 por cento no terceiro trimestre de 2014, após 5,9 e 13,4 por cento nos primeiro e segundo trimestres, respetivamente.

Por seu lado, o crescimento das importações refletiu a evolução mais dinâmica das rubricas da procura global com maior conteúdo importado, nomeadamente a FBCF em material de transporte e em máquinas e bens de equipamento e o consumo de bens duradouros.

## Caixa 1 | Hipóteses de enquadramento

As projeções apresentadas neste Boletim têm por base um conjunto de hipóteses relativas ao enquadramento externo da economia portuguesa que refletem a informação subjacente às últimas projeções do BCE, divulgadas no dia 4 de dezembro (Quadro 1).

Em geral, as hipóteses de enquadramento externo da economia portuguesa foram revistas em baixa, tanto para 2014 (face ao *Boletim Económico* de outubro), como para 2015 e 2016 (*Boletim Económico* de junho).

Neste exercício, antecipa-se uma aceleração da procura externa ao longo do horizonte de projeção, num contexto de recuperação gradual dos fluxos de comércio internacional a nível global. A aceleração será comum à procura externa proveniente da área do euro e dos mercados fora da área. No caso da área do euro, a evolução económica deverá beneficiar das medidas de política monetária não convencional recentemente anunciadas pelo BCE (Caixa 3 “Medidas recentes de política monetária não convencional”). A procura externa dirigida à economia portuguesa proveniente de mercados fora da área do euro deverá apresentar um dinamismo inferior ao observado antes da crise financeira e, ao contrário do observado no período mais recente, esse dinamismo será inferior ao da procura proveniente da área do euro.

### Quadro 1 • Hipóteses de enquadramento

		BE dezembro 2014			BE outubro 2014	BE junho 2014		
		2014	2015	2016	2014	2014	2015	2016
Procura externa	tva	3,5	3,7	4,9	3,9	3,5	4,8	5,5
Taxa de juro								
Curto prazo (EURIBOR a três meses)	%	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4
Implícita da dívida pública	%	3,9	3,9	3,9	4,0	3,5	3,5	3,7
Taxa de câmbio do euro								
Índice de taxa de câmbio efetiva (1999T1=100)	vma	102,2	99,3	99,3	103,0	104,2	104,4	104,4
Euro-dólar	vma	1,33	1,25	1,25	1,36	1,38	1,38	1,38
Preço do petróleo								
em dólares	vma	101,2	85,6	88,5	107,4	107,2	102,2	98,2
em euros	vma	75,9	68,6	70,9	79,2	77,7	73,9	71,0

Fontes: BCE, Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: tva – taxa de variação anual, % – em percentagem, vma – valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do ano e no final do ano anterior. No *Boletim Económico* de junho de 2014 os cálculos desta taxa utilizaram informação de acordo com o Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais (SEC) versão de 1995, sendo os dados divulgados nos Boletins de outubro e dezembro compatíveis com o SEC versão de 2010.

Esta evolução reflete uma atividade económica menos dinâmica em algumas economias emergentes do que o observado no passado recente, em alguns casos devido a estrangulamentos estruturais ao seu crescimento económico. As projeções do BCE divulgadas no dia 4 de dezembro apontam para um crescimento da atividade económica na área do euro de 0,8 por cento em 2014, 1,0 por cento em 2015 e 1,5 por cento em 2016. Esta evolução representa uma recuperação mais gradual do que as observadas em anteriores episódios recessivos.

Relativamente à taxa EURIBOR a três meses, a hipótese técnica tem por base as expetativas implícitas nos contratos de futuros. No período de 2014 a 2016, a taxa EURIBOR a três meses deverá manter-se em valores historicamente baixos. No caso da taxa de juro de longo prazo, a hipótese técnica assenta numa estimativa da taxa de juro implícita na dívida pública portuguesa, que inclui uma hipótese para a taxa de juro associada às novas emissões. Ao longo do horizonte de projeção assume-se a manutenção de condições regulares de financiamento da economia portuguesa, mantendo-se a taxa de juro a dez anos implícita na dívida pública portuguesa ligeiramente abaixo de 4 por cento entre 2014 e 2016.

A hipótese técnica para as taxas de câmbio equivale à manutenção do seu valor ao longo do horizonte de projeção nos valores médios registados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. Em termos médios anuais, após uma ligeira apreciação em 2014, a hipótese técnica assumida para as taxas de câmbio implica uma depreciação do euro em 2015, quer em termos nominais efetivos, quer face ao dólar.

A hipótese técnica para os preços do petróleo assenta na informação dos mercados de futuros. O preço do petróleo deverá diminuir de 101,2 dólares (75,9 euros) em 2014 para 85,6 dólares (68,6 euros) em 2015, enquanto para 2016 se assume um ligeiro aumento do preço do petróleo, quer em dólares, quer em euros (88,5 e 70,9, respetivamente).

As projeções de finanças públicas seguem a regra utilizada no âmbito dos exercícios do Eurosistema, incorporando apenas as medidas de política já aprovadas ou com elevada probabilidade de aprovação, e especificadas com detalhe suficiente. Este exercício incorpora as medidas incluídas no Orçamento do Estado para 2015, refletindo também as decisões do Tribunal Constitucional de maio e agosto passados.

Relativamente ao consumo público em termos reais, a atual estimativa aponta para uma diminuição de 0,5 por cento em 2014. Este valor tem subjacente a hipótese de uma redução significativa do número de funcionários públicos (na ordem de 4 por cento), cujo efeito é atenuado pelo impacto remanescente do aumento do horário normal de trabalho na função pública a partir do final de setembro de 2013 e pela subida muito acentuada da despesa com concessões no âmbito de parcerias público-privadas relativas ao setor rodoviário. Para 2015, é projetada uma nova diminuição do volume do consumo público, que decorre de um decréscimo adicional do emprego nas administrações públicas, embora menos marcado que no ano anterior, contrabalançado em parte por uma variação positiva na aquisição de bens e serviços. Quanto ao deflator do consumo público, é de salientar que a atual projeção incorpora em 2015 a reversão de 20 por cento do corte de salários de 2011, que se encontra em vigor desde meados de setembro de 2014, e em 2016 a reversão por completo.

No que respeita ao investimento público, depois de uma queda cumulativa muito acentuada nos últimos anos, prevê-se uma taxa de variação positiva em 2014 e uma relativa estabilização em 2015-2016.

### 3. Procura, oferta e contas externas

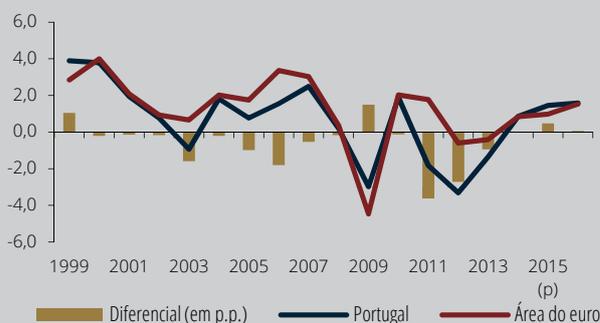
#### Recuperação moderada da procura interna a par de um crescimento robusto das exportações

As atuais projeções apontam para a continuação de um processo de recuperação moderada da atividade económica, que se deverá traduzir num crescimento médio em 2014-2016 ligeiramente superior ao projetado para a área do euro (Gráfico 3.1). Esta evolução implica um nível do PIB no final do horizonte de projeção ainda inferior ao observado antes da crise financeira, que traduz uma recomposição muito significativa da estrutura da despesa em termos reais (Gráfico 3.2). De facto, o peso das exportações no PIB em termos reais deverá aumentar cerca de 11 p.p. entre 2008 e 2016, para 43 por cento, traduzindo a manutenção da trajetória crescente observada em 2010-2013. Por outro lado, não obstante o ligeiro aumento do peso da FBCF no PIB considerado no horizonte de projeção, a redução acentuada observada desde a crise financeira deverá

ainda implicar uma queda em termos médios deste rácio entre 2008 e 2016 (6 p.p., para cerca de 16 por cento). O peso do consumo privado no PIB reduziu-se de forma muito mitigada neste período, mantendo-se próximo de 66 por cento do PIB.

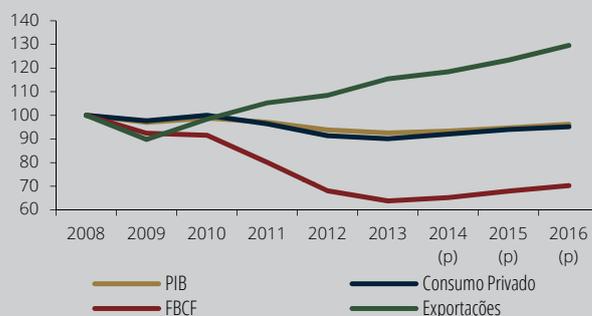
Esta evolução traduz um crescimento das exportações que se deverá situar em cerca de 5 por cento no final do horizonte de projeção, a par de uma relativa estabilização do crescimento médio da procura interna (excluindo variação de existências) em 2015-2016 face a 2014. A procura interna total deverá desacelerar para cerca de 1 por cento em 2015, após um crescimento de 2,3 por cento em 2014, acelerando novamente para 1,5 por cento em 2016. Este perfil traduz alguma volatilidade do contributo da variação de existências para o crescimento do PIB, já que a acumulação significativa de existências no início de 2014 não deverá repetir-se em 2015. Devido ao elevado conteúdo importado da variação de existências, essa volatilidade já não está presente quando se analisa a evolução da procura interna líquida de importações. O contributo da procura interna líquida para o crescimento do PIB deverá manter-se aproxi-

**Gráfico 3.1 • Crescimento do PIB em Portugal e na Área do Euro | Taxa de variação, em percentagem**



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.  
Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 3.2 • Evolução da composição do PIB | Índice 2008=100**



Fontes: INE e Banco de Portugal.  
Nota: (p) – projetado.

madamente constante em 2014-2016 em cerca de 0,6 p.p. (Gráfico 3.3). Após uma redução em 2014, o contributo das exportações líquidas deverá aumentar em 2015-2016 para cerca de 0,9 p.p. do PIB (valor próximo do observado em 2012-2013).

O gráfico 3.4 mostra que o peso da procura interna excluindo conteúdos importados no PIB nominal se tem reduzido desde 2010, tendência que se deverá manter ao longo do horizonte de projeção. Por outro lado, o peso das exportações deduzidas do respetivo conteúdo importado, que traduz o contributo efetivo desta componente para a criação de valor acrescentado interno, deverá manter uma tendência ascendente.

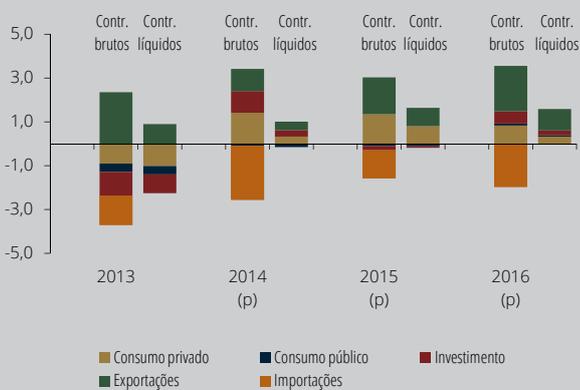
### Continuação do processo de reorientação da economia para os setores transacionáveis, incluindo investimento em bens com elevado conteúdo importado

Ao longo do horizonte de projeção, a atividade no setor privado deverá registar um crescimen-

to superior ao do PIB total, já que a atividade no setor público deverá continuar a reduzir-se, embora a um ritmo progressivamente menor, condicionada pelo processo de consolidação orçamental. Em particular, ao longo do horizonte de projeção são esperadas novas reduções do emprego público em 2014 e 2015 e uma estabilização em 2016 (Caixa 1 – “Hipóteses de Enquadramento”).

Após uma redução de 1 por cento em 2013, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) deverá apresentar ao longo do horizonte de projeção uma evolução aproximadamente em linha com o PIB. A atividade nos setores produtores de bens e serviços transacionáveis deverá acelerar ao longo do horizonte de projeção, num quadro de recuperação da FBCF empresarial e de um continuado dinamismo das exportações, o que deverá também implicar um aumento das importações, associado ao elevado conteúdo importado destas componentes. A atividade no setor da construção deverá apresentar alguma recuperação em 2015-2016, em linha com a evolução projetada para o investimento em habitação, regressando a taxas de variação positivas, após um período de redução que deverá

**Gráfico 3.3 • Contributos brutos e líquidos para o crescimento do PIB | Em pontos percentuais**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. Em cada ano, a barra à esquerda refere-se aos contributos brutos de cada componente para o PIB e a barra da direita aos contributos líquidos correspondentes.

**Gráfico 3.4 • Peso da procura interna e exportações excluindo conteúdos importados no PIB nominal | Em percentagem**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

implicar que o nível da atividade neste setor se situe em 2014 em cerca de 55 por cento do observado em 2007. De acordo com o inquérito à confiança da Comissão Europeia, as restrições financeiras não constituem um fator de limitação à produção muito significativo nos setores da indústria transformadora e dos serviços, embora sejam apontadas como um dos fatores mais relevantes pelas empresas de construção inquiridas. Este facto é ilustrativo das alterações em curso na estrutura do crédito concedido pelo sistema bancário, mais orientado para os setores transacionáveis.

Não obstante o crescimento antecipado para o PIB, o nível da atividade deverá situar-se ainda abaixo do potencial ao longo do horizonte de projeção. De facto, de acordo com a informação dos inquéritos de opinião da Comissão Europeia, o nível de utilização da capacidade na indústria transformadora situa-se ainda abaixo da sua média de longo prazo, não obstante o aumento registado em 2014. O nível de utilização de capacidade nos serviços apresentou também alguma recuperação desde o final de 2013, mas situa-se em níveis inferiores aos observados no segundo semestre de 2011 (o que corresponde ao início desta série). No que diz respeito às empresas que consideram que a procura insuficiente é um fator limitativo à produção, este indicador sugere um maior dinamismo dos setores transacionáveis face aos não transacionáveis, onde a procura estará ainda abaixo do seu nível tendencial. De facto, no caso da indústria transformadora, este indicador encontra-se próximo de um valor de referência médio do passado (período 2001-2013), enquanto no caso dos serviços se situa ainda claramente acima da média (Gráfico 3.5).

Os inquéritos de opinião da Comissão Europeia incluem também uma questão relativa à importância de uma força de trabalho insuficiente como fator restritivo da produção. Neste caso, o saldo de respostas extremas apresenta um diferencial negativo face à média de longo prazo ainda mais notório do que no caso das questões sobre procura, sugerindo que o desemprego se

situa ainda acima do seu nível estrutural, não obstante a recuperação do emprego registada nos trimestres mais recentes.

De facto, o emprego no setor privado, tendo em consideração a informação das Contas Nacionais Trimestrais publicadas para os dois primeiros trimestres de 2014, deverá apresentar para o conjunto do ano um crescimento superior ao da atividade (2,7 por cento). Em resultado desta evolução, o fator trabalho deverá apresentar um contributo muito significativo para o crescimento do PIB em 2014. Esta dinâmica deve no entanto ser qualificada com uma análise mais abrangente de várias fontes estatísticas (Caixa 2 “Dinâmica recente do emprego na economia portuguesa”)<sup>3</sup>. Ao longo do restante horizonte de projeção, o emprego neste setor deverá apresentar uma evolução mais em linha com a sua relação histórica com o crescimento do PIB. O contributo do fator capital para o crescimento do PIB ao longo do horizonte de projeção deverá continuar a ser marginalmente negativo, já que a recuperação da FBCF não será ainda suficiente para compensar a depreciação do *stock* de capital. O crescimento do PIB em 2015-2016 deverá beneficiar de desenvolvimentos favoráveis da produtividade, num contexto de melhoria de afetação de recursos na economia, nomeadamente associada à evolução dos novos fluxos de crédito (Caixa 4 “A evolução recente do perfil de risco do crédito concedido às empresas em Portugal”).

### Recuperação do consumo privado e da FBCF, embora ainda condicionados pelos elevados níveis de endividamento

As projeções apontam para um crescimento do consumo privado de 2,2 por cento em 2014, seguido de uma ligeira desaceleração para 2,1 por cento em 2015 e 1,3 por cento em 2016 (Gráfico 3.6).

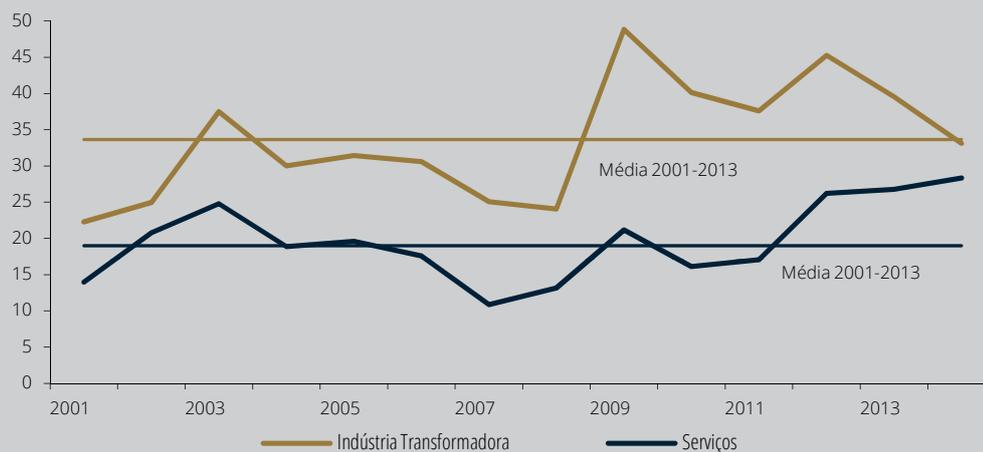
Este perfil de desaceleração reflete a evolução do consumo de bens duradouros, que após iniciar uma trajetória de recuperação em 2013,

deverá atingir um crescimento de cerca de 16 por cento em 2014, e de cerca de 4 por cento em 2015-2016. O crescimento projetado para 2015-2016 é ligeiramente superior ao do rendimento disponível real, aproximadamente em linha com a elasticidade histórica entre estes

dois agregados. No entanto, no final do horizonte de projeção o consumo de bens duradouros deverá situar-se ainda cerca de 20 por cento abaixo do nível registado em 2008.

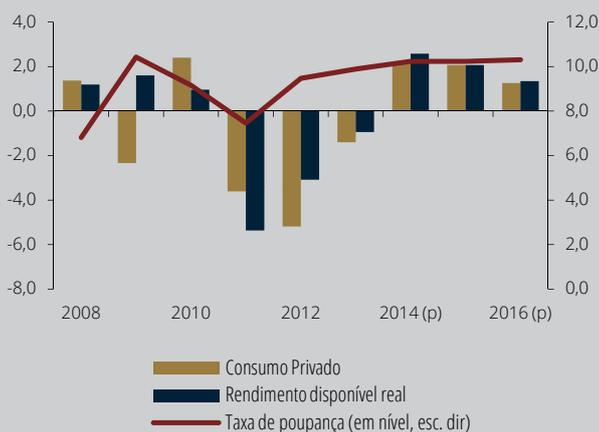
Após a redução registada no período 2011-2013, o consumo de bens não duradouros de-

**Gráfico 3.5 •**  
Empresas que consideram a procura insuficiente como um fator limitativo da produção | Saldo de respostas extremas



Fontes: Comissão Europeia e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico 3.6 •** Consumo, rendimento disponível e taxa de poupança | Taxa de variação anual em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado. A taxa de poupança é expressa em percentagem do rendimento disponível.

**Gráfico 3.7 •** Endividamento do setor privado não financeiro | Em fim de período



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (p) – projetado.

(a) Inclui empréstimos concedidos a sociedades não financeiras por outros setores institucionais; papel comercial e obrigações emitidas por sociedades não financeiras na posse de outros setores e créditos comerciais recebidos de outros setores.

(b) A dívida financeira corresponde à soma de empréstimos obtidos e títulos de dívida emitidos pelo setor.

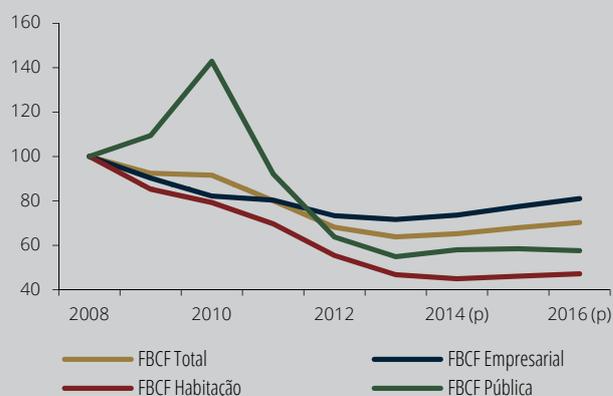
verá apresentar alguma aceleração em 2014 e 2015, seguida de uma ligeira desaceleração em 2016. Esta componente deverá manter no final de 2014 a trajetória de aceleração projetada para o terceiro trimestre, em linha com as indicações de melhoria continuada da confiança dos consumidores. No entanto, a relativa estagnação na primeira metade deste ano deverá implicar um crescimento deste agregado no conjunto do ano de 2014 inferior ao projetado para o rendimento disponível real, implicando um ligeiro aumento da taxa de poupança para cerca de 10 por cento do rendimento disponível, um nível próximo do observado antes do início da área do euro. Em 2015-2016, a taxa de poupança deverá manter-se estável. Esta evolução é compatível com a continuação da redução do endividamento dos particulares em percentagem do rendimento disponível ao longo do horizonte de projeção correspondendo a um decréscimo assinalável, de cerca de 17 p.p., ao longo do período 2011-2016 (Gráfico 3.7).

A FBCF interrompeu em meados de 2013 a trajetória de redução registada desde 2009, que implicou uma queda do nível deste agregado de cerca de 30 por cento. Assim, projeta-se uma

variação da FBCF de 2,2 por cento em 2014 e de 4,2 e 3,5 por cento em 2015 e 2016, respetivamente (Gráfico 3.8). Esta evolução traduz em larga medida a trajetória de aceleração projetada para o investimento empresarial, de -2,4 por cento em 2013 para 2,8 por cento em 2014 e 4,9 por cento em média em 2015-2016. O aumento significativo do peso da FBCF no PIB durante os períodos de recuperação, que traduz a maior volatilidade o caráter pró-cíclico do investimento, tem sido muito mais moderado no ciclo atual (Gráfico 3.9). Esta evolução reflete a continuada necessidade de redução do nível de endividamento das empresas, que deverá persistir ao longo do horizonte de projeção, já que, não obstante a redução recente, tal como no setor dos particulares, este permanece muito elevado por comparação com a média da área do euro (Gráficos 3.7 e 3.10).

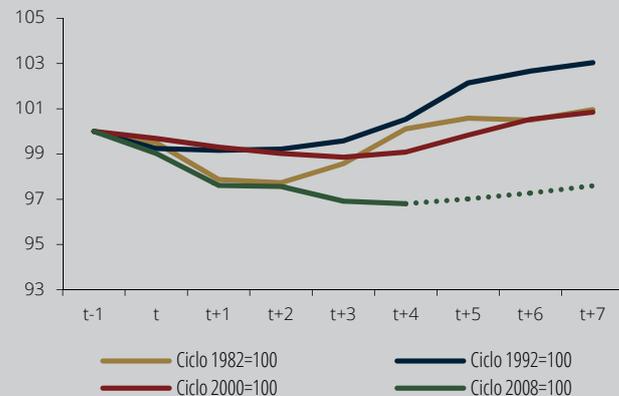
A recuperação do investimento empresarial deverá beneficiar no entanto de alguma melhoria das expectativas de procura por parte das empresas e das condições de financiamento. De facto, projeta-se uma progressiva redução dos diferenciais de taxa de juro do crédito a sociedades não financeiras face à taxa de juro de

**Gráfico 3.8 • FBCF por setor institucional**  
| Índice 2008=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.  
Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 3.9 • FBCF empresarial em rácio do PIB**  
| Índice t-1=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Os valores a tracejado correspondem a projeções. A referência t-1 corresponde ao último ano de crescimento da FBCF empresarial antes de uma recessão.

referência do mercado interbancário e um retorno a variações positivas do *stock* de crédito no final do horizonte de projeção, ainda que consistente com a continuação da redução do endividamento das empresas em percentagem do PIB. Esta evolução é compatível com uma alteração da estrutura de financiamento das empresas, desejavelmente mais baseada nos capitais próprios, e com uma reorientação do crédito para empresas mais produtivas.

A atual projeção contempla também uma menor redução do investimento em habitação em 2014, e alguma recuperação em 2015-2016, aproximadamente em linha com a evolução do rendimento disponível. O crescimento relativamente moderado projetado para esta componente reflete o facto de a redução do investimento em habitação se revestir em grande medida de uma natureza estrutural, sendo que o nível desta componente em termos reais se deverá situar em 2014 em cerca de 30 por cento do valor registado em 2000, ano após o qual iniciou uma tendência de redução. Esta evolução reflete o nível muito elevado atingido pelo investimento neste setor ao longo dos anos 90, beneficiando de condições financeiras muito favoráveis, bem como a recente tendência de redução

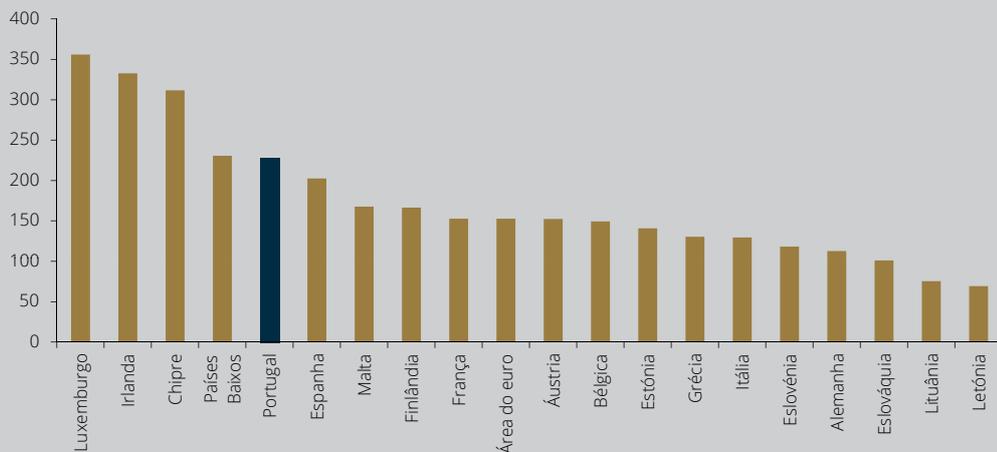
da população residente e o ainda elevado nível de endividamento dos particulares.

Adicionalmente, o investimento público deverá continuar a ser condicionado pela necessidade de consolidação orçamental, já que, após um aumento de 5,6 por cento em 2014, deverá apresentar uma relativa estabilização em média no período 2015-2016, após uma queda acumulada de cerca de 60 por cento em 2011-2013.

### Desaceleração das exportações em 2014 e crescimento em linha com a procura externa em 2015-2016

As projeções para as exportações de bens e serviços apontam para um crescimento de 2,6 por cento em 2014, de 4,2 por cento em 2015 e de 5 por cento em 2016. Em 2014 as exportações deverão registar um crescimento inferior ao da procura externa, interrompendo a tendência de aumento da quota de mercado observada desde 2011 (Gráfico 3.11). Esta evolução da quota de mercado em 2014 é significativamente afetada pela componente de bens energéticos, refletindo o encerramento temporário de uma unidade de refinação no primeiro tri-

**Gráfico 3.10 •**  
Endividamento do setor privado não financeiro  
| Em percentagem do PIB



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Dados relativos a 2012, exceto no caso da Bélgica, Grécia, Portugal e Eslovénia, cujos dados reportam a 2013. Inclui empréstimos e, no caso das sociedades não financeiras, também títulos de dívida e créditos comerciais (exceto no caso da Grécia, em que a informação relativa a créditos comerciais não está disponível). A informação reflete o sistema de Contas Nacionais ESA 1995.

mestre do ano (Gráfico 3.12). De facto, as exportações excluindo energéticos apresentarão um crescimento aproximadamente em linha com a procura externa de bens e serviços. A reversão parcial deste efeito na segunda metade do ano deverá favorecer a dinâmica das exportações em 2015. Ao longo do restante horizonte de projeção, as exportações deverão apresentar uma trajetória de aceleração aproximadamente em linha com as hipóteses para a procura externa dirigida a Portugal. Esta evolução inclui a manutenção de um crescimento dinâmico das exportações de serviços, em particular de turismo. Em resultado desta evolução, projeta-se uma relativa estabilização da quota de mercado em 2015-2016.

Em 2014, as importações de bens e serviços deverão apresentar um crescimento de 6,3 por cento, o que traduz um aumento da penetração de importações idêntico ao registado em 2013, resultando numa relativa estabilidade deste indicador no período 2011-2014 (Gráfico 3.13). O dinamismo recente das importações resulta da evolução de componentes da despesa com elevado conteúdo importado, como a variação de existências ou o investimento empresarial (embora neste último caso mais mitigada do que em ciclos anteriores), cujo crescimento é

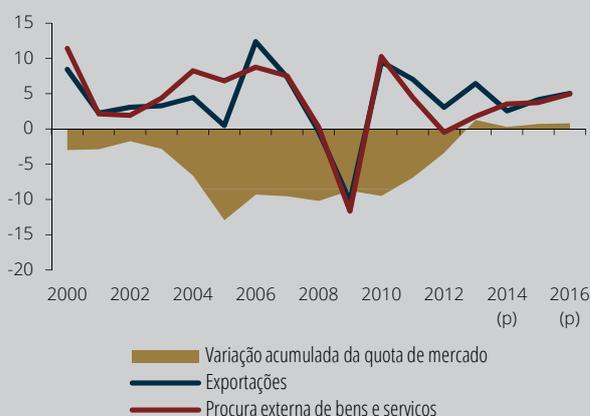
habitualmente mais elevado num contexto de recuperação da atividade, dada a necessidade de repor níveis médios de *stocks* após períodos de desacumulação ou de menor manutenção dos bens de capital sujeitos a depreciação.

Ao longo do restante horizonte de projeção, as importações deverão evoluir mais em linha com a elasticidade média histórica desta componente face à evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados, resultando num crescimento da penetração de importações próximo da média observada no período 1996-2013.

### Manutenção da capacidade de financiamento da economia portuguesa

De acordo com as atuais projeções, a capacidade de financiamento da economia, medida pelo saldo conjunto das balanças corrente e de capital, deverá aumentar ligeiramente ao longo do horizonte de projeção, de 2,6 por cento do PIB em 2014 para 2,9 por cento do PIB em 2016. Esta evolução traduz a conjugação de um ligeiro aumento da poupança interna em percentagem do PIB com uma relativa estabilização do investimento total (Gráfico 3.14).

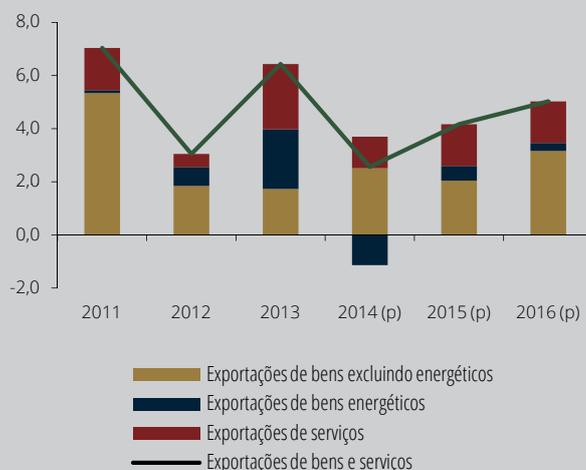
**Gráfico 3.11 • Exportações e procura externa | Taxa de variação anual, em percentagem**



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 3.12 • Decomposição da variação das exportações | Contributos em pontos percentuais**



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Em 2014, a evolução da balança de pagamentos em percentagem do PIB deverá ser caracterizada por uma redução do excedente da balança de bens e serviços, dada a evolução já referida para os volumes de exportações e importações, não obstante o contexto de melhoria dos termos de troca, quer totais quer não energéticos (Gráfico 3.15). Esta evolução deverá no entanto ser compensada pela redução face ao ano anterior do défice do saldo conjunto da balança de rendimentos primário e secundário já observada no conjunto dos três primeiros trimestres de 2014. Em 2015-2016 a balança de bens e serviços deverá apresentar valores em percentagem do PIB ligeiramente superiores aos registados em 2013. Esta evolução reflete uma redução do défice da balança de bens, resultante em larga medida de um efeito de volume, a par de ganhos adicionais de termos de troca em 2015, num quadro de redução do preço do petróleo em euros. O ligeiro aumento do saldo da balança de serviços em percentagem do PIB também deverá contribuir para esta evolução. As balanças de rendimentos primário e secundário e a balança de capital deverão apresentar uma ligeira redução do seu saldo em percentagem do PIB em 2015 – tendo em conta expectativas de menores recebimentos de transferências de alguns fundos estruturais

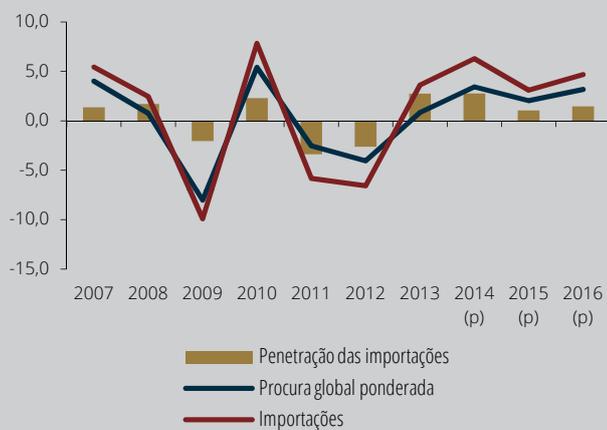
da União Europeia, em linha com a informação contida no Orçamento do Estado para 2015 – e uma relativa estabilidade em 2016.

Relativamente às anteriores projeções do Banco de Portugal para o período 2014-2016, divulgadas nos *Boletins Económicos* de junho e outubro de 2014, as atuais caracterizam-se por revisões marginais do crescimento da atividade, não obstante uma composição da despesa diferenciada.

### Projeções para o crescimento do PIB relativamente inalteradas face aos anteriores Boletins Económicos

Desta forma, a projeção para o crescimento do PIB em 2014 permanece relativamente inalterada face ao *Boletim Económico* de outubro, refletindo uma revisão em alta do consumo privado e da FBCF e uma revisão em baixa das exportações, em resultado da incorporação da informação mais recente, bem como da revisão em baixa das hipóteses relativas ao crescimento da procura externa de bens e serviços. As projeções para o crescimento do PIB em 2015 e 2016 apresentam-se virtualmente inalteradas face ao *Boletim Económico* de junho de 2014, contemplando igualmente uma revisão da composição

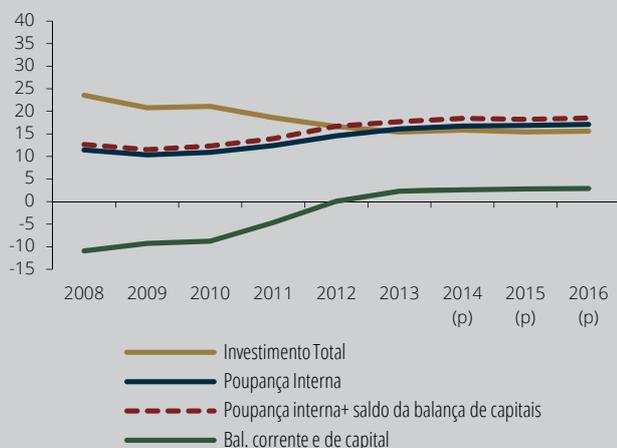
**Gráfico 3.13 • Importações e procura global ponderada | Em percentagem**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

**Gráfico 3.14 • Financiamento da economia | Em percentagem do PIB**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

da procura no sentido de um maior dinamismo do consumo e da FBCF em 2015.

#### 4. Preços e salários

Os preços no consumidor têm vindo a desacelerar desde 2012, num contexto de deterioração da posição cíclica da economia portuguesa e de diminuição dos preços das importações excluindo bens energéticos.

De acordo com a projeção para 2014, os preços deverão manter-se relativamente estáveis face ao ano anterior (variação de -0,1 por cento), observando-se uma variação acumulada de -0,2 por cento até outubro de 2014. Esta virtual estabilização dos preços reflete uma evolução moderada da procura interna e no mercado de trabalho, conjugada com a redução dos preços de importação, num quadro de baixa inflação na área do euro.

#### Aumento progressivo dos preços ao longo do horizonte de projeção

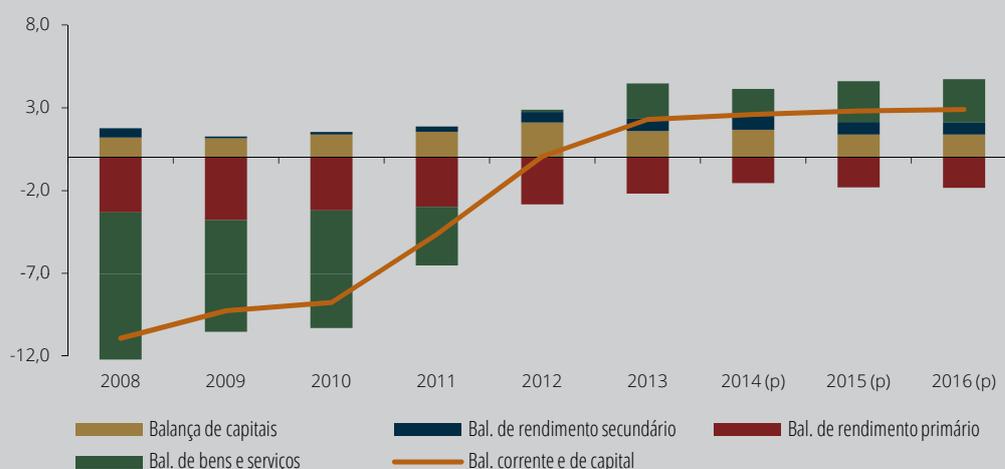
Ao longo do horizonte de projeção a inflação deverá permanecer em níveis baixos. Após uma

relativa estabilização dos preços em 2014, projeta-se um aumento progressivo da inflação para 0,7 por cento em 2015 e 1,0 por cento em 2016 (Gráfico 4.1).

Refletindo a evolução do preço do petróleo, os preços dos bens energéticos deverão diminuir em 2015 e aumentar no final do horizonte de projeção, mantendo-se no entanto em níveis mais baixos do que os observados no início do horizonte de projeção. Refira-se que, em 2015, a diminuição dos preços no consumidor dos bens energéticos será mitigada por um aumento no imposto sobre produtos petrolíferos e energéticos, previsto na proposta de Orçamento do Estado para 2015.

A manutenção de pressões descendentes nos preços, internas e externas, num quadro de recuperação moderada das economias nacional e mundial, deverá determinar uma evolução moderada dos preços excluindo bens energéticos. Após uma estabilização em 2014, projeta-se um aumento dos preços desta componente ligeiramente inferior a 1 por cento em 2015 e 2016.

Comparando as projeções do Banco de Portugal com as projeções para a área do euro divulgadas pelo BCE no dia 4 de dezembro, o diferencial



**Gráfico 3.15 •**  
Balança corrente e de capital  
| Em percentagem do PIB

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

de inflação será negativo em 2014. No período de janeiro a outubro de 2014, o diferencial negativo de preços foi generalizado às principais componentes do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), exceto os bens energéticos. Em 2015 o diferencial de inflação será virtualmente nulo, voltando a ser negativo em 2016, ainda que reduzido em valor absoluto. No contexto de uma união monetária é de esperar que os países em ajustamento estrutural, como é o caso de Portugal, apresentem taxas de inflação inferiores à média dos restantes países membros.

A evolução moderada dos preços excluindo bens energéticos ocorrerá num quadro de uma recuperação moderada da economia portuguesa e de condições ligeiramente menos desfavoráveis no mercado de trabalho. A atual projeção inclui um aumento moderado dos salários no setor privado ao longo do horizonte de projeção, o qual contribuirá para que os custos unitários do trabalho no setor privado apresentem uma variação positiva, embora relativamente estável e contida entre 2014 e 2016, inferior a 1 por cento em média.

Excluindo os bens energéticos, os preços das importações deverão aumentar de forma moderada a partir de 2015, após as diminuições observadas em 2013 e 2014, uma evolução que

será reforçada pela hipótese de depreciação do euro em 2015.

O aumento moderado dos preços ao longo do horizonte de projeção refletirá igualmente aumentos contidos das margens de lucro da economia, medidas pelo excedente bruto de exploração por unidade produzida.

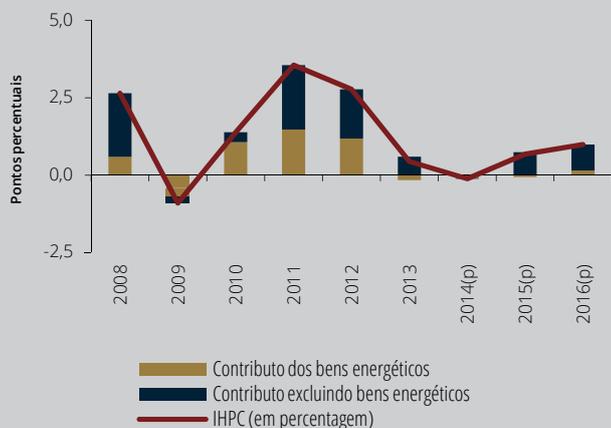
### Expetativas de aumento progressivo da inflação no médio prazo

Apesar dos níveis baixos, as expetativas de inflação também apontam para um aumento progressivo da inflação no médio prazo (Gráfico 4.2). De facto, as expetativas a um horizonte de 12 meses interromperam a sua tendência de redução a partir de agosto de 2014.

### Revisões em baixa das projeções para a inflação em 2014 e 2015

As projeções para a evolução dos preços no consumidor foram revistas em baixa ao longo do horizonte de projeção, em particular em 2015. A revisão em baixa refletiu em larga medida a componente excluindo bens energéticos. Esta revisão traduziu essencialmente a incorpo-

**Gráfico 4.1 • Índice harmonizado de preços no consumidor | Contributo para a taxa de variação anual, em pontos percentuais**



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

**Gráfico 4.2 • Expetativas de inflação | Em percentagem**



Fontes: Consensus Economics e cálculos do Banco de Portugal.

ração de valores mais recentes do IHPC inferiores aos antecipados em anteriores *Boletins Económicos*, nomeadamente nas rubricas de bens alimentares não transformados e bens industriais não energéticos. A componente de bens energéticos também foi revista em baixa em 2014 e 2015, refletindo essencialmente a revisão das hipóteses relativas à evolução do preço do petróleo. Refira-se que esta revisão incorpora a informação disponível à data de 19 de novembro.

## 5. Incerteza e riscos

As projeções apresentadas neste artigo constituem o cenário que é considerado mais provável, condicional no conjunto de hipóteses descrito na Caixa 1 “Hipóteses de Enquadramento”. A possibilidade de a realidade se afastar destas hipóteses, bem como a possibilidade de se registarem acontecimentos que, pela sua natureza idiossincrática, não foram considerados nas projeções dão origem a um conjunto de riscos

e incertezas. Nesta secção apresenta-se uma análise quantificada de riscos e da incerteza em torno da projeção<sup>4</sup>.

A nível internacional, existe o risco de uma recuperação mais lenta da atividade económica, quer na área do euro, quer nas economias emergentes, bem como uma evolução mais moderada dos fluxos de comércio internacional. A concretização deste risco resultaria num menor crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa ao longo do horizonte de projeção. Assume-se que este risco tem uma probabilidade de materialização de 60 por cento em 2015 e de 55 por cento em 2016 (Quadro 5.1).

O risco descendente de uma evolução da atividade económica a nível mundial resulta igualmente num risco descendente sobre o preço do petróleo, refletindo uma menor procura. Este risco será, contudo, contrabalançado por um risco ascendente refletindo a possibilidade de intensificação de tensões geopolíticas em países produtores de bens energéticos.

**Quadro 5.1** • Fatores de risco – probabilidade de uma realização inferior ao considerado na projeção | Em percentagem

	2015	2016
Variáveis de enquadramento		
Procura externa	60	55
Consumo público	60	60
Variáveis endógenas		
Investimento	45	45
Exportações	45	45

Fonte: Banco de Portugal.

**Quadro 5.2** • Cenário macroeconómico – probabilidade de uma realização inferior à da projeção atual | Em percentagem

	Pesos	2015	2016
Produto interno bruto	100	53	57
Consumo privado	65	48	50
FBCF	15	45	46
Exportações	39	52	56
Importações	38	48	49
IHPC		51	52

Fonte: Banco de Portugal.

O risco de existência destas tensões geopolíticas contribui igualmente para um risco de apreciação do euro. Por outro lado, dado o processo de normalização da política monetária dos Estados Unidos e a possibilidade de implementação de medidas não convencionais adicionais na área do euro, existe igualmente um risco de depreciação adicional do euro. Neste quadro, avalia-se que os riscos sobre a taxa de câmbio se encontram equilibrados.

A nível interno, considera-se que existe um risco ascendente associado ao eventual impacto positivo das reformas estruturais, quer nas exportações quer no investimento<sup>5</sup>. Considera-se uma probabilidade de 55 por cento da evolução das exportações e do investimento ser mais favorável do que a considerada nas projeções em 2015 e 2016. Adicionalmente, considera-se a possibilidade de serem necessárias medidas adicionais para cumprir os objetivos orçamentais, que se traduziu numa probabilidade de 60 por cento do consumo público ser inferior ao considerado na projeção em 2015 e 2016 (Caixa 5 "Perspetivas orçamentais para 2015").

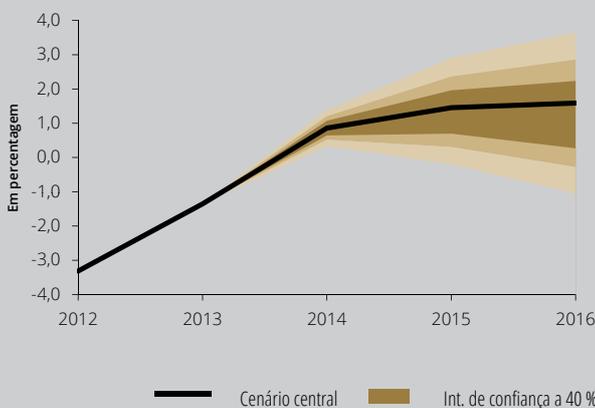
## Riscos descendentes para a atividade económica em 2015 e 2016

Perante este balanço de riscos, a evolução da atividade económica estará sujeita a riscos ligeiramente descendentes em 2015 e 2016, resultante da combinação dos fatores de risco acima referidos (Quadro 5.2 e Gráfico 5.1). Em 2015, considera-se igualmente um ligeiro aumento da incerteza sobre a evolução da economia real, associado ao impacto nas decisões dos agentes económicos dos acontecimentos no sistema financeiro na segunda metade de 2014.

Em relação aos preços no consumidor, a análise aponta para riscos marginalmente descendentes em 2015 e 2016 (Quadro 5.2 e Gráfico 5.2).

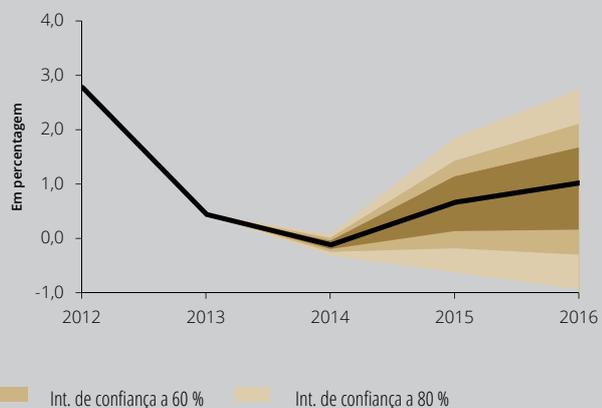
Refira-se, no entanto, que as hipóteses técnicas têm como data de fecho o dia 19 de novembro, pelo que não refletem a queda observada recentemente no preço do petróleo. Esta evolução deverá implicar uma pressão descendente adicional sobre os preços ao longo dos próximos meses.

**Gráfico 5.1 • Produto interno bruto**  
| Taxa de variação, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

**Gráfico 5.2 • Índice harmonizado de preços no consumidor**  
| Taxa de variação, em percentagem



Fonte: Banco de Portugal.

## 6. Conclusões

As atuais projeções macroeconómicas apontam para uma gradual recuperação da economia portuguesa nos próximos anos, ligeiramente acima do crescimento esperado para a área do euro. A dinâmica da economia portuguesa deverá continuar a ser maioritariamente assegurada pelo desempenho das exportações, a par de uma recuperação da procura interna, que será compatível com a manutenção de excedentes na balança corrente e de capital. Adicionalmente, as projeções são consistentes com uma afetação de recursos crescentemente orientada para os setores transacionáveis e mais produtivos da economia. Não obstante, o potencial de crescimento previsto para a economia portuguesa no horizonte de projeção é relativamente limitado. De facto, a desalavancagem dos setores público e privado, os desenvolvimentos demográficos, os limitados níveis de capital produtivo por trabalhador e o baixo dinamismo previsto para os principais parceiros comerciais – com destaque para o conjunto da área do euro – continuarão a condicionar o potencial de crescimento da economia portuguesa no futuro.

Nos últimos anos, a economia portuguesa prosseguiu um forte ajustamento, que permitiu alcançar progressos assinaláveis na correção dos desequilíbrios macroeconómicos. No entanto, o processo de re-equilíbrio estrutural da economia ainda está incompleto e o ajustamento macroeconómico ainda exige aprofundamento. Simultaneamente, não se devem ignorar os riscos, de natureza interna e externa, que impendem sobre a economia portuguesa. Neste quadro, é crucial o cumprimento dos compromissos estabelecidos a nível europeu em termos do processo de consolidação orçamental, que são indispensáveis para sustentar uma trajetória descendente para o rácio da dívida pública. Em paralelo, o processo de reformas estruturais no sentido da criação de incentivos à inovação, à mobilidade de fatores e ao investimento em capital físico e humano deve ser aprofundado. Um consenso alargado em torno deste processo é fundamental para aumentar a credibilidade,

a previsibilidade e a capacidade de implementação das políticas que o sustentam.

As condições anteriores são indispensáveis para promover uma melhor afetação dos recursos e o crescimento da produtividade, contribuindo assim para o desígnio de aumentar sustentadamente os níveis de bem-estar económico em Portugal.

## Caixa 2 | Dinâmica recente do emprego na economia portuguesa

De acordo com o Inquérito ao Emprego, o emprego total aumentou 2,1 por cento no terceiro trimestre de 2014, em termos homólogos, após um aumento de 1,8 por cento na primeira metade do ano e uma redução de 2,6 por cento no conjunto do ano anterior. Esta evolução reflete o contributo positivo do emprego por conta de outrem, enquanto que a queda do emprego por conta própria se acentuou ao longo de 2014. Esta dinâmica do emprego total, bem como a sua composição, coloca questões quando comparada com a evolução observada na atividade económica. Neste contexto, esta Caixa pretende qualificar a evolução recente do emprego na economia portuguesa, recorrendo a um conjunto mais alargado de fontes estatísticas. A análise efetuada permite concluir que o emprego privado por conta de outrem estará a apresentar uma recuperação desde o terceiro trimestre de 2013, mas mais moderada do que a sugerida pelo Inquérito ao Emprego. Para este acréscimo do volume de emprego estão também a contribuir as políticas ativas de emprego, em particular os estágios profissionais. Em contraste, o emprego nas administrações públicas apresenta uma tendência descendente. Neste contexto, a evolução do emprego por conta de outrem terá mantido uma evolução globalmente consistente com a atividade económica.

Como referido no *Boletim Económico* de outubro de 2014, e enfatizado pelo INE no Destaque das Estatísticas do Emprego do 3.º Trimestre 2014, 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<sup>6</sup>. Esta atualização traduz-se numa melhoria da cobertura da base amostral. Dada a natureza amostral deste inquérito e a variabilidade intrínseca aos inquéritos por amostragem, o procedimento adotado (o qual, seguindo a norma habitual, não permite dispor de contrafactual) poderá refletir-se numa maior incerteza nos resultados do Inquérito ao Emprego durante o período de transição<sup>7</sup>.

Tendo por referência a componente comum da amostra de dois trimestres consecutivos do Inquérito ao Emprego<sup>8</sup>, é possível concluir que a atual transição para a nova base de amostragem estará a contribuir para uma maior flutuação dos dados relativos à evolução do emprego e à sua composição. Deste modo, neste período de maior incerteza e maior volatilidade é particularmente relevante a análise conjunta de toda a informação e indicadores disponíveis relativos à situação do mercado de trabalho em Portugal.

A análise que se segue baseia-se na informação proveniente do Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social (MSESS), da Direção Geral da Administração e Emprego Público (DGAEP), do Instituto do Emprego e Formação Profissional e do INE. Esta análise permite obter informação sobre a evolução do número de trabalhadores por conta de outrem no setor privado e sobre a evolução do número de funcionários públicos. No que se refere aos trabalhadores independentes, não existe outra fonte alternativa que permita avaliar a sua evolução total no passado recente, sendo que representam menos de 20 por cento do emprego total.

A informação disponível corrobora a 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. Com base nos dados disponibilizados pelo MSESS, os trabalhadores por conta de outrem (TCO) inscritos na Segurança Social estarão a crescer 1,9 por cento em termos homólogos no terceiro trimestre de 2014 (variação de +1,2 por cento na primeira metade do ano e de -3,2 por cento no conjunto do ano de 2013). Esta base de dados, sendo um repositório em permanente atualização, está sujeita a uma percentagem de declarações por entregar, principalmente nos últimos quatro meses, que poderá representar cerca de 0,4 pontos percentuais (p.p.) da variação homóloga do último trimestre

disponível. Note-se ainda que estes TCO incluem, para além dos Membros de Órgãos Estatutários, os funcionários públicos inscritos na Segurança Social. Tendo em conta os dados disponibilizados pela DGAEP e pelo INE é possível concluir que o número de funcionários públicos inscritos na Segurança Social também estará a registar uma diminuição ligeira, pelo que os TCO no setor privado estarão com uma dinâmica superior à evolução do total dos TCO, estimada em cerca de 0,2 p.p.. Deste modo, pode inferir-se que os TCO do setor privado estarão a crescer no terceiro trimestre de 2014 cerca de 2,5 por cento em termos homólogos, após 1,6 por cento na primeira metade do ano (Gráfico 1). O nível do emprego privado por conta de outrem apresenta uma tendência globalmente ascenden-

**Gráfico 1 • Emprego privado por conta de outrem e emprego nas administrações públicas | Taxa de variação homóloga**



Fontes: Instituto de Informática do Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social, Direção Geral da Administração e Emprego Público, INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Gráfico 2 • Emprego por conta de outrem | Número de trabalhadores inscritos na Segurança Social**



Fonte: Instituto de Informática do Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social.

Nota: Esta evolução corresponde de uma forma global à evolução do emprego privado por conta de outrem, que representa mais de 95 por cento do total do emprego por conta de outrem inscrito na Segurança Social.

te desde 2013, mantendo-se contudo em níveis claramente inferiores aos observados até 2011 (Gráfico 2).

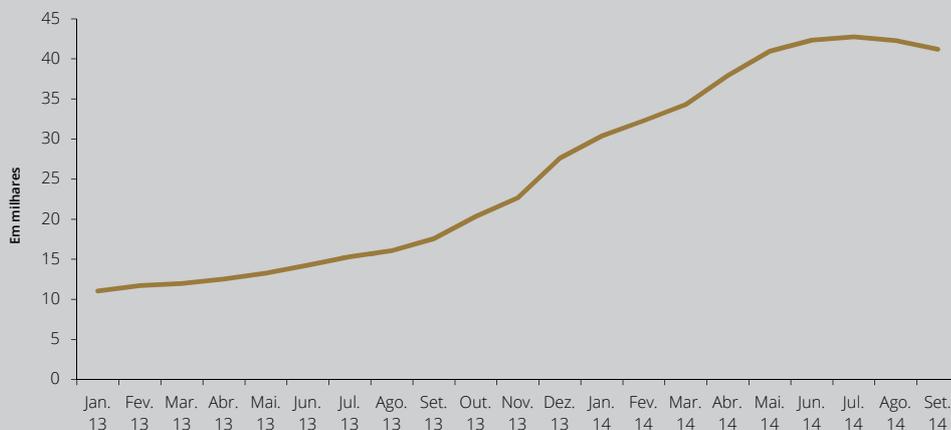
De salientar também que, para além da informação proveniente do MSESS, há ainda um conjunto de indicadores disponíveis sobre a evolução conjuntural do emprego e do volume de horas trabalhadas, obtidos através de operações estatísticas conduzidas pelo INE junto dos empregadores, que corroboram a evolução recente favorável do emprego.

Note-se ainda que, no passado recente, as políticas ativas de emprego terão contribuído para a evolução do emprego, em particular 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 (Gráfico 3). Em particular, estima-se que o aumento significativo dos estágios profissionais no último ano terá contribuído para o crescimento homólogo do emprego privado por conta de outrem em cerca de 0,9 p.p. no terceiro trimestre de 2014 (0,8 p.p. na primeira metade do ano)<sup>9</sup>.

No que se refere ao emprego nas administrações públicas, e de acordo com a informação da DGAEP, o número de funcionários públicos apresenta uma redução continuada, tendo diminuído 3,6 por cento no terceiro trimestre de 2014 em termos homólogos, variação semelhante à verificada no primeiro semestre de 2014 (Gráfico 1). Esta evolução deverá refletir não só a redução dos subscritores da CGA, como também a dos funcionários públicos inscritos na Segurança Social.

Dadas as especificidades e graus de incerteza inerentes às diversas fontes de informação relativas ao mercado de trabalho, em particular o referido período de transição do Inquérito ao Emprego, torna-se premente a análise abrangente de todos os indicadores disponíveis. Este procedimento é especialmente importante tendo em conta a evolução recente da economia portuguesa, nomeadamente ao nível do mercado de trabalho. Em particular, a análise na presente Caixa sugere que o dinamismo recente do emprego poderá não ser inconsistente com o crescimento moderado da atividade neste período.

**Gráfico 3 • Estágios profissionais | Número de indivíduos**



Fonte: Instituto do Emprego e Formação Profissional.

### Caixa 3 | Medidas recentes de política monetária não convencional

Nos últimos meses, o Conselho do Banco Central Europeu (BCE) anunciou um conjunto de medidas com o objetivo de tornar a política monetária mais acomodatória. Para além das reduções nas taxas de juro oficiais, foi decidido efetuar várias medidas de política monetária não convencional. Estas últimas enquadram-se na política de apoio ao crédito na área do euro e pretendem, em particular, melhorar o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, de modo a apoiar a disponibilização de crédito à economia real e reduzir o seu custo nos mercados cujo funcionamento não está normalizado. Esta caixa debruça-se sobre as medidas não convencionais decididas em junho e setembro, em particular a adoção de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas e os programas de compra de títulos de dívida colateralizados e de *covered bonds*.

Em junho de 2014, o BCE decidiu efetuar um conjunto de operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) direcionadas, a fim de incentivar a disponibilização de crédito bancário às empresas não financeiras e famílias (excluindo empréstimos à habitação). A primeira destas operações ocorreu já em setembro, a que se seguirá uma outra em dezembro. Em termos acumulados, os empréstimos obtidos pelas contrapartes nestas duas ORPA direcionadas não poderão exceder um montante correspondente a 7 por cento do saldo total a 30 de abril de 2014 dos empréstimos às empresas não financeiras e famílias (excluindo empréstimos à habitação). Em termos agregados, o montante máximo emprestado nestas duas operações poderá assim ascender a cerca de 400 mil milhões de euros. Posteriormente, no período de março de 2015 a junho de 2016, todas as contrapartes poderão obter empréstimos adicionais numa série de ORPA direcionadas a realizar trimestralmente. Estes empréstimos adicionais poderão atingir o triplo da diferença entre o montante de crédito líquido disponibilizado por cada contraparte às empresas não financeiras e famílias (excluindo empréstimos à habitação) após 30 de abril de 2014 e um valor de referência predeterminado definido individualmente para cada contraparte<sup>10</sup>. Todas as ORPA direcionadas têm maturidade em setembro de 2018, o que corresponde a um prazo de cerca de 4 anos para as operações realizadas em 2014. As contrapartes podem proceder ao reembolso de qualquer fração dos montantes atribuídos após 24 meses e com uma periodicidade de seis meses. A taxa de juro a aplicar às ORPA direcionadas é fixa, correspondendo à taxa de juro da operação principal de refinanciamento vigente na data de colocação da operação, acrescida de dez p.b. Refira-se, por último, que caso o crédito líquido concedido às empresas não financeiras e famílias (excluindo empréstimos à habitação) entre 1 de maio de 2014 e 30 de abril de 2016 seja inferior ao valor de referência, as contrapartes serão obrigadas a reembolsar integralmente os empréstimos em setembro de 2016<sup>11</sup>.

Tendo em conta a predominância dos bancos no financiamento da economia da área do euro, é de esperar que as ORPA direcionadas possam ter um papel significativo no reforço da transmissão da política monetária e facilitar novos fluxos de crédito à economia real. Naturalmente, o impacto macroeconómico desta medida depende da resposta por parte dos bancos, que será determinada quer pela respetiva atividade ao nível da concessão de crédito quer pela disponibilidade e pelo custo de outras fontes de financiamento. Na primeira operação, realizada em 18 de setembro de 2014, o BCE colocou 82,6 mil milhões de euros. A segunda operação será realizada a 11 de dezembro. Pela forma como foram desenhadas, as operações de setembro e dezembro devem ser avaliadas em conjunto.

Em setembro, o BCE anunciou os detalhes operacionais do programa de compra de títulos de dívida colateralizados (*ABSPP*), em conformidade com as decisões tomadas em junho, e um novo programa de compra de *covered bonds* (*CBPP3*)<sup>12</sup>. Estes programas deverão contribuir para melhorar

o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, facilitando novos fluxos de crédito à economia, quer por via direta nos mercados destes instrumentos financeiros, quer pelos efeitos de propagação positivos noutros mercados. O *ABSPP* contempla a aquisição de um amplo portfólio de títulos simples e transparentes denominados em euros e garantidos por crédito ao setor privado não financeiro da área do euro. O *CBPP3* incide sobre títulos cujos ativos subjacentes são crédito hipotecário e crédito ao setor público emitidos em euros por instituições financeiras monetárias da área do euro. Em termos acumulados nos dois programas, o universo de títulos elegível para compra pelo Eurosistema deverá ascender a cerca de um bilião de euros<sup>13</sup>, mas é de esperar que os programas contribuam também para estimular novas emissões. O *CBPP3* e o *ABSPP* começaram em outubro e novembro, respetivamente, e deverão ter uma duração de pelo menos dois anos. As compras são efetuadas em mercado primário e secundário, sendo aplicáveis os critérios de elegibilidade vigentes no enquadramento do colateral no Eurosistema. Nos casos da Grécia e de Chipre, foi estabelecida uma derrogação com base no cumprimento de requisitos específicos, o que permite a inclusão nestes programas de instrumentos originados nestas duas jurisdições. Os montantes de compras de ativos no âmbito do *ABSPP* e do *CBPP3* ascendiam, em 28 de novembro, a cerca de 0,4 e 18 mil milhões de euros respetivamente.

As medidas atrás descritas deverão ter um impacto significativo na dimensão e na composição do balanço do Eurosistema, o qual deverá aumentar para os níveis registados no início de 2012. Assim, o BCE antecipa um possível aumento do total do balanço do Eurosistema de cerca de dois biliões de euros no início de novembro de 2014 para cerca de três biliões de euros, o que corresponde ao nível registado em março de 2012. Os efeitos das medidas na economia deverão manifestar-se principalmente segundo os seguintes três canais de transmissão: 1) um canal de transmissão direto, em que a redução dos custos de financiamento dos credores em certos segmentos de mercado é transmitida diretamente aos devedores; 2) um canal de ajustamento de carteiras, dado que a expansão significativa da liquidez associada às medidas descritas promove uma diversificação dos padrões de investimento dos investidores para outros instrumentos financeiros, facilitando, assim, as condições de financiamento em geral; 3) e um canal de sinalização, dado que o anúncio de um pacote significativo de medidas não convencionais poderá ajudar a sustentar a política de *forward guidance* e a determinação do BCE em manter a orientação acomodatória da política monetária durante um período alargado.

O *ABSPP* complementarás as ORPA direcionadas na ativação dos efeitos de transmissão diretos mencionados acima, dado o funcionamento atualmente pouco eficiente do mercado de instrumentos colateralizados de dívida e a correlação significativa entre os *spreads* desses instrumentos e as taxas de juro praticadas nos empréstimos subjacentes a esses títulos. Por sua vez, o *CBPP3* complementarás em grande medida o *ABSPP*, reforçando os efeitos de ajustamento de carteiras e os efeitos de sinalização acima mencionados.

As operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas e os programas de compra de ativos deverão assim ter um impacto significativo no balanço do Eurosistema e contribuir para reforçar a *forward guidance* e a transmissão da política monetária. Em última instância, o aumento do grau acomodatório da política monetária deverá contribuir para o retorno da inflação na área do euro a níveis abaixo mas próximos de 2,0 por cento. Neste contexto, importa notar que o BCE tem sublinhado o compromisso de recorrer a instrumentos adicionais de política não convencional, no âmbito do seu mandato, caso tal se torne necessário para combater os riscos associados a um longo período de inflação baixa.

#### Caixa 4 | A evolução recente do perfil de risco do crédito concedido às empresas em Portugal

A qualidade da afetação de crédito é um elemento fundamental na determinação da afetação global de recursos e na promoção do crescimento económico (ver Reis, 2013, e Dias *et al.*, 2014). Neste contexto, esta caixa pretende analisar a evolução recente do crédito concedido pelo sistema bancário às empresas privadas não financeiras em Portugal, de acordo com o respetivo perfil de risco. Com este objetivo, apresenta-se uma decomposição do crédito, quer ao nível da quantidade como ao nível do preço, de acordo com o perfil de risco das empresas.

O cálculo do risco da empresa tem por base o trabalho desenvolvido em Martinho e Antunes (2012), onde é estimado um modelo econométrico para a probabilidade de incumprimento (*z-score*) ao nível da empresa. Essa estimação permite obter uma distribuição de risco para a quase totalidade do universo das sociedades não financeiras na economia portuguesa. Nesta caixa, a estimação dos *z-scores* para os anos de 2012 a 2014 foi efetuada com base na informação microeconómica mais recente disponível na Informação Empresarial Simplificada (IES).

No Gráfico 1 – Distribuição do crédito por *z-score*\* apresenta-se a proporção de crédito concedido pelo sistema bancário às empresas não financeiras privadas nos vários decis da distribuição de risco em setembro de 2014. A informação do crédito foi apurada com base na Central de Responsabilidades de Crédito. Desta análise conclui-se que em setembro de 2014 a maior proporção de crédito se situa nos decis de maior nível de risco, registando-se uma relação globalmente crescente entre o risco do crédito e o respetivo peso no total da carteira do sistema bancário. De facto, os dois primeiros decis de risco (menor risco de incumprimento) correspondem a 2,3 por cento da carteira de crédito total, sendo que os dois últimos decis (maior risco de incumprimento) correspondem a 30,1 por cento da carteira de crédito total.

Nos anos mais recentes, a taxa de variação do crédito tem-se tornado sucessivamente mais sensível ao perfil de risco da empresa. Esta conclusão é evidenciada no Gráfico 2 – Taxa de variação do crédito por *z-score*\*, que apresenta as taxas de variação anual do crédito (de setembro a setembro) dentro de cada decil de risco, em cada um dos três últimos anos. Em 2012, observa-se que as taxas de variação do crédito foram negativas em todos os decis de risco, não existindo evidência de diferenciação da concessão de crédito em função do risco. No entanto, esta situação alterou-se em 2013 e, especialmente, em 2014. Nestes anos, as taxas de variação do crédito foram claramente positivas para os níveis de risco mais reduzido e negativas para os níveis de risco superior. Em particular, em 2014, observou-se uma relação quase linear negativa entre as taxas de variação do crédito e o nível de risco da empresa.

A análise da evolução das taxas de juro das novas operações de crédito confirma igualmente esta diferenciação em função do perfil de risco das empresas. Nos gráficos 3 e 4 apresentam-se as distribuições das taxas de juro de novos empréstimos nos meses de setembro desde 2012 a 2014, para duas subamostras construídas de acordo com o perfil de risco das empresas. Consideraram-se como empresas de risco reduzido as que se situam nos dois primeiros decis da distribuição de risco (gráfico 3) e como empresas de risco elevado as que se situam nos dois últimos decis da distribuição (gráfico 4). Em ambos os casos, a distribuição das taxas de juro deslocou-se para a esquerda, correspondendo a uma diminuição generalizada das taxas de juro. No entanto, o deslocamento para a esquerda é mais forte para as empresas localizadas nos perfis de risco inferior. Adicionalmente, importa sublinhar que a diferença entre o percentil 25 e 75 da taxa de juro para as empresas de risco reduzido passou de 503 p.b. em 2012 para 360 p.b. em 2014, enquanto nas empresas de risco elevado esta diferença passou de 520 p.b. em 2012 para 516 p.b. em 2014. Esta evidência parece suportar a ideia de que a concorrência entre as várias instituições de crédito relativamente aos clientes de menor risco se terá reforçado nos últimos trimestres.

Em termos globais, esta análise evidencia que o sistema bancário tem progressivamente concedido mais crédito a empresas que se encontram em decis de risco mais reduzido, tendo estas empresas registado maiores reduções na taxa de juro em comparação com as empresas localizadas nos decis de risco mais elevado.

## Referências

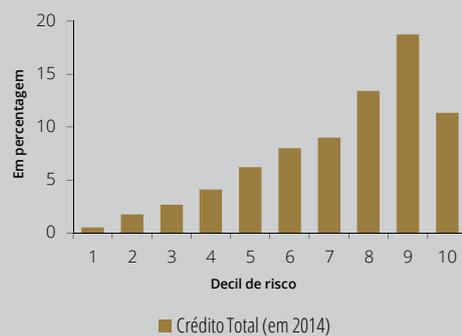
Dias, D., C. R. Marques e C. Richmond, 2014, "Afetação de recursos, produtividade e crescimento em Portugal", *Boletim Económico de outubro*, Banco de Portugal

Martinho, R. e A. Antunes, 2012, "Um modelo de scoring para as empresas portuguesas", *Relató-*

*rio de Estabilidade Financeira de novembro 2012*, Banco de Portugal

Reis, R., 2013, "The Portuguese slump and crash and the euro crisis", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring

**Gráfico 1 • Distribuição do crédito por z-score\***

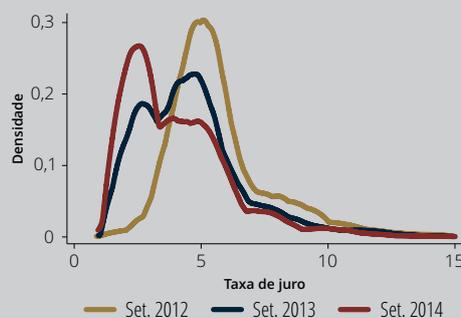


**Gráfico 2 • Taxa de variação do crédito por z-score\***

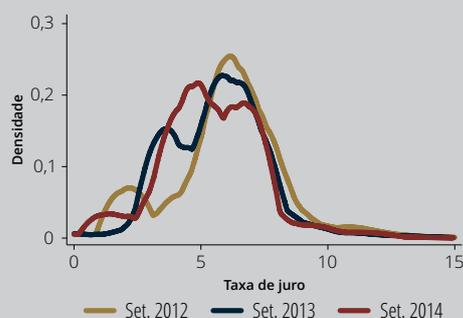


\* Taxas de variação calculadas para o mês de setembro de cada ano. Z-score mais baixo corresponde a uma menor probabilidade de incumprimento da empresa. Os z-scores são calculados com dados da IES mais recentes.

**Gráfico 3 • Distribuição de taxas de juro de novos empréstimos – risco reduzido\***



**Gráfico 4 • Distribuição de taxas de juro de novos empréstimos – risco elevado\***



\*Sociedades não-financeiras privadas.

### Caixa 5 | Perspetivas orçamentais para 2015

O Orçamento do Estado (OE) para 2015, recentemente aprovado na Assembleia da República, fixou em 2,7 por cento do PIB o objetivo para o défice das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional para o próximo ano. De acordo com o mesmo documento, o défice em 2014 deverá situar-se em 4,8 por cento do PIB, tendo subjacente operações de carácter temporário que, segundo o Ministério das Finanças, têm um impacto no sentido do agravamento do défice de 1,1 por cento do PIB<sup>14</sup>. O objetivo para o défice em 2015 agora divulgado situa-se acima do limite de 2,5 por cento do PIB reafirmado no Documento de Estratégia Orçamental (DEO) de abril passado<sup>15</sup>, mas visa, em qualquer caso, a correção da situação de défice excessivo<sup>16</sup>. Adicionalmente, a sua materialização implicará, pelo terceiro ano consecutivo, a existência de excedente primário, que se prevê aumentar para 2,2 por cento do PIB (após 0,3 por cento em 2014).

No âmbito do OE, a estratégia de consolidação orçamental para 2015 foi revista face ao apresentado no DEO<sup>17</sup>. A reavaliação das medidas de consolidação previstas para 2015 resultou numa composição mais focada na receita, ascendendo o respetivo impacto conjunto a 0,7 por cento do PIB. De entre as medidas introduzidas pelo OE2015 são de destacar, no que se refere à receita: i) o aumento da Contribuição sobre o Serviço Rodoviário, da Contribuição sobre o Setor Bancário e da Contribuição sobre o Setor Energético; ii) a subida da tributação sobre o tabaco e álcool; iii) o fim da cláusula de salvaguarda em sede de IML; iv) um novo imposto sobre jogos *online*; v) a autorização legislativa para a imposição de uma nova taxa sobre a indústria farmacêutica. Adicionalmente, haverá também um efeito *carry-over* do aumento das contribuições dos beneficiários da ADSE introduzido em meados de 2014. Na globalidade, estima-se que o impacto destas medidas sobre o saldo orçamental ascenda a 0,4 por cento do PIB. De salientar, ainda, que foram apresentadas também em outubro passado a Reforma do IRS e a Reforma da Tributação Verde, cujos impactos sobre o défice de 2015 se antecipava à partida serem de pequena magnitude e se compensassem. No caso da despesa, para além dos efeitos adversos sobre o défice relativos ao fim da Contribuição Extraordinária de Solidariedade e à reversão do corte salarial, refira-se a continuação da diminuição do número de funcionários públicos, o estabelecimento de um limite máximo para a atribuição de prestações sociais não contributivas e a introdução de uma contribuição sobre as pensões de montante mais elevado. Note-se, ainda, que o OE2015 inclui um conjunto de medidas de carácter temporário relativas a receitas de concessões cujo impacto ascende a 0,1 por cento do PIB.

De acordo com as estimativas de contas das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional apresentadas no OE2015, a redução do défice orçamental prevista para 2015 resulta sobretudo dos desenvolvimentos do lado da despesa (Quadro 1). No caso da receita total, as estimativas apresentadas no Relatório do OE apontam para um crescimento de 3,2 por cento, aumentando-se ligeiramente o seu peso no PIB (para 44,6 por cento). Este crescimento decorre em larga medida do aumento da receita de impostos sobre a produção e a importação (7,9 por cento), uma vez que para a receita dos impostos sobre o rendimento e património está previsto um crescimento de 2,5 por cento. Dada a evolução das bases macroeconómicas e as medidas consideradas, os valores apresentados apontam para a inclusão na projeção de ganhos adicionais relativos à eficácia da administração fiscal. No que se refere à despesa total, a estimativa incluída no Relatório do OE aponta para uma redução de 1,1 por cento, prevendo-se a diminuição significativa do peso desta rubrica no PIB para 47,3 por cento. Este resultado está afetado pelo efeito-base associado ao registo em 2014 da dívida da STCP e da Carris e da assunção de perdas do BPN Crédito (corrigindo este efeito, a taxa de variação da despesa total cifrar-se-ia em 0,3 por cento). Quanto às principais

componentes da despesa, é de destacar a diminuição em 3,1 por cento das despesas com pessoal e os aumentos em 1,5 por cento das prestações sociais e em 3,6 por cento do consumo intermédio, apesar de ser identificado no Relatório do OE um montante muito significativo de poupanças orçamentais nesta última rubrica.

#### Quadro 1 • Principais indicadores orçamentais na ótica da Contabilidade Nacional

	2014 (Porcentagem do PIB)	2015	Taxa de variação: 2014-2015 (Porcentagem)
<b>Receita total</b>	<b>44,5</b>	<b>44,6</b>	<b>3,2</b>
<i>da qual:</i>			
Impostos sobre o rendimento e património	10,8	10,7	2,5
Impostos sobre a produção e a importação	13,9	14,6	7,9
Contribuições sociais	11,8	11,7	1,9
Receitas de capital	1,0	1,0	2,7
<b>Despesa total</b>	<b>49,2</b>	<b>47,3</b>	<b>-1,1</b>
<i>da qual:</i>			
Prestações sociais	19,5	19,2	1,5
Despesas com pessoal	11,6	10,9	-3,1
Consumo intermédio	5,8	5,8	3,6
Juros	5,0	4,9	1,1
Investimento	2,4	2,4	1,8
<b>Saldo total</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>-</b>
Saldo primário	0,3	2,2	-
<b>Dívida pública (conceito de Maastricht)</b>	<b>127,2</b>	<b>123,7</b>	<b>-</b>

Fonte: Ministério das Finanças.

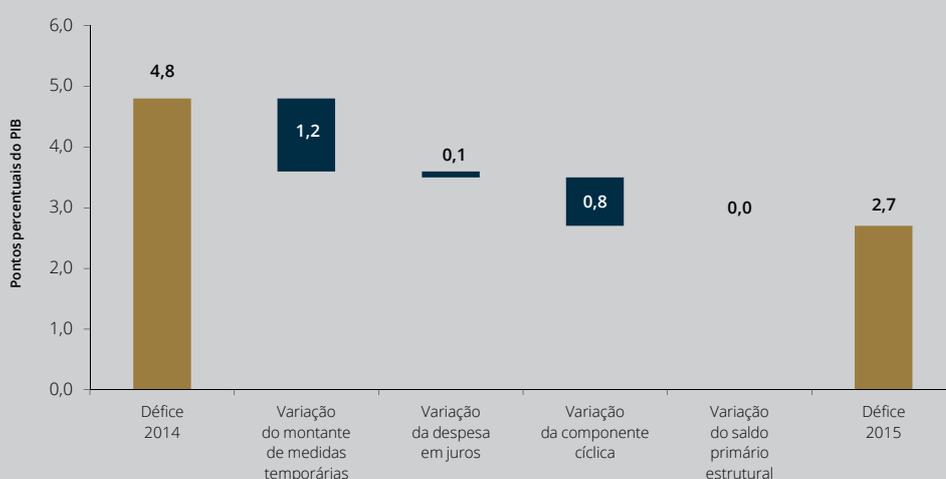
Segundo as estimativas apresentadas no OE2015, a atividade económica deverá contribuir em 0,8 p.p. do PIB para a melhoria do saldo orçamental no próximo ano (Gráfico 1). Uma vez que o peso da despesa em juros no PIB deverá diminuir ligeiramente, e tendo em conta o impacto de medidas de carácter temporário atrás mencionado, o orçamento prevê que o saldo primário estrutural apresente em 2015 uma variação nula. Relativamente à estimativa para a variação do saldo total estrutural, a mesma situa-se em 0,1 p.p. do PIB, o que, a confirmar-se, ficará aquém do esforço mínimo de 0,5 p.p. do PIB exigido no âmbito dos compromissos europeus.

No que se refere ao rácio da dívida pública, as projeções incluídas no OE2015 apontam para que este venha a situar-se em 123,7 por cento do PIB no final de 2015, diminuindo 3,5 p.p. face à estimativa para o final de 2014 (Quadro 1 e Gráfico 2). Esta evolução reflete essencialmente o facto de se prever para 2015 um excedente primário de 2,2 por cento do PIB e o impacto de ajustamentos défice-dívida negativos e de magnitude considerável (-2,5 por cento do PIB). De acordo com o Relatório do OE, este impacto deverá estar associado a uma redução de depósitos das administrações públicas e à aquisição líquida de títulos de dívida pública pelo Fundo de Estabilização Financeira

ra da Segurança Social. Note-se que estes efeitos são parcialmente anulados pelo efeito dinâmico, uma vez que a taxa de juro implícita da dívida deverá ser superior à taxa de crescimento do PIB nominal.

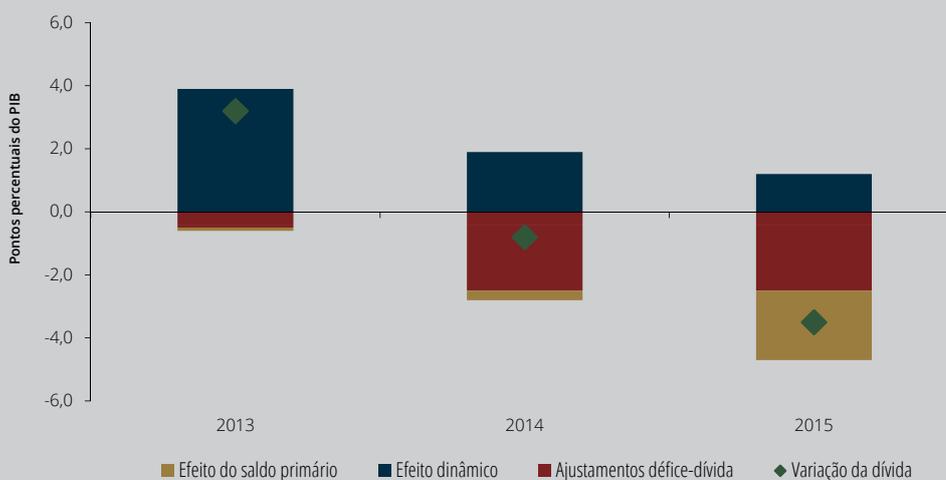
A estratégia orçamental para 2015 apresentada no OE tem associados riscos de execução não negligenciáveis<sup>18</sup>. Por um lado, destaca-se a sensibilidade dos desenvolvimentos orçamentais à incerteza associada ao cenário macroeconómico, sobretudo num contexto em que a previsão de crescimento da receita fiscal incorpora ganhos adicionais de eficácia da administração fiscal.

**Gráfico 1 • Decomposição da variação do saldo orçamental em 2015**  
| Em pontos percentuais do PIB



Fonte: Ministério das Finanças.

**Gráfico 2 • Decomposição da variação da dívida pública**  
| Em pontos percentuais do PIB



Fonte: Ministério das Finanças.

Nota: O efeito dinâmico resulta do diferencial entre a taxa de juro implícita da dívida e a taxa de crescimento do PIB nominal.

Por outro lado, as medidas de consolidação do lado da despesa são, à partida, consideradas limitadas. Note-se que, no âmbito da apreciação dos planos orçamentais, a Comissão Europeia convidou as autoridades portuguesas a adotar as medidas de consolidação necessárias para assegurar que o OE2015 cumpre os requisitos do Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Neste contexto, é crucial que seja assegurada a continuação do processo de consolidação orçamental em Portugal, de forma a garantir o cumprimento credível dos compromissos assumidos no âmbito do Pacto e a manutenção da trajetória descendente para o rácio da dívida pública.

## Notas

1. O cálculo dos conteúdos importados foi feito com base em informação relativa ao ano de 2005. Para mais informações, ver a Caixa “O papel da procura interna e das exportações para a evolução da atividade económica em Portugal”, *Boletim Económico* de junho de 2014.
2. De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo INE a 28 de novembro de 2014, no terceiro trimestre de 2014 o PIB cresceu 1,1 por cento, em termos homólogos, e 0,3 por cento face ao trimestre anterior. Estes valores, bem como a respetiva decomposição em termos dos agregados da procura, não alteram significativamente a projeção apresentada neste Boletim.
3. Ver também secção da Oferta do *Boletim Económico* de outubro de 2014.
4. A metodologia utilizada nesta secção baseia-se em Pinheiro, M. e Esteves P. (2012) “On the uncertainty and risks of macroeconomic forecasts: combining judgements with sample and model information”, *Empirical Economics*, 42, 639-665.
5. Para um breve resumo sobre os principais resultados apresentados na literatura dos efeitos macroeconómicos de reformas estruturais, ver “Box 7: The macroeconomic effects of structural reforms” no *Boletim Mensal* do BCE, julho de 2014.
6. Isto implica que até ao último trimestre de 2014 os apuramentos do Inquérito ao Emprego terão como base de inquirição simultaneamente informação dos Censos 2001 e 2011. Como referido pelo INE na publicação do 1.º trimestre de 2014 das Estatísticas do Emprego, a rotação de entrada da amostra passou a ser selecionada a partir de uma base de amostragem extraída do Ficheiro Nacional de Alojamentos (FNA), que foi construído a partir dos dados dos Censos 2011. Deste modo, do 3.º trimestre de 2013 ao 3.º trimestre de 2014 a amostra do Inquérito ao Emprego (que inclui um conjunto de 6 rotações) é constituída simultaneamente por rotações selecionadas a partir da “Amostra-Mãe” e do FNA. A partir do 4.º trimestre de 2014 todas as rotações da amostra do Inquérito ao Emprego serão compostas por alojamentos selecionados a partir do FNA.
7. De salientar que os níveis do IE terão por base amostras provenientes exclusivamente dos Censos 2011 apenas no 4º trimestre de 2014. Deste modo, as variações trimestrais do 1º trimestre de 2015 e as variações homólogas no 4º trimestre de 2015 serão as primeiras a ser calculadas somente com a nova base de amostragem.
8. Esta amostra comum é regularmente usada no Banco de Portugal para a análise de fluxos entre os diferentes estados do mercado de trabalho (emprego, desemprego e inatividade) e utiliza os ponderadores populacionais do trimestre mais recente.
9. Note-se que os indivíduos que participam nestes programas de estágios profissionais são classificados como empregados para efeitos do regime contributivo da Segurança Social e também deverão considerar-se como empregados para efeitos de resposta ao Inquérito ao Emprego.
10. O crédito líquido é calculado com base no conceito de transações utilizado nas estatísticas de rubricas do balanço, isto é, novos empréstimos menos reembolsos de empréstimos, corrigidos do impacto de vendas e titularização de empréstimos. O valor de referência predeterminado tem em conta o crédito líquido disponibilizado às empresas não financeiras e famílias (excluindo empréstimos à habitação) no período de 12 meses até 30 de abril de 2014. Nos casos em que o crédito líquido disponibilizado nesse período foi nulo ou positivo, o valor de referência é zero. Nos casos em que o crédito líquido disponibilizado nesse período foi negativo, serão aplicados diferentes valores de referência, calculados de acordo com a seguinte regra: o valor mensal médio do crédito líquido concedido no ano terminado em 30 de abril de 2014 é extrapolado por 12 meses até 30 de abril de 2015; posteriormente, para o período entre 30 de abril de 2015 e 30 de abril de 2016, é fixado no valor de referência à data de 30 de abril de 2015.
11. Adicionalmente, se, para determinada contraparte, o crédito líquido concedido às empresas não financeiras e famílias (excluindo empréstimos à habitação) entre 1 de maio de 2014 e 30 de abril de 2016 for superior ao valor de referência, mas o montante acumulado de empréstimos nas ORPA direcionadas entre março de 2015 a junho de 2016 seja superior ao montante máximo de empréstimo permitido na data da última operação de junho de 2016 (que decorreria da aplicação nesta data da regra acima descrita), essa contraparte deverá também proceder ao reembolso desta última diferença em setembro de 2016.
12. Estes programas são conhecidos pelos acrónimos *ABSPP* (*Asset Backed Securities Purchase Programme*) e *CBPP3* (*Covered Bonds Purchase Programme 3*). Neste último caso, o acrónimo advém de se tratar da terceira versão de programas de compras anteriores.
13. Ou seja, um milhão de milhões de euros.
14. Em particular, são consideradas medidas temporárias pelo Ministério das Finanças o registo como transferência de capital do *stock* de dívida da STCP e da Carris, decorrente dos respetivos processos de reestruturação financeira (0,7 por cento do PIB), a despesa associada ao pagamento de indemnizações no âmbito do Programa de Rescisões por Mútuo Acordo (0,2 por cento do PIB), o custo do crédito fiscal extraordinário ao investimento (0,1 por cento do PIB) e a assunção de perdas associadas à BPN Crédito, detida pela Parvalorem (0,1 por cento do PIB). Note-se que apenas a reclassificação da dívida das empresas de transportes e a assunção de perdas do BPN Crédito, que não resultam diretamente de decisões discricionárias por parte do Governo, se enquadram na definição de medidas temporárias utilizada no Eurosistema.
15. Na comparação entre os dois valores deve ter-se em conta que a estimativa apresentada no OE2015 está em linha com o novo Sistema Europeu de Contas (SEC2010), enquanto as metas estabelecidas no DEO tinham por referência o anterior quadro metodológico (SEC1995). Contudo, o impacto da revisão metodológica nas estimativas para os défices de 2014 e 2015 em rácio do PIB deverá ser de pequena magnitude.
16. Recorde-se que Portugal se encontra sujeito a um procedimento de défice excessivo desde 2009, tendo sido inicialmente estabelecido o ano de 2013 como prazo limite para a sua correção. Este prazo foi posteriormente revisto pelo Conselho da União Europeia e fixado em 2015.
17. O conjunto de medidas apresentado no DEO, cujo impacto líquido no saldo orçamental se estimava em 0,8 por cento do PIB, foi modificado. Em particular, na sequência de uma decisão do Tribunal Constitucional (Acórdão N.º 575, de 14 de agosto), deixou de estar prevista a substituição em 2015 da Contribuição Extraordinária de Solidariedade (em vigor até 2014) pela Contribuição de Sustentabilidade. Adicionalmente, dadas as alterações na política remuneratória que ocorreram ao longo de 2014, a quantificação do efeito da reversão em 20 por cento do corte salarial dos funcionários públicos apresentada no OE 2015 é diferente. Por último, os aumentos da taxa normal de IVA e da contribuição dos trabalhadores para os sistemas de previdência social previstos no DEO não constam do OE2015.
18. A este respeito, importa destacar que a Comissão Europeia nas Previsões de Outono estima que o défice das administrações públicas portuguesas em 2015 se situe acima do objetivo oficial, em 3,3 por cento do PIB, e que só no ano seguinte seja corrigida a situação de défice excessivo. Também no que se refere à estimativa para a consolidação orçamental em 2015, as previsões da Comissão Europeia são mais pessimistas do que as apresentadas no OE. Em particular, a Comissão prevê que em 2015 se verifique uma deterioração do saldo total estrutural em 0,4 p.p. do PIB.





## ARTIGOS

Dinâmica e contraste dos preços de habitação em Portugal e Espanha

Crises de dívida soberana

Ajustamentos salariais durante a Grande Recessão



# Dinâmica e contraste dos preços da habitação em Portugal e Espanha<sup>1</sup>

Rita Fradique Lourenço e Paulo M.M. Rodrigues<sup>2</sup>

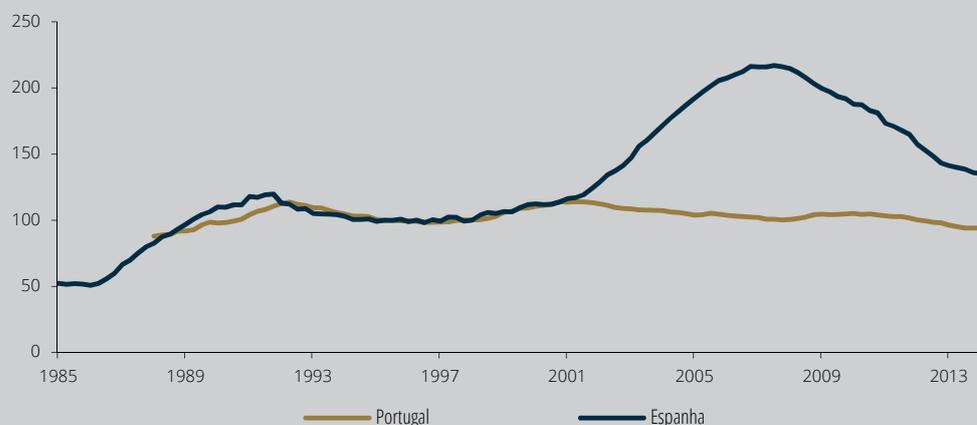
## RESUMO

Depois da adesão à União Europeia (UE) na década de oitenta, o mercado da habitação evoluiu de forma muito distinta em Portugal e Espanha. Este artigo documenta essas diferenças e procura explicar o comportamento dos preços da habitação num e noutro caso. Para esse efeito, analisa-se a evolução dos preços da habitação recorrendo a três abordagens distintas: (1) uma análise comparativa dos preços de habitação, rendas e rendimento interno; (2) uma

avaliação dos determinantes dos preços da habitação com base num modelo corretor de erro; (3) uma análise da existência de bolhas especulativas no mercado imobiliário português e espanhol, sustentada numa metodologia econométrica baseada na teoria geral de livre arbitragem. Estas três abordagens permitem retirar conclusões relativas à dinâmica e ao contraste dos preços da habitação em Portugal e em Espanha.

## Introdução

Portugal e Espanha aderiram à UE em 1986 e fizeram simultaneamente o processo de convergência para a moeda única em 1999. É neste contexto, durante duas décadas e até ao eclodir da crise financeira em 2007, que os preços da habitação em termos reais cresceram em média menos de 1 por cento ao ano em Portugal e acima de 6 por cento em Espanha (Gráfico 1). A evolução em Espanha foi bastante heterogénea quando comparada com Portugal. Entre 1985 e 1998 os preços da habitação aumentaram cerca de 1 por cento ao ano em Portugal e 5 por cento em Espanha. No período entre 1999 e 2006 os preços da habitação registaram um crescimento anual nulo em Portugal, tendo pelo contrário aumentado quase 10 por cento ao ano em Espanha. Contudo, a partir de 2007 os preços da habitação caíram cerca de 1 por cento ao ano no caso português e 6 por cento no caso espanhol.



**Gráfico 1 •**  
Preços da habitação em termos reais | Índice 1995=100

Fontes: OCDE e Banco de Portugal.

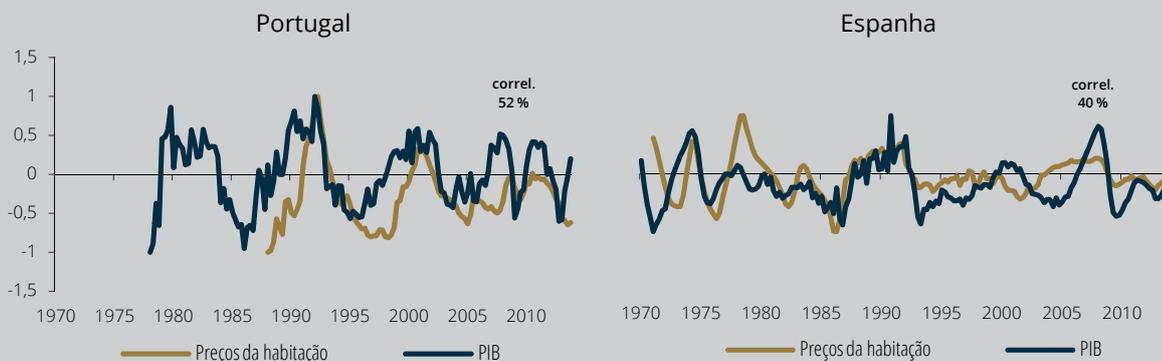
O mercado da habitação e os seus desenvolvimentos podem condicionar a atividade económica, nomeadamente através do canal de crédito e do impacto que a riqueza em habitação tem sobre o consumo<sup>3</sup>. É por isso importante analisar a relação entre os ciclos económicos e os preços da habitação. No período entre 1970 e 2013 verifica-se que os pontos de viragem identificados nos ciclos económicos e nos preços da habitação reais são sensivelmente os mesmos em Espanha e em Portugal (Gráfico 2). Estes resultados, obtidos por recurso ao filtro Hodrick-Prescott, estão em linha com a datação do ciclo económico efetuada pelo *Economic Cycle Research Institute* para a economia espanhola<sup>4</sup>. A correlação contemporânea entre os ciclos económico e dos preços de habitação é mais forte em Portugal (52 por cento) do que em Espanha (40 por cento).

No que diz respeito ao grau de sincronização das variações dos preços da habitação entre países, essa é uma questão com a qual é mais difícil lidar dada a segmentação existente nos mercados de habitação (diferenças significativas ao nível da dimensão dos mercados, regulação e fiscalidade, concorrência, características dos mercados de arrendamento, da habitação social bem como de aspetos demográficos que influenciam a procura de habitação). Deste modo, para caracterizar e perceber a evolução diferenciada nos mercados de habitação de ambas as economias é útil analisar um conjunto alargado de indicadores comuns aos dois países.

## Caraterização geral do mercado de habitação em Portugal e Espanha

Quando analisamos a evolução do investimento residencial em Portugal e em Espanha verificamos que a maior diferença entre as duas economias ocorreu sobretudo a partir do final dos anos 90, quando o investimento residencial aumentou fortemente em Espanha num contexto de taxas de juro baixas e significativos fluxos de imigração<sup>5</sup>. O impacto dos fluxos de imigração em Espanha traduziu-se num significativo aumento da população ativa no início do século XXI (Gráfico 3), e contribuiu para um aumento da procura de habitação. Entre 1999 e 2006 o investimento residencial espanhol cresceu a uma taxa média anual de cerca de 12 por cento, o que contrasta com um crescimento do PIB de 4 por cento (Gráfico 4). Por seu turno, em Portugal, o investimento residencial, que em anos anteriores tinha crescido em linha com o crescimento do PIB, entre 1999 e 2006 registou uma contração de 3 por cento em termos médios anuais, o que compara com um crescimento do PIB de cerca de 1,5 por cento nesse período.

Gráfico 2 • Ciclos Económico e dos Preços da habitação



Fontes: OCDE, Banco de Portugal e cálculos dos autores.

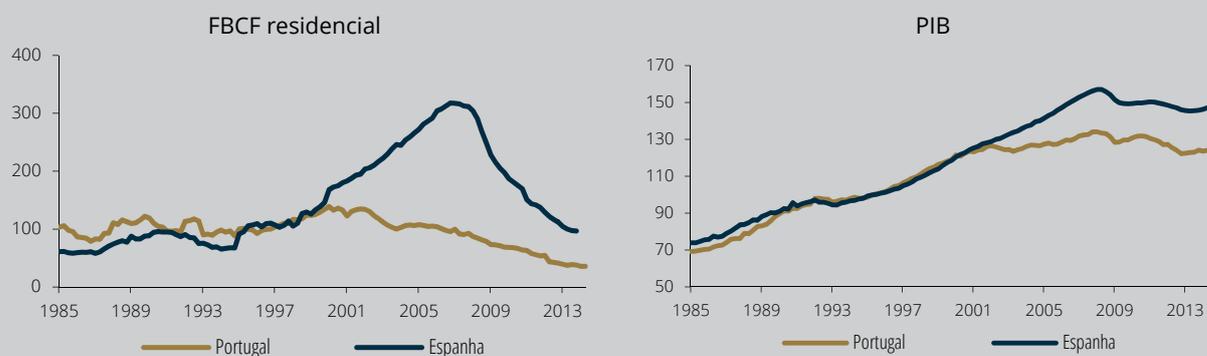
Dados referentes ao número de licenças de construção novas para habitação familiar e à confiança dos empresários deste setor são consentâneos com a evolução diferenciada entre os dois países, do final da década de noventa a 2006 (Gráficos 5 e 6). É notório que apesar do sentimento económico ser semelhante em ambos os países, a confiança dos empresários da construção é bem distinta. Entre 1997 e 2007 a confiança em Espanha é claramente superior a Portugal refletindo eventuais dificuldades do setor em Portugal. O número de licenças de construção novas para habitação familiar em Espanha registou um aumento acentuado entre 2000 e 2006, coincidindo com o enorme afluxo de imigrantes, contrariamente a Portugal onde o número de licenças tem vindo a decrescer desde o final dos anos noventa.

A partir de 2007 registou-se uma contração acentuada do investimento residencial em Espanha, que se distingue da evolução menos marcada do PIB. Em Portugal essa contração já se vinha registando desde o final da década de 90. Entre 2007 e 2013, o investimento residencial caiu, em taxa média anual, cerca de 12 por cento em Portugal e 15 por cento em Espanha, o que compara com uma queda inferior a 1 por cento no PIB em ambas as economias. Olhando para o investi-



Fontes: OCDE e Banco de Portugal.

**Gráfico 4 • Evolução da FBCF residencial e do Produto Interno Bruto em termos reais | Índice 1995=100**

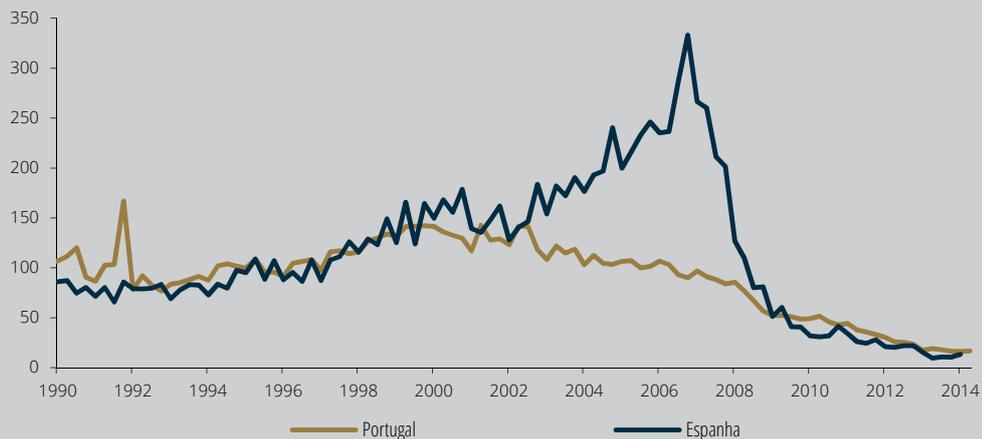


Fontes: OCDE, BCE e Banco de Portugal.

mento residencial em percentagem do PIB constata-se que no caso espanhol houve um aumento significativo, passando de 8 pontos percentuais no final da década de noventa para 13 por cento em 2006. Em contraste, em Portugal o investimento residencial em 2006 representava 5 por cento do PIB, cerca de 3 p.p. abaixo do verificado em 1999.

Para perceber se a expansão no investimento residencial que ocorreu entre final da década de noventa e 2006 pode ou não ter originado um excesso de oferta de imóveis (*housing overhang*) é necessário olhar para um período de tempo alargado, uma vez que um excesso na oferta de imóveis não ocorre apenas em um ou dois anos de crescimento elevado de investimento nesse setor. Uma possibilidade para determinar o excesso de imóveis disponíveis poderá ser a diferença entre o valor da FBCF residencial atual (em percentagem do PIB) e dos últimos 20 anos, e acumular essa diferença no período entre 2000 e 2006. Esta medida pode ser vista como a perda acumulada que ocorreria na procura interna caso a atividade em construção residencial voltasse a estar em linha com o nível de “longo prazo” (Gros, 2007). No caso de Espanha, este indicador sugeria um “excesso” acumulado de imóveis de cerca de 30 por cento em 2006, ao passo que

**Gráfico 5 •**  
Licenças de  
construção novas  
para habitação  
familiar  
| Índice 1995=100



Fontes: Banco de Espanha e Banco de Portugal.

**Gráfico 6 •** Indicadores de Confiança

Confiança dos empresários  
no setor da construção



Sentimento económico



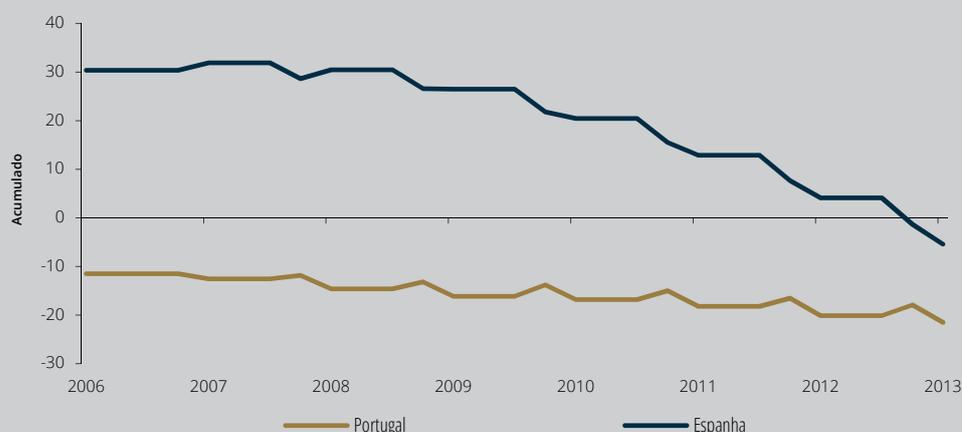
Fonte: Comissão Europeia.

em Portugal existia um *stock* acumulado negativo de 11 por cento. Em termos de comparação, refira-se que no Reino Unido e França, onde se registaram crescimentos dos preços da habitação entre 1999 e 2006 semelhantes aos de Espanha, não havia um excesso de oferta imobiliária em 2006. Contudo, a partir de 2007 registou-se uma correção em Espanha e volvidos seis anos este indicador sugere que tenha havido uma contração na procura de imóveis de cerca de 30 por cento (Gráfico 7). Em 2013, o rácio entre a FBCF residencial e o PIB situava-se em 2 por cento para Portugal e 4 por cento para Espanha.

Um outro indicador que permite retirar algumas conclusões em termos do mercado imobiliário por país é o preço em euros por metro quadrado (m<sup>2</sup>) das habitações. A comparabilidade entre os países é difícil dadas as diferenças em termos de fontes dos dados e dimensão das amostras, sendo que para Portugal esta é limitada, pois só tem início depois da crise. No caso português o preço por m<sup>2</sup> é obtido através do inquérito às avaliações bancárias que recolhe informação sobre as habitações que são objeto de financiamento bancário e em cujo processo há lugar a uma avaliação técnica de cada imóvel. Em Espanha o preço por m<sup>2</sup> é obtido através das avaliações de imóveis efetuadas por empresas especializadas nessa área<sup>6</sup>.

Os dados indicam que entre 1999 e 2007 os preços por m<sup>2</sup> aumentaram cerca de 170 por cento em Espanha, sendo a Andalucia e Comunidad Valenciana as regiões com um maior aumento, seguidas de Madrid (Gráfico 8). As regiões com menores subidas foram Castilla y León e a Galiza. Desde 2008 os preços por m<sup>2</sup> caíram cerca de 29 por cento em Espanha, com uma correção ligeiramente maior nas regiões que mais tinham subido (32 por cento). Em Portugal o preço por m<sup>2</sup> desceu cerca de 12 por cento desde 2008, oscilando entre um mínimo de 9 por cento na região Norte e um máximo de 21 por cento no Algarve e Região Autónoma da Madeira. Lisboa registou uma descida de 16 por cento.

Por último, dada a sua relevância para o setor da habitação e o impacto no custo de financiamento importa ainda analisar o crédito em detalhe. Os dados relativos aos empréstimos bancários indicam a existência de episódios de crescimento muito elevado no crédito hipotecário entre meados dos anos 1990 e da década de 2000 (Gráfico 9). Este crescimento foi de cerca de 16 por cento em média anual quer em Portugal quer em Espanha, num quadro análogo para ambas as economias de redução dos custos dos empréstimos bancários e de crescimento elevado e sustentado do rendimento disponível das famílias, que se refletiu num aumento de endividamento dessas famílias. No espaço de uma década o endividamento das famílias portuguesas e espanholas, medido



**Gráfico 7 •**  
Excesso de oferta  
de habitações  
| Em percentagem

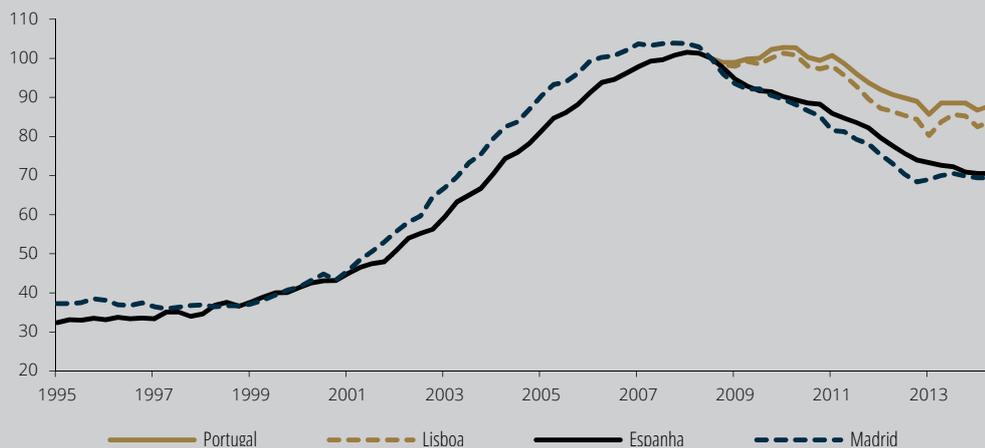
Fontes: OCDE, BCE, Banco de Portugal e cálculos dos autores.

como os empréstimos à habitação em termos do rendimento disponível, passou de cerca de 25 por cento para mais de 90 por cento em 2006. A significativa desaceleração do crédito à habitação a partir de 2007 deve ser enquadrada no contexto da crise financeira e internacional que teve efeitos negativos tanto sobre a oferta, onde se verificou um significativo aperto nas condições de concessão de crédito, como na procura de crédito à habitação.

## Os preços da habitação, determinantes macroeconómicos e bolhas especulativas

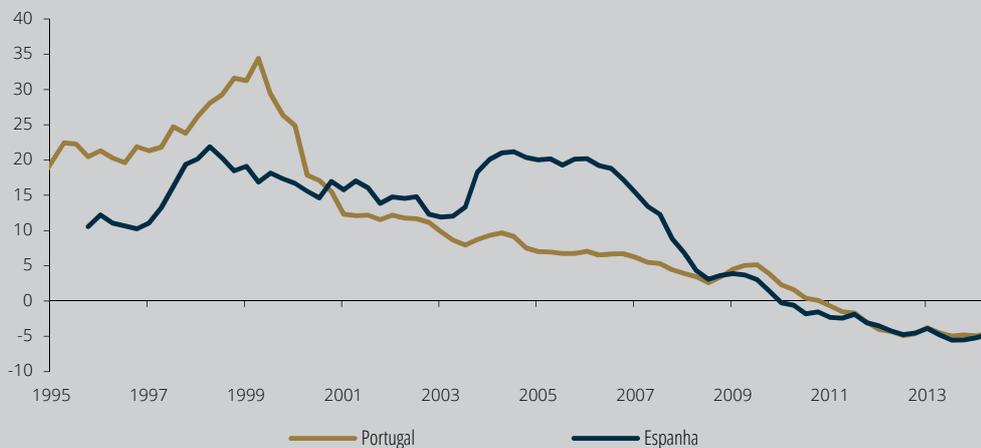
Depois desta caracterização geral do mercado imobiliário em Portugal e Espanha vamos avaliar a relação entre os preços da habitação e alguns determinantes macroeconómicos, procurando determinar se no período em análise, em algum momento, os preços da habitação estiveram sobrevalorizados. É de esperar, com base na caracterização da evolução apresentada anteriormente que,

**Gráfico 8 •**  
Preço por metro quadrado das habitações  
| Índice 2008=100



Fontes: Instituto Nacional de Estatística, Banco de Espanha e cálculos dos autores.

**Gráfico 9 •**  
Empréstimos às famílias para aquisição de habitação  
| Taxa de variação anual em termos reais, em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e Banco de Espanha.

particularmente em Espanha, possa ter existido um período de exuberância entre o final da década de 90 e 2006, resultante da forte procura registada resultante *inter alia* do fluxo de imigração.

Para responder a esta questão propõe-se a utilização de três abordagens: (1) uma análise comparativa da evolução dos preços de habitação e rendas, e dos preços de habitação e rendimento; (2) uma avaliação da importância de algumas determinantes macroeconómicas para a evolução dos preços da habitação (taxa de juro, rendimento disponível e população ativa); e (3) a aplicação de um teste especificamente desenhado para a deteção de bolhas especulativas proposto por Phillips, Shi e Yu (2013).

### Análise comparativa da evolução dos preços de habitação e das rendas e dos preços de habitação e rendimento

A teoria de valorização dos ativos (*Asset Pricing Theory*) preconiza uma relação entre o preço dos ativos imobiliários, as rendas e as taxas de desconto baseadas em oportunidades de arbitragem entre compra e arrendamento de imóveis. Assim, o rácio entre os preços de habitação e as rendas capta a relação de longo prazo entre o custo de ter um imóvel e a rendibilidade decorrente de arrendar esse imóvel<sup>7</sup>. Dito de outra forma, quando os preços dos imóveis são muito elevados face aos valores das rendas, os potenciais compradores acham mais vantajoso arrendar do que comprar, levando a uma redução da procura de imóveis, que por sua vez deverá exercer uma pressão descendente sobre os preços das habitações. O raciocínio é o oposto quando o rácio entre os preços de habitação e as rendas é muito baixo, neste caso é melhor comprar casa do que arrendar. Se por hipótese o rácio entre os preços de habitação e as rendas permanecer elevado por um período muito prolongado de tempo, pode argumentar-se que os preços da habitação estão a ser suportados por expectativas não realistas quanto a ganhos futuros em caso de venda das habitações e não pelo verdadeiro valor (ou fundamental) das rendas. Nesse sentido, pode haver condições para que haja uma “bolha” / sobrevalorização dos preços da habitação.

Outra medida convencional utilizada na avaliação da dinâmica dos preços da habitação é o rácio entre os preços da habitação e o rendimento interno. Neste caso, olha-se para o custo total de um imóvel em relação aos rendimentos médios anuais de forma a avaliar se uma habitação está ou não ao alcance do comprador. Este indicador capta a noção de que no longo prazo os preços das habitações estão limitados pela capacidade das famílias em suportar os encargos decorrentes da aquisição do imóvel, incluindo os pagamentos do serviço da dívida em caso de empréstimo contraído para esse fim. Se o rácio estiver acima do nível de longo prazo significa que potenciais compradores não têm disponibilidade financeira para adquirir os imóveis, levando a uma redução na procura, o que por sua vez faz exercer uma pressão descendente sobre os preços.

O quadro 1 apresenta a média de longo prazo do rácio entre os preços da habitação e as rendas, e do rácio entre os preços da habitação e o rendimento para Portugal, Espanha e outros países [coluna (1)], o valor destes rácios no último trimestre observado [coluna (2)] e a relação entre os rácios e as suas médias de longo prazo [coluna (3)]. O gráfico 10 apresenta os desvios cíclicos face às médias e as tendências de longo prazo. A coluna (3) indica que, na generalidade dos países, incluindo Portugal e Espanha, os preços da habitação e as rendas, e os preços da habitação e o rendimento, estão atualmente em linha com as médias de longo prazo. Esta é uma situação muito diferente da que se verificou no período entre 1999 e 2006, em particular para a Espanha. Nessa altura, os desvios face às médias de longo prazo em Espanha ultrapassaram os 50 por cento, o que pode sugerir a existência de sobrevalorização dos preços da habitação no caso espanhol. Em Portugal os desvios estiveram sempre em linha com os valores de longo prazo.

**Quadro 1** • Rácio entre preços da habitação e rendas e rácio entre preços da habitação e rendimento

	Rácio entre preços da habitação e rendas			Rácio entre preços da habitação e rendimento		
	Média (1)	Último trimestre (2)	(3)=(2)/(1)x100	Média (1)	Último trimestre (2)	(3)=(2)/(1)x100
Áustria	100	115	116	99	120	121
Bélgica	65	102	156	69	101	146
Finlândia	74	100	134	98	97	99
França	75	97	129	78	99	127
Alemanha	126	118	93	130	114	88
Grécia	96	81	84	94	85	90
Irlanda	76	76	100	86	82	95
Itália	92	86	93	84	89	106
Países Baixos	74	77	105	71	82	116
Portugal	103	86	84	105	101	96
Espanha	74	77	105	74	80	108
Reino Unido	73	103	141	83	105	127
EUA	98	103	105	110	99	90

Fonte: OCDE.

Notas: Média considerando informação disponível desde 1980. Última observação 2.º trimestre de 2014. 2010=100.

É preciso, no entanto, fazer algumas ressalvas na utilização destas métricas convencionais, visto que por vezes podem não refletir de forma totalmente adequada os custos das habitações, levando à ideia de exuberância nos mercados de habitação quando afinal os preços das habitações até podem estar corretos. De acordo com Himmelberg *et al.* (2005) o preço de uma habitação corresponde ao custo anual que o proprietário tem que suportar. Deste modo, preços de habitação crescentes não indicam, necessariamente, que os custos anuais do proprietário estão a aumentar nem que as habitações estão sobrevalorizadas. É também possível que exista uma significativa variabilidade dos rácios preços / rendas entre mercados, dadas as diferenças das taxas esperadas de valorização das habitações e dos impostos, dependendo também dos mercados de rendas serem ou não líquidos. Refira-se que em Portugal o mercado de arrendamento é relativamente pouco desenvolvido no período em análise. Finalmente, Himmelberg *et al.* (2005) também referem que a reação dos preços das habitações aos fundamentos é maior quando as taxas de juro reais de longo prazo já são muito baixas (como aliás sucedeu desde o final da década de noventa), pelo que uma aceleração no crescimento dos preços pode não significar a existência de uma bolha.

### Determinantes dos preços da habitação

Para analisar os determinantes relevantes na determinação da dinâmica dos preços da habitação ( $hp_t$ ), estimaram-se para Portugal e Espanha vários modelos corretores de erro. Atendendo à dimensão das amostras, optou-se pela estimação de regressões que consideraram como determinantes apenas o rendimento real ( $y_t$ ), a taxa de juro ( $r_t$ ) e a população ativa ( $l_t$ ). Os modelos considerados foram estimados para todo o período amostral, bem como para os períodos pré- e pós-crise, com o intuito de verificar se os determinantes relevantes no período pré-crise se mantêm significativos no período pós-crise.

O modelo corretor de erro estimado foi o seguinte,

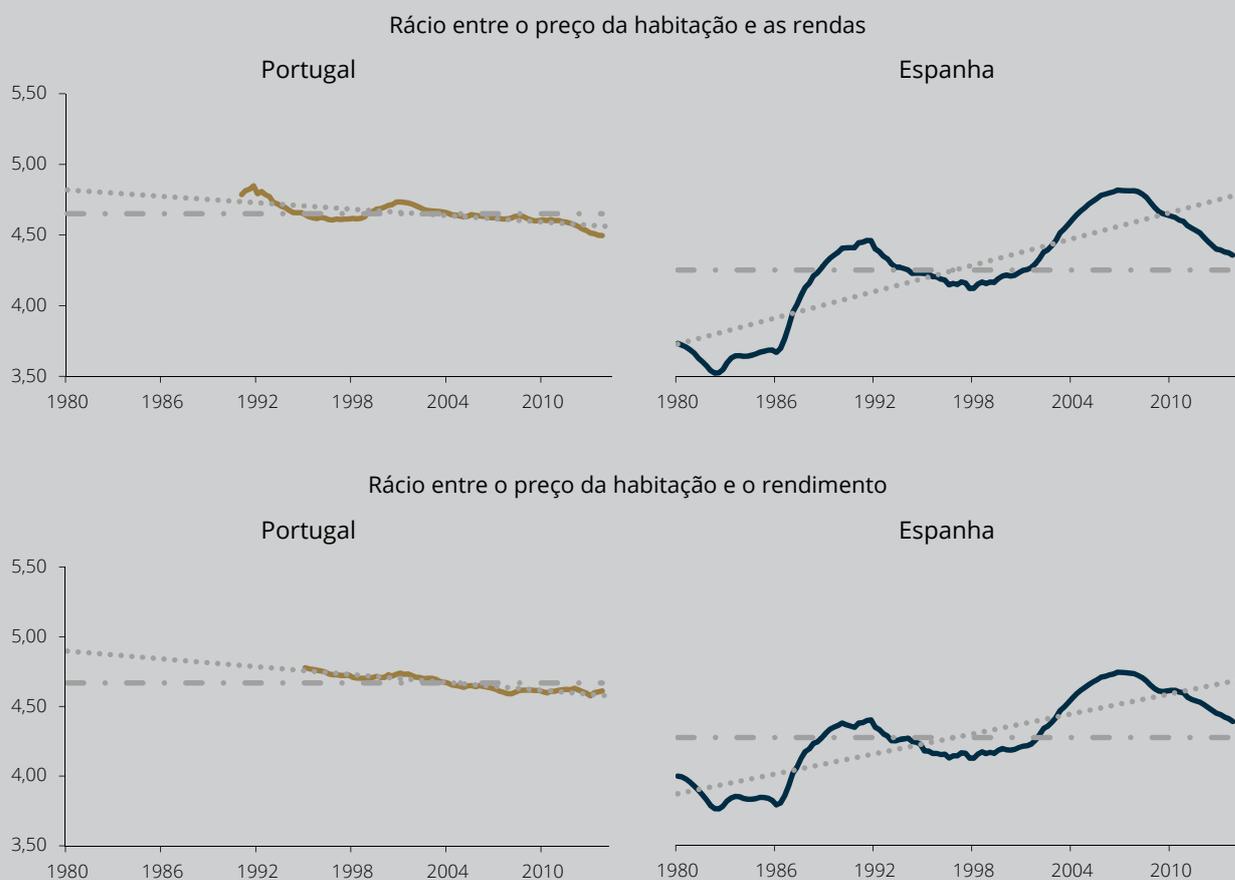
$$\Delta hp_t = c + \sum_{i=1}^2 \alpha_i \Delta hp_{t-i} + \sum_{i=0}^2 (\beta_i r_i + \delta_i \Delta y_{t-i} + \vartheta_i \Delta l_{t-i}) + \gamma (hp_{t-1} - \widehat{hp}_{t-1}^*) + u_t \quad (1)$$

onde  $\widehat{hp}_t^* = \hat{\alpha} + \hat{\varphi}_1 y_t + \hat{\varphi}_2 l_t$ ,  $\Delta hp_t$ ,  $\Delta y_t$ , e  $\Delta l_t$  representam as primeiras diferenças das variáveis,  $hp_t$ ,  $y_t$  e  $l_t$ , respetivamente, e  $u_t$  são erros identicamente e independentemente distribuídos de média zero e variância constante.

As variáveis consideradas são as que têm um efeito direto sobre a procura de habitação: a taxa de juro ( $r_t$ ), o logaritmo do rendimento disponível ( $y_t$ ), desfasamentos temporais dos preços da habitação ( $\Delta hp_{t-i}$ ), o logaritmo da população ativa ( $l_t$ ) e o termo corretor de erro,  $(hp_{t-1} - \widehat{hp}_{t-1}^*)$ , (desvios da relação de longo prazo). O termo corretor de erro assegura que os preços da habitação estão, no longo prazo, em linha com os fundamentos económicos que determinam o nível de equilíbrio.

A parte de curto prazo do modelo, *i.e.*,  $\Delta hp_{t-i}$ ,  $i=1,2$ , capta, entre outras coisas, a influência especulativa sobre o mercado ou a ineficiência do mercado<sup>8</sup>;  $\gamma$  mede o grau de reversão à média e os parâmetros  $\beta_i$ ,  $\delta_i$  e  $\vartheta_i$ ,  $i=0$ , medem o ajustamento contemporâneo dos preços da habitação a choques nas variáveis explicativas, ou seja, correspondem aos multiplicadores de impacto. Os desvios do termo de equilíbrio de longo prazo são indicativos de sobre ou subvalorização dos preços da habitação. Assim, se  $(hp_t - hp_t^*) > 0$  os preços da habitação estão sobrevalorizados e se  $(hp_t - hp_t^*) < 0$  estão subvalorizados relativamente aos determinantes considerados. Variantes do modelo corretor de erro considerado em (1) são frequentemente utilizadas na literatura como representativas dos

**Gráfico 10 • Desvios cíclicos em torno da média | Em logaritmos, base 2010**



Fontes: OCDE e cálculos dos autores.

preços da habitação; e.g. Barot e Yang (2012), Hort (1998), Malpezzi (1999), Gallin (2006), Giussani e Hadjimatheou (1992), e Holly e Jones (1997).

A estimação da relação de longo prazo considera que as variáveis são integradas no máximo de ordem 1, *i.e.*, não estacionárias. Aplicando o teste de Dickey-Fuller aumentado aos três determinantes considerados e aos preços da habitação, constata-se que, com a exceção da taxa de juro ( $r_t$ ), a hipótese nula de não estacionaridade não é rejeitada para nenhuma das outras séries. Deste modo, a relação de longo prazo para os preços da habitação será somente estabelecida com o rendimento disponível e a população ativa.

A estimação do modelo corretor de erro considerado consiste num procedimento a dois passos: primeiro, recorrendo ao método dos mínimos quadrados ordinários, estima-se a relação de longo prazo (em níveis); segundo, os resíduos resultantes do modelo de longo prazo são incluídos na regressão (1) como a componente corretora de erro, e esta é estimada pelo método dos mínimos quadrados ordinários.

Os resultados da estimação, recorrendo a uma especificação do geral para o particular do modelo (1) para Portugal, para os três períodos considerados, apresentam-se no quadro 2 e para a Espanha no quadro 3.

**Quadro 2 • Modelos Corretor de Erro para Portugal**

	1988:02-2014:02 Coef.	1988:02-2007:02 Coef.	2007:02-2014:02 Coef.
$C$	-0,0018*	-0,0030*	-0,0014
$\Delta y_t$	0,1527*	0,3263***	
$r_t$	0,0018*		
$(hp_{t-1} - \widehat{hp}_{t-1}^*)$	-0,0408**	-0,0256	-0,2178**
$\Delta l_{t-1}$	0,6131***	0,6850**	
$r_{t-1}$	-0,0015		
$\Delta hp_{t-1}$	0,4786***	0,4849***	0,5048***
<i>R-squared</i>	0,4940	0,4955	0,4865
<i>Adj. R-squared</i>	0,4627	0,4671	0,4438

Fontes: OCDE, BCE e cálculos dos autores.

Nota: \*, \*\*, e \*\*\* indica significância estatística a um nível de 1 por cento, 5 por cento e 10 por cento, respetivamente e Coef. significa coeficientes.

Do quadro 2 constata-se que no contexto do período em análise (1988T2-2014T2), o rendimento e a taxa de juro contemporânea são significativos, contudo a taxa de juro apresenta um impacto de curto prazo relativamente baixo (0,0018). A população ativa apresenta significância estatística na variável desfasada,  $\Delta l_{t-1}$ , contudo não apresenta impacto contemporâneo.

A decomposição da amostra nas subamostras pré- e pós-crise ilustra uma relação de causalidade diferente, notando-se no período pré-crise somente a significância do rendimento e do desfaseamento da população ativa, depreendendo-se do sinal dos coeficientes que ambas as variáveis têm impacto positivo sobre os preços. Contudo, após 2007 essa significância desaparece, sugerindo que a dinâmica dos preços da habitação neste período possa ser causada por fatores diferentes dos considerados no nosso modelo (rendimento disponível, taxa de juro e população ativa).

A representação gráfica dos desvios em relação ao equilíbrio de longo prazo,  $(hp_{t-1} - \widehat{hp}_{t-1}^*)$ , permite verificar que entre 1989 e 1994, e 1999 e 2005, em Portugal houve ligeiros desvios positivos (Gráfico 11). Estes períodos de desvios positivos, sugestivos de possível sobrevalorização dos preços da habitação, estão de acordo com o ciclo dos preços observado em Portugal (Gráfico 2),

*i.e.*, correspondem a períodos de algum aquecimento do mercado, no entanto são desvios demasiado reduzidos para serem considerados períodos de exuberância.

Do Quadro 3 verifica-se que no caso de Espanha, entre 1977T2 e 2013T4, o rendimento disponível e a população ativa contemporânea, bem como os seus desfasamentos temporais (os primeiros dois para o rendimento e o primeiro para a população ativa) são significativos, e que a taxa de juro, apesar de significativa, apresenta um impacto agregado relativamente reduzido. Comportamento semelhante é observado no período que antecede a crise (1977T2-2007T2). Já no período pós-crise, quer a taxa de juro quer a população ativa não apresentam significância estatística, somente o rendimento disponível e o equilíbrio de longo-prazo apresentam relevância na explicação do comportamento dos preços da habitação.

**Quadro 3 • Modelos corretor de erro para Espanha**

	1977:02-2013:04 Coef.	1977:02-2007:02 Coef.	2007:02-2013:04 Coef.
$C$	-0,0011	-0,0006	-0,0156***
$\Delta l_t$	-0,9139*	-0,9771*	
$\Delta y_t$	0,7338***	0,7754***	0,6064***
$(hp_{t-1} - \widehat{hp}_{t-1}^*)$	-0,0353***	-0,0350***	-0,0769*
$\Delta l_{t-1}$	0,9793**	1,0203*	
$\Delta y_{t-1}$	-0,3822**	-0,4595**	
$r_{t-1}$	-0,0017**	-0,0016**	
$\Delta hp_{t-1}$	0,5572***	0,5598***	
$\Delta y_{t-2}$	0,2468*	0,3528*	
$r_{t-2}$	0,0013*	0,0013*	
$\Delta hp_{t-2}$	0,2384***	0,2023**	
<i>R-squared</i>	0,6910	0,6565	0,5080
<i>Adj. R-squared</i>	0,6683	0,6253	0,4652

Fontes OCDE, BCE e cálculos dos autores.

Nota: \*, \*\*, e \*\*\* indica significância estatística a um nível de 1 por cento, 5 por cento e 10 por cento, respetivamente e Coef. significa coeficientes.



**Gráfico 11 •**  
Modelo corretor do erro para Portugal: desvios face ao equilíbrio de longo prazo

Fontes: OCDE, BCE e cálculos dos autores.

A representação gráfica dos desvios em relação ao longo-prazo,  $(hp_{t-1} - \widehat{hp}_{t-1}^*)$ , para Espanha, permite identificar três períodos de sobrevalorização, 1977-1980, 1986-1995, e 2003-2008 (Gráfico 12). Também para o caso de Espanha (como seria de esperar) os desvios registados coincidem com a evolução do ciclo dos preços da habitação. Contudo, e em contraste com Portugal, constata-se que a magnitude destes desvios é consideravelmente maior, podendo neste caso a sobrevalorização estar relacionada com episódios de bolha especulativas.

### A existência de bolhas especulativas nos preços da habitação

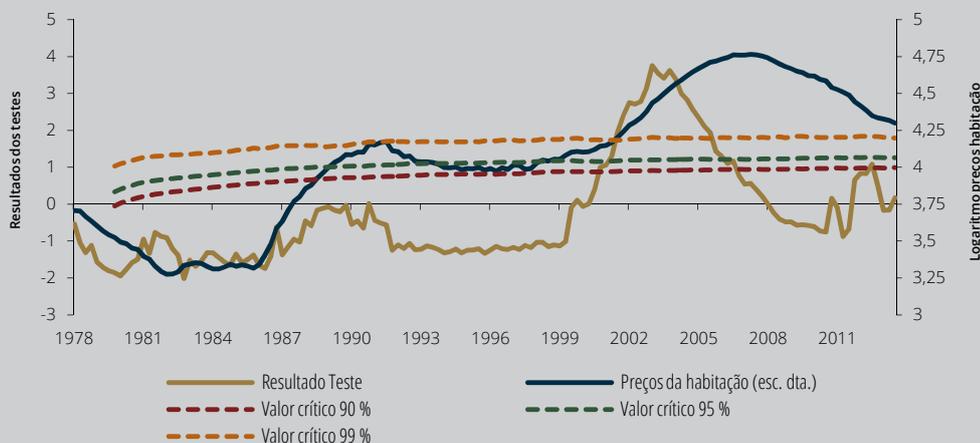
Para complementar e clarificar a análise anterior, aplicou-se uma metodologia de deteção de bolhas especulativas recentemente proposta por Phillips, Shi e Yu (2013). Esta abordagem assenta na Teoria Geral de Livre Arbitragem (*General Arbitrage-Free Model*) e permite a deteção de períodos que podem estar associados a bolhas especulativas. Os preços da habitação, tendo por base esta teoria, podem ser explicados por duas componentes: os fundamentos de mercado e as bolhas especulativas. Esta última característica, caso exista, origina um comportamento explosivo dos preços que domina temporariamente a dinâmica da série temporal.

**Gráfico 12 •**  
Modelo corretor  
do erro para  
Espanha: desvios  
face ao equilíbrio  
de longo prazo



Fontes: OCDE, BCE e cálculos dos autores.

**Gráfico 13 •**  
Resultados do  
teste de Philips  
*et al.* para Espanha



Fontes: OCDE, Banco de Portugal e cálculos dos autores.

O procedimento proposto por Phillips, Shi e Yu (2013) visa detetar estes episódios de exuberância nas séries.

A aplicação do teste de Phillips, Shi e Yu (2013) ao logaritmo dos preços da habitação reais revela a não existência de períodos de exuberância para Portugal, contudo deteta a existência de bolhas em Espanha. Para Portugal, o valor do teste foi de 0,1445, não rejeitando a hipótese nula de não existência de bolhas especulativas. Em contraste, em Espanha o resultado do teste foi de 3,7537, rejeitando assim a hipótese nula a um nível de significância de 1 por cento (forte rejeição).

A rejeição da hipótese nula no caso de Espanha torna pertinente a representação gráfica dos resultados do teste recursivo de Phillips *et al.* (2013). Esta representação gráfica é útil, pois permite determinar os períodos em que ocorreram as bolhas especulativas (Gráfico 13). De acordo com o ilustrado neste Gráfico, constata-se que a rejeição do teste de Phillips *et al.* (2013) é consequência de uma bolha especulativa que se gerou em Espanha entre 2000 e 2006.

## Conclusões

Depois da adesão à UE na década de oitenta, o mercado da habitação evoluiu de forma muito distinta em Portugal e Espanha. Em particular, entre a adoção da moeda única em 1999 e o início da crise financeira, os preços da habitação registaram um crescimento anual nulo em Portugal, tendo pelo contrário aumentado quase 10 por cento ao ano em Espanha. Nesse período, ambas as economias registaram um aumento assinalável do crédito bancário para aquisição de habitação, num quadro comum de aumento do rendimento disponível e de taxas de juro reduzidas, e de um significativo afluxo de imigração, no caso espanhol. Neste período, o investimento residencial evoluiu de forma diferente nos dois países. Em Espanha observou-se uma significativa expansão do investimento residencial desde 2000, muito acima da dinâmica do PIB. Um indicador de excesso de oferta de imóveis sugere um valor acumulado de imóveis de cerca de 30 por cento em Espanha em 2006. A partir de 2007 registou-se uma contração acentuada do investimento residencial em Espanha, que se distingue da evolução menos marcada para o PIB. Em Portugal, vem-se observando uma desaceleração do investimento residencial desde o fim da década de 90. A estimação para Portugal e Espanha de vários modelos corretores de erro confirma que o rendimento disponível real, a população ativa e as taxas de juro reais são determinantes relevantes na determinação da dinâmica dos preços da habitação. A análise indica que os períodos de desvios positivos em relação ao equilíbrio de longo prazo estão de acordo com o ciclo dos preços observado em Portugal e em Espanha. Esta sobrevalorização dos preços da habitação (os desvios positivos), dependendo da sua magnitude, pode sugerir a formação de bolhas especulativas. Para testar a existência de bolhas aplicou-se o teste de Phillips *et al.* (2013) aos preços do mercado imobiliário português e espanhol. Os resultados revelam que não existem períodos de exuberância para Portugal, contudo apontam para a existência de uma bolha em Espanha no período que antecede a crise financeira de 2007.

## Referências

- Barot, B. e Z. Yang, 2002, "House prices and housing investment in Sweden and the UK: Econometric analysis for the period 1970-1998", *Review of Urban & Regional Development Studies*, 14(2), 189-216.
- Case, K.E., J.M. Quigley e R. J. Shiller, 2005, "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market", *Advances in Macroeconomics*, Volume 5, Issue 1, Article 1.
- Englund, P., M. Hwang e J.M. Quigley, 2002, "Hedging Housing Risk", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 24, 167-200.
- Gallin, Joshua, 2006, "The Long-Run Relationship between House Prices and Income: Evi-

dence from Local Housing Markets”, *Real Estate Economics*, 34 (3), 417-438.

**Giussani, B. e G. Hadjimatheou**, 1992, “House prices: An econometric model for the U.K. Netherlands”, *Journal of Housing and the Built Environment*, 7, 31-58.

**Gros, D.**, 2007, “Bubbles in Real Estate? A Longer-Term Comparative Analysis of Housing Prices in Europe and the US”, *CEPS Working Document*, No 276 / October 2007.

**Himmelberg, C., C. Mayer e T. Sinai**, 2005 “Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and and Misperceptions”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 19, Number 4, Fall 2005, 67-92.

**Holly, S. e N. Jones**, 1997, “House prices since the 1940s: Cointegration, demography and asymmetries”, *Economic Modelling*, 14, 549-565.

**Hort, K.**, 1998, “The Determinants of Urban House Price Fluctuations in Sweden, 1968-1994”, *Journal of Housing Economics*, 7, 99-130.

**Homm, U. e J. Breitung**, 2012, “Testing for Speculative Bubbles in Stock Markets: A Comparison of Alternative Methods”, *Journal of Financial Econometrics*, 10, 198-231.

**Malpezzi, S.**, 1999, “A Simple Error-Correction Model of House Prices”, *Journal of Housing Economics*, 8, 27-62.

**Phillips, P.C.B., S.P. Shi e J. Yu**, 2013, “Testing for multiple bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P500”, *Cowles Foundation Discussion Paper*, No. 1914 FIRN Research Paper.

## Notas

1. Os autores agradecem a Raúl Guerreiro o apoio na extração dos ciclos referenciados no artigo e a Nuno Alves os comentários e sugestões. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros ou omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

2. Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

3. Evidência empírica indica que os imóveis são o principal ativo das famílias (Englund *et al.*, 2002) e que variações no valor dessa riqueza podem conduzir a variações no consumo (Case, Quigley e Shiller, 2005).

4. O ECRI não tem uma datação de ciclo económico para Portugal. No entanto, a definição de 2 trimestres consecutivos de queda do PIB para assinalar o ponto mínimo está também em linha com estes resultados.

5. De acordo com dados dos censos, entre 2000 e 2006 a população de Espanha aumentou cerca de 4 milhões para mais de 44 milhões de pessoas, 3,2 milhões dos quais foram estrangeiros pertencentes sobretudo à faixa entre os 15 e os 64 anos (80 por cento). A *Ley Orgánica de Inmigración y Extranjería 4/2000* que consagrou o direito de acesso a serviços públicos gratuitos como educação e saúde deverá ter tido influência no aumento do fluxo imigratório a partir de 2000. Em 2013 o número de estrangeiros em Espanha era de cerca de 5,5 milhões para uma população total de 47 milhões.

6. *Asociación de Análisis del Valor e Asociación de Sociedades de Valoración de Bienes Inmuebles*.

7. É o equivalente nos mercados imobiliários ao *Price-to-Earnings ratio (PER)*, que estabelece a relação entre o preço de mercado da ação (custo) e o lucro por ação.

8. Os dois desfazamentos considerados resultam da especificação do modelo, ou seja, foram os considerados necessários para garantir a ausência de autocorrelação nos resíduos.

# Crises de dívida soberana<sup>1</sup>

Pedro Teles<sup>2</sup>

## RESUMO

Crises de dívida soberana podem ser desencadeadas por expectativas de incumprimento induzidas por altas taxas de juro, o que é mais provável se a dívida for relativamente alta. Neste contexto, a intervenção de um credor com capacidade de financiamento, tal como o Banco

Central Europeu (BCE), pode facilitar a coordenação em taxas de juro baixas. O artigo baseia-se no trabalho de Navarro, Nicolini e Teles (2014) e é motivado pela recente crise de dívida na Europa.

A crise da dívida na Europa motivou nova investigação sobre o que pode estar na origem dessas crises. São causadas por fundamentos, no sentido de más condições económicas, ou será que as expectativas dos agentes desempenham um papel importante? A resposta a esta questão é crucial para justificar, ou não, políticas como as compras de dívida pública anunciadas pelo BCE, no verão de 2012. As *Outright Monetary Transactions (OMTS)* não foram concretizadas, mas ninguém parece ter dúvidas em lhes atribuir a queda dos *spreads* na dívida soberana ocorrida a partir do seu anúncio.

Os *spreads* na dívida pública entre países europeus, que eram praticamente inexistentes desde a introdução do euro a partir de 1999 e até ao final de 2009, estavam no verão de 2012 acima de 5 por cento para a Espanha e Itália, e de 11 por cento para Portugal. Após o anúncio de eventuais compras de dívida pelo BCE em julho de 2012, os *spreads* desceram para os atuais níveis de 1,5 a 2 por cento. Nesses três países, assim como em muitos outros, ou a dívida pública era já alta, ou aumentou muito, muito rapidamente. O aumento da dívida pública em economias avançadas, entre 2008 e 2011, foi, em média, 25 pontos percentuais do PIB. Em Portugal, a dívida pública em percentagem do PIB subiu de 72 por cento em 2008 para 108 por cento em 2011. Os números correspondentes para a Espanha e Itália foram de 40 por cento a 70 por cento, e de 106 por cento a 120 por cento, respetivamente. Em Portugal, esta acumulação de dívida sem precedentes coincidiu com um período de estagnação de mais de uma década. Será que a crise de dívida soberana nestes países pode ser explicada por estes maus fundamentos ou será que, pelo contrário, foram as expectativas por si só dos agentes que a provocaram? Ou será que tanto os fundamentos como as expectativas tiveram um papel?

A literatura sobre crises de dívida soberana é ambígua quanto a estas questões. No modelo quantitativo de crises de dívida mais usado, de Eaton e Gersovitz (1981), Aguiar e Gopinath (2006) e Arellano (2008), parece haver um único equilíbrio em que apenas os fundamentos são relevantes. Pelo contrário, em Calvo (1988) e, mais recentemente, em Lorenzoni e Werning (2013), há também equilíbrios com altas taxas de juro que são resultado de expectativas. Navarro, Nicolini e Teles (2014), em que se baseia este artigo, sugerem que as razões para a diferença nos resultados são os pressupostos no modelo em relação à interação entre devedor e credores e as ações que eles tomam. Em Aguiar e Gopinath (2006) ou Arellano (2008), o devedor decide primeiro e escolhe a dívida no vencimento, incluindo os juros. O devedor enfrenta uma tabela para a taxa de juro em função do montante dessa dívida. Ao escolher o nível da dívida no vencimento, o devedor determina a probabilidade de incumprimento e, conseqüentemente, a taxa de juro. Em Calvo (1988) e Lorenzoni e Werning (2013), o devedor também enfrenta uma tabela para a taxa de juro, mas a tabela é função da dívida corrente em vez da dívida na maturidade. Para um determinado valor de dívida corrente, se a taxa de juro for alta, também o será a dívida na maturidade. Se a dívida na maturidade for alta, é mais provável que o devedor não cumpra o que confirma a alta taxa de juro.

Da mesma forma, se a taxa de juro for baixa, a probabilidade de incumprimento será também baixa, o que é consistente com a baixa taxa de juro.

A hipótese acerca da interação entre devedor e credores em Navarro *et al.* (2014) é a de que os credores tomam primeiro a iniciativa de oferecer os seus fundos a uma determinada taxa de juro. Segue-se a decisão do devedor sobre o montante de dívida. Neste caso, não há nada que o devedor possa fazer para impedir que os credores coordenem em altas taxas de juro. Que a escolha da dívida seja para a dívida corrente ou para a dívida no vencimento não faz diferença. Há equilíbrios múltiplos em ambos os casos. Há equilíbrios com baixas taxas de juro e com probabilidades de incumprimento baixas, e equilíbrios em que tanto as taxas de juro como as probabilidades de incumprimento são altas.

Em Navarro *et al.* (2014), o facto do devedor tomar a taxa de juro como um dado não significa que o impacto das decisões sobre os agregados não seja tido em consideração. O devedor é um agente grande mas não tira partido da vantagem de escolher primeiro. É essa vantagem, do primeiro passo, que permite a coordenação numa taxa de juro baixa em Aguiar e Gopinath (2006) ou Arellano (2008).

A razão para os equilíbrios com altas taxas de juro provocados por expectativas nestes modelos é diferente da do modelo com risco de refinanciamento de Cole e Kehoe (2000). No entanto, em ambos os tipos de modelos, as hipóteses acerca da sequência de decisões são cruciais para gerar multiplicidade. Em Cole e Kehoe, há multiplicidade quando a emissão de dívida ocorre antes da decisão de incumprimento. Nesse contexto, pode fazer sentido do ponto de vista do credor individual não refinar a dívida, o que equivale a cobrar taxas elevadas. Em consequência é de esperar que haja incumprimento o que confirma as taxas de juro altas.

Não há evidência empírica direta sobre as hipóteses de sequência de decisões, de quem toma a iniciativa primeiro, se o devedor ou os credores, de quais as ações que tomam. Mas já a evidência indireta acerca dessas hipóteses parece evidente. Não é fácil explicar a trajetória dos *spreads* na dívida soberana durante crises de dívida, a não ser com um papel para variáveis não fundamentais associadas às expectativas dos agentes.

Com base em Navarro *et al.* (2014), este artigo explica como é que as crises de dívida soberana podem ser provocadas por altas probabilidades de incumprimento que são induzidas por altas taxas de juro. Essas crises são mais prováveis quando o nível de endividamento é relativamente alto. Há um papel para um credor, com capacidade de financiamento, que pode alcançar coordenação no equilíbrio com baixa taxa de juro, a custo zero.

## O modelo

O modelo neste artigo é o modelo de dois períodos de Navarro *et al.* (2014). É o de uma pequena economia aberta povoada por um agente representativo. Há uma dotação de bens baixa no primeiro período (normalizada para a unidade) e uma dotação aleatória  $y \in [1, Y]$  no segundo período, com densidade  $f(y)$  e distribuição  $F(y)$ . O agente pode pedir emprestado numa obrigação não contingente, não se podendo comprometer a pagar. O incumprimento é penalizado, com a menor dotação possível no suporte da distribuição, 1. Há um contínuo de credores estrangeiros neutrais ao risco que exigem um rendimento médio igual à taxa de juro sem risco.

A sequência de decisões é a seguinte. No primeiro período, cada credor  $i \in [0, 1]$  oferece recursos limitados à taxa de juro bruta  $R_i$ . Em equilíbrio, todos os credores cobram a mesma taxa,  $R_i = R$ . Dadas as taxas de juro, o devedor pede emprestado um montante  $b$  aos credores com taxas mais baixas. No segundo período, o devedor decide se paga a dívida na totalidade, ou não.

A utilidade no segundo período é de  $U(y - Rb)$  se a dívida for paga, ou  $U(1)$  se o não for. O devedor decide não pagar a dívida sempre que a dotação de bens estiver abaixo do limiar  $1 + bR$ ,

o que implica que  $F(1+bR)$  seja a probabilidade de incumprimento. No primeiro período, o devedor escolhe a dívida  $b$  de forma a maximizar  $U(1+b) + \beta \left[ F(1+bR)U(1) + \int_{1+bR}^y U(y-bR)f(y)dy \right]$ .

A solução deste problema define uma curva de procura de  $b$  em função de  $R$ .

A outra condição de equilíbrio, que define uma curva da oferta de  $b$  em função de  $R$ , é obtida a partir da imposição que a média do retorno no empréstimo sujeito a incumprimento,  $R[1 - F(1+bR)]$ , seja igual à taxa de juro sem risco,  $R^*$ ,

$$R^* = R[1 - F(1+bR)] \quad (1)$$

É útil representar a curva de oferta definida em (1). Considere-se então a função para o rendimento esperado da dívida,  $h(R;b) = R[1 - F(1+bR)]$ . Para  $R$  muito baixo, o rendimento esperado deve estar abaixo de  $R^*$ . Em particular, para  $R = 0$ ,  $h(0;b) = 0$ . Para  $R$  muito elevado, a dívida adicionada do juro é de tal forma alta que o incumprimento é muito provável. Para a maior parte das distribuições, para uma taxa de juro suficientemente alta, o rendimento esperado é zero. O gráfico 1 mostra as curvas do rendimento esperado em função de  $R$ , para diferentes níveis de  $b$ , para a distribuição normal. Quanto maior for  $b$ , mais perto estará a curva do eixo das abcissas. A linha horizontal é da taxa de juro sem risco. Há duas soluções da equação (1) para a taxa de juro, uma taxa de juro baixa e uma taxa alta. Quando o nível de endividamento  $b$  aumenta, a taxa baixa também aumenta, mas a taxa alta fica mais baixa.

O gráfico 2 representa as soluções da condição de arbitragem (1) para a taxa de juro. Há uma curva crescente, em que a taxa de juro sobe com o nível de endividamento, e uma curva decrescente em que surpreendentemente a taxa de juro baixa com o nível de endividamento. Em certo sentido, ao longo da curva crescente as probabilidades de incumprimento são altas porque a dívida é alta, enquanto que na curva decrescente, as probabilidades de incumprimento são altas porque as taxas de juro são altas.

Que as taxas de juro baixem com o nível de endividamento não é a única característica inesperada da curva decrescente. Acontece que o serviço da dívida bruta de juro também baixa com um aumento no nível de endividamento. Isso significa que, ao longo dessa curva o devedor pode aumentar o montante de dívida e pagar menos por isso. Repare-se que na condição (1),  $bR$  aumenta com aumentos de  $R$ . Desde que  $R$  diminua com um aumento de  $b$ ,  $bR$  tem que diminuir com um aumento de  $b$ .

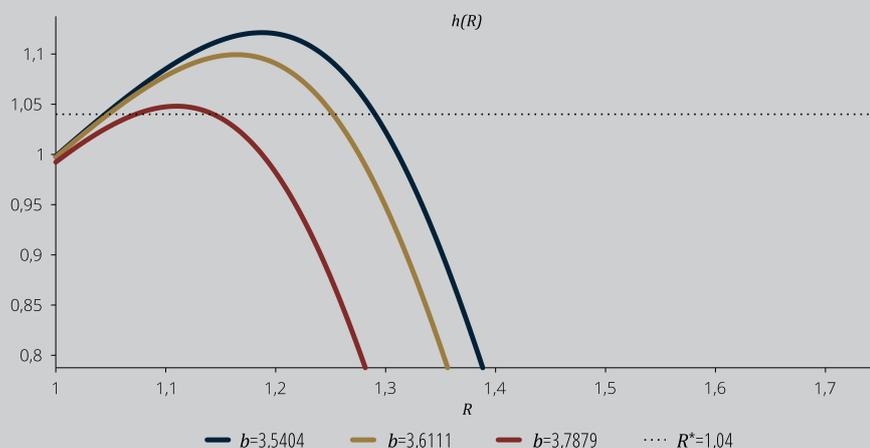


Gráfico 1 • Rendimento esperado,  $h(R;b)$

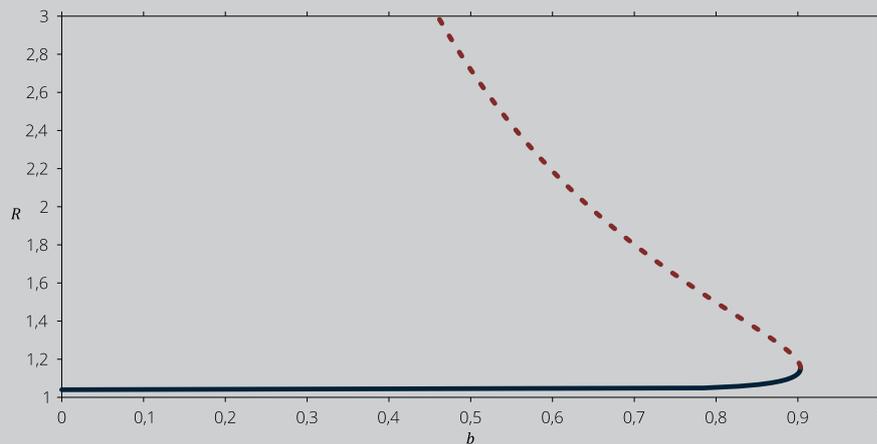
Fonte: Cálculos do autor.

Mas há uma característica da curva decrescente mais fragilizante ainda. Note-se que para cada ponto na zona compreendida entre as duas curvas é possível encontrar um ponto, na curva crescente ou na decrescente, com a mesma taxa de juro e mais dívida, e portanto com maior probabilidade de incumprimento. Isto significa que os lucros são positivos nessa zona. Se os credores se desviarem conjuntamente de pontos da curva decrescente e diminuïrem a taxa de juro, em geral, vão poder aumentar os lucros. Isso significa também que deverá ser possível encontrar uma coligação suficientemente grande de credores que possa conseguir isso<sup>3</sup>.

O papel desempenhado por uma coligação de credores, que permite reduzir as taxas de juro e obter lucros, poderá ser desempenhado por um credor com grande capacidade de financiamento tal como o FMI ou o BCE.

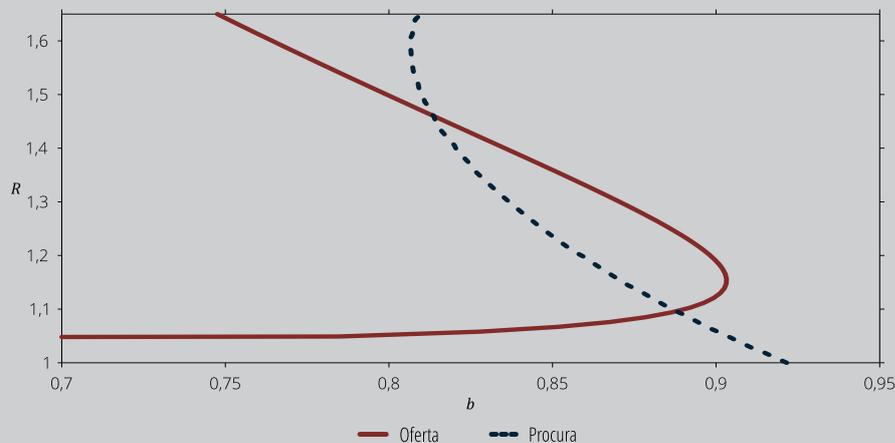
Um equilíbrio terá de satisfazer quer a curva de oferta do gráfico 2 quer uma curva de procura obtida a partir da solução do problema de dívida óptima para o devedor. Como se pode ver no gráfico 3, há duas interseções, dois potenciais equilíbrios, um com alta taxa de juro e dívida relativamente baixa. Por causa da fragilidade associada à curva decrescente, discutida acima, o equilíbrio com a taxa de juro nessa parte da curva de oferta pode facilmente ser descartado. No entanto, há também equilíbrios com taxas de juro altas que não partilham essa fragilidade.

**Gráfico 2 •**  
Curva de oferta



Fonte: Cálculos do autor.

**Gráfico 3 •**  
Procura e oferta



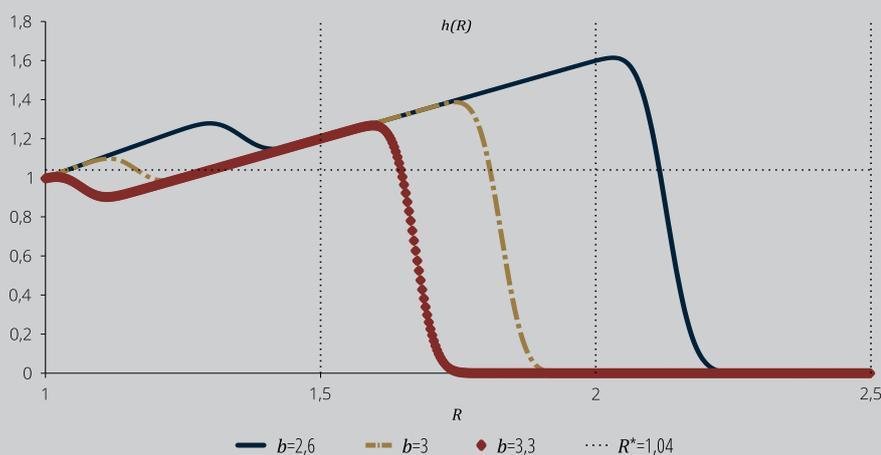
Fonte: Cálculos do autor.

## Equilíbrios com taxas de juro altas

A função para o rendimento esperado,  $h(R;b)$ , não tem de ser côncava em todo o domínio. Para uma distribuição bimodal, com tempos bons e maus, a função não é côncava. Assuma-se agora que a dotação é retirada de uma de duas variáveis aleatórias independentes,  $y^1$  e  $y^2$ , ambas com distribuições normais com médias  $\mu^1$  e  $\mu^2$ . A dotação é  $y^1$  ou  $y^2$  com determinada probabilidade. Se as médias  $\mu^1$  e  $\mu^2$  estiverem suficientemente afastadas, a condição de arbitragem (1) tem quatro soluções, tal como mostra o gráfico 4. Quanto maior for  $b$ , mais provável será que haja mais de duas soluções, até ao ponto em que haverá novamente apenas duas soluções, e finalmente, nenhuma.

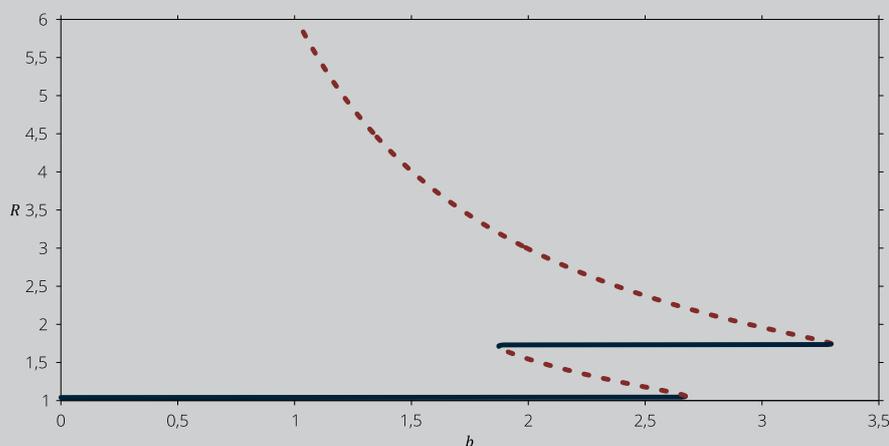
Representando as soluções para  $R$  da condição de arbitragem, para diferentes níveis de endividamento,  $b$ , obtém-se a curva de oferta representada no gráfico 5. Há duas possíveis curvas crescentes. Para níveis relativamente altos de dívida, há um intervalo de dívida em que a taxa de juro pode ser alta ou baixa, dando ambas lucro zero aos credores, e as taxas altas não são facilmente descartadas.

O gráfico 6 representa tanto a curva de oferta quanto a curva de procura, que é descontínua para a distribuição bimodal que foi considerada.



**Gráfico 4 •**  
 $h(R;b)$  para  
 a distribuição  
 bimodal

Fonte: Cálculos do autor.



**Gráfico 5 •**  
 Curva de oferta  
 para a distribuição  
 bimodal

Fonte: Cálculos do autor.

## Políticas

Considere-se agora que o modelo incluía também um credor que poderia emprestar ao devedor, a uma taxa  $R^P$ , qualquer valor igual ou inferior a um nível máximo  $b^P$ . Sejam  $R^P$  e  $b^P$ , os níveis máximos de taxa de juro e da dívida da parte da curva de oferta crescente com taxas mais baixas no gráfico 5. Nesse caso, os pontos com taxas superiores a  $R^P$ , para dívida inferior a  $b^P$ , não seriam pontos de equilíbrio. Além disso, uma vez que a essa taxa,  $R^P$ , os pequenos credores teriam lucros positivos, a taxa de equilíbrio teria que ser inferior e portanto, em equilíbrio, o montante emprestado pelo grande credor seria zero.

## Multiplicidade de equilíbrios na literatura

Será que é relevante para a multiplicidade que a escolha do devedor seja da dívida corrente,  $b$ , ou a dívida na maturidade,  $a = Rb$ ? Com o *timing* de Navarro *et al.* (2014) não faz diferença. Em vez da procura e oferta serem escritas<sup>4</sup> como

$$R^* = R[1 - F(1 + bR)]$$

e

$$U'(1 + b) = R\beta \int_{1+bR}^Y U'(y - bR)f(y)dy,$$

seriam escritas como

$$R^* = R[1 - F(1 + a)]$$

e

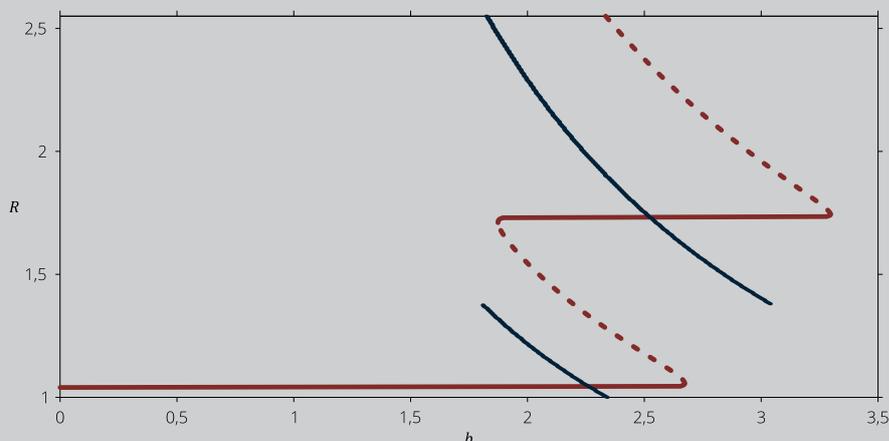
$$U'(1 + \frac{a}{R}) = R\beta \int_{1+a}^Y U'(y - a)f(y)dy.$$

São as mesmas duas equações com a mudança de variável  $a = Rb$ . A solução é a mesma. De facto, o gráfico 7 mostra as soluções em  $R$  e  $b$ , e em  $R$  e  $a$ .

## Hipóteses alternativas de sequência de decisões

A literatura relacionada considera uma hipótese diferente da de Navarro *et al.* (2014) em que o devedor decide primeiro o nível de dívida e enfrenta uma tabela de taxas de juro em função do

**Gráfico 6 •**  
Procura e oferta,  
distribuição  
bimodal



Fonte: Cálculos do autor.

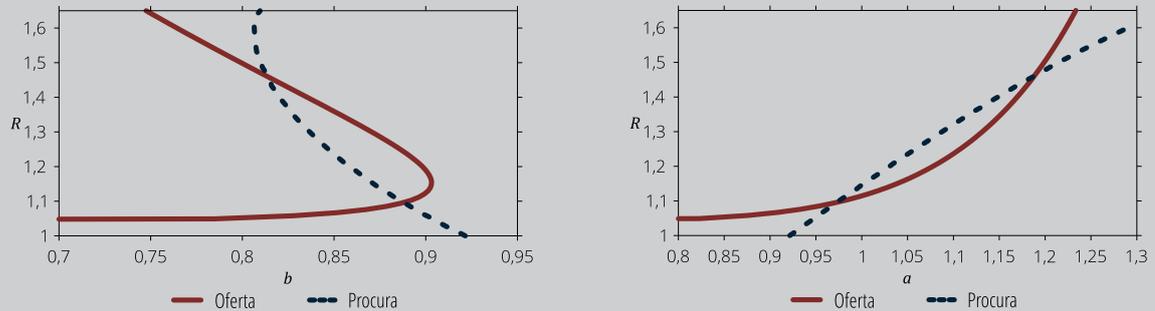
nível da dívida que pode ser a dívida corrente,  $b$ , ou a dívida na maturidade,  $a$ . Nesse caso, já é relevante a decisão do devedor ser sobre a dívida corrente ou a dívida no vencimento.

Em Aguiar e Gopinath (2006) e Arellano (2008), a taxa de juro é função da dívida no vencimento. Como o devedor decide essa dívida, tomando em conta essa função para a taxa de juro, é-lhe possível escolher na parte da curva em que as taxas são baixas. O gráfico 8 representa as curvas para  $R$  e  $b$  e  $R$  e  $a$ . A parte a tracejado da curva crescente do lado direito corresponde à parte a tracejado da curva decrescente do lado esquerdo. O devedor a quem é oferecida a tabela de taxas de juro em  $R$  e  $a$ , nunca escolheria na parte a tracejado, em que a dívida na maturidade é alta e a dívida corrente é baixa.

Em Calvo (1988) ou Lorenzoni e Werning (2013), o devedor enfrenta uma tabela para a taxa de juro que é função da dívida corrente. Sendo assim, pode estar sujeito à tabela decrescente de taxas de juro em  $R$  e  $b$ , sem ter possibilidade de a evitar. A dívida corrente é exógena, mas mesmo não o sendo, não haveria nada que o devedor pudesse fazer para evitar a tabela de taxas elevadas. Mesmo sendo a dívida corrente exógena, a dívida na maturidade não o é. Se o devedor tivesse a possibilidade de escolha da dívida no vencimento, e portanto do ponto da tabela em  $R$  e  $a$ , poderia escolher de forma a evitar as altas taxas de juro.

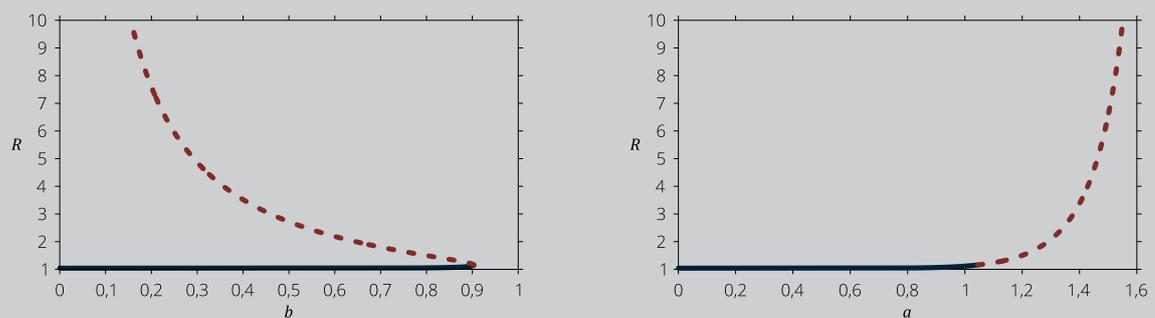
Lorenzoni e Werning (2013) argumentam contra a possibilidade de escolher a dívida no vencimento. Constroem um jogo em que o devedor pode emitir dívida num número infinito de subperíodos

**Gráfico 7 • Dívida corrente versus dívida no vencimento**



Fonte: Cálculos do autor.

**Gráfico 8 • Curvas de oferta na dívida corrente e na dívida no vencimento**



Fonte: Cálculos do autor.

dentro do período. É crucial que não haja capacidade de compromisso dentro do período. O devedor estará dessa forma a competir consigo próprio, de modo que, no limite, o comportamento será competitivo<sup>5</sup>. O resultado é semelhante ao de Navarro *et al.* (2014), segundo o qual o devedor toma a taxa de juro como um dado, e, portanto, não pode escolher o melhor ponto na curva da taxa de juro.

## Conclusão

Pode um país ser refém de um equilíbrio com altas taxas de juro, onde as probabilidades de incumprimento são altas porque as taxas de juro são altas, tal como em Calvo (1988)? Apesar de a literatura não ser consensual, a resposta parece ser sim. Em relação aos modelos que produzem um único equilíbrio, pequenos desvios acerca da tomada de decisões dos agentes podem produzir equilíbrios múltiplos que têm características semelhantes aos equilíbrios múltiplos de Calvo (1988).

Não é claro como se pode obter evidência direta sobre a sequência de tomada de decisões. Mas há certamente evidência indireta nos movimentos grandes e bruscos nas taxas de juro, obtidos no modelo com várias possíveis taxas de juro e uma variável aleatória, usualmente designada por *sunspot*, que permite coordenar nas diferentes taxas possíveis.

O nível da dívida desempenha um papel importante. Em Navarro *et al.* (2014), os equilíbrios com altas taxas de juro que são produto das expectativas são mais prováveis para níveis relativamente altos de dívida. Este resultado pode estar relacionado com a experiência europeia recente. Na verdade, a crise da dívida soberana na Europa foi precedida por uma acumulação grande da dívida. A análise neste artigo também é consistente com o movimento de queda dos diferenciais de taxas de juro a partir do momento que as políticas de intervenção por parte do BCE foram anunciadas, apesar de não concretizadas.

## Referências

- Aguiar, M. e G. Gopinath**, 2006, "Defaultable debt, Interest Rates and the Current Account", *Journal of International Economics*, 69, 64-83.
- Arellano, C.**, 2008, "Default Risk and Income Fluctuations in Emerging Economies", *American Economic Review*, 98, 690-712.
- Calvo, G.**, 1988, "Servicing the Debt: the Role of Expectations", *American Economic Review*, 78, 647-661.
- Cole, H e T. Kehoe**, 2000, "Self-Fulfilling Debt Crises" *The Review of Economic Studies*, 67, 91-116.
- Eaton, J. e M. Gersovitz**, 1981, "Debt with Potential Repudiation: theoretical and Empirical Analysis", *Review of Economic Studies*, 48, 289-309.
- Lorenzoni, G. e I. Werning**, 2013, "Slow Moving Debt Crises", mimeo, MIT.
- Navarro, G., J. P. Nicolini e P. Teles**, 2014, "Sovereign Default: The Role of Expectations", mimeo, Banco de Portugal e Universidade Católica Portuguesa.

### Notas

1. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade do autor, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Euro-sistema. Eventuais erros ou omissões são da exclusiva responsabilidade do autor.
2. Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.
3. Um desvio semelhante da curva crescente não teria o mesmo efeito. Se todos os credores se desviassem e aumentarem as taxas em conjunto, poderão usar o poder de monopólio para aumentar os lucros, mas um aumento das taxas por uma coligação muito possivelmente não encontrará procura.
4. Desde que a solução do problema do devedor seja interior.
5. O resultado é semelhante ao do monopólio de bens duráveis.

# Ajustamentos salariais durante a Grande Recessão<sup>1</sup>

Fernando Martins<sup>2</sup> | Pedro Portugal<sup>2</sup>

*Quem vive sem fundamento navega mundo sem leme.  
Os prudentes louvam os fundamentos e os ignorantes  
os sucedimentos.*

D. Francisco de Portugal

## RESUMO

Neste ensaio serão apresentados desenvolvimentos recentes sobre a distribuição dos salários em Portugal. O comportamento dos salários nominais espelha o efeito dum severa contração da atividade económica que teve, sobretudo,

tradução num assinalável aumento das variações salariais nominais nulas (congelamentos salariais). As consequências da deflação salarial reprimida poderão condicionar decisivamente a evolução futura do mercado de trabalho português.

## Introdução

O mercado de trabalho português foi recentemente confrontado por choques económicos muito severos que tiveram tradução numa dramática destruição de postos de trabalho e em níveis de desemprego historicamente elevados, revelando assim uma fraca resiliência. O ajustamento da procura de trabalho foi explorado no estudo de Carneiro, Portugal e Varejão (2014). Neste artigo, centraremos a nossa atenção nos desenvolvimentos salariais, procurando em especial documentar a reação dos salários nominais e reais às quebras da atividade económica, confrontando a evolução salarial dos trabalhadores recém-contratados com a dos trabalhadores que permaneceram nos postos de trabalho.

A investigação empírica que se tem debruçado sobre a avaliação do comportamento dos salários com base em dados microeconómicos tem sido centrada predominantemente nas relações de trabalho já estabelecidas. Em contraste, o grau de rigidez dos salários dos trabalhadores recém-contratados tem merecido menor atenção na literatura<sup>3</sup>. Tal acontece apesar da importância reconhecida dos salários deste grupo de trabalhadores para compreender o comportamento cíclico dos salários em geral (veja-se Pissarides, 2009): os trabalhadores recém-contratados são os trabalhadores na margem de ajustamento que decisivamente afetam as decisões das empresas relativamente à contratação.

Um ramo relevante desta investigação distingue os salários dos trabalhadores recém-contratados dos salários dos trabalhadores estabelecidos, analisando o respetivo comportamento diferenciado ao longo do ciclo económico. Estes trabalhos mostram que os salários dos trabalhadores recém-contratados são consideravelmente mais sensíveis ao ciclo económico. No entanto, dado que o número de trabalhadores já estabelecidos é bastante superior ao número de novos contratados, a evolução do salário agregado caracteriza-se invariavelmente por uma maior rigidez.

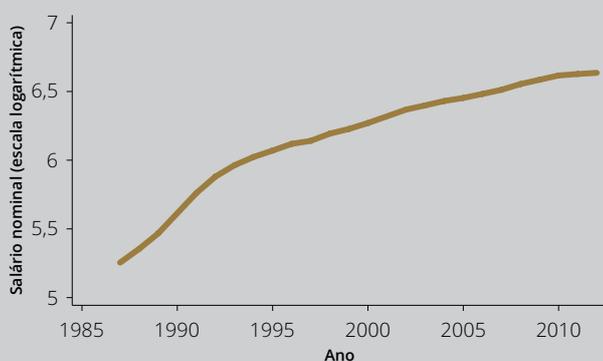
Estes estudos têm destacado a ideia de que a resposta dos salários às condições do mercado de trabalho difere consideravelmente entre os trabalhadores estabelecidos e recém-contratados. Vroman (1977) mostra que o padrão das alterações dos salários reais nos trabalhadores que permanecem na mesma empresa (*stayers*) e os trabalhadores que transitam entre empregos (*movers*) é consistente com a teoria da curva de Philips formulada por Robert Hall<sup>4</sup>. Devereux e Hart (2006) e Barlevy (2001) analisam o comportamento dos salários dos trabalhadores que transitam entre

postos de trabalho e concluem que os salários destes trabalhadores são mais sensíveis à posição cíclica da economia do que os salários dos trabalhadores estabelecidos. Pissarides (2009) apresenta um resumo destes e de outros estudos empíricos e conclui que os salários dos trabalhadores que transitam de emprego respondem de forma bastante mais significativa à situação no mercado de trabalho dos que os salários dos trabalhadores que permanecem no mesmo posto de trabalho. Carneiro *et al.* (2012) utilizam dados microeconómicos para Portugal no período 1986-2007 e concluem que, depois de controlar para heterogeneidade ao nível da empresa, do trabalhador e da categoria profissional, os salários de entrada apresentam uma sensibilidade cíclica superior à dos salários dos trabalhadores estabelecidos<sup>5</sup>.

O principal objetivo do nosso artigo é atualizar a análise do comportamento cíclico dos salários de entrada e avaliar em que medida os fatores internos às empresas são importantes para a determinação dos salários dos trabalhadores recém-contratados. Em particular, analisamos a importância relativa dos fatores internos e externos (como os salários dos trabalhadores com qualificações e experiência semelhantes ou a disponibilidade de trabalhadores com características semelhantes no mercado) para a determinação dos salários de entrada. Bils *et al.* (2014) apresentam evidência que suporta a noção de que os salários de entrada são parcialmente determinados pelos salários dos *stayers*. Como Blanchard e Summers (1987) fazem notar, se os salários são essencialmente determinados por fatores internos (como a tabela salarial interna ou os salários dos trabalhadores que se encontram na mesma categoria profissional), tal pode gerar histerese na economia, de tal modo que o impacto dos choques económicos pode perdurar durante mais tempo.

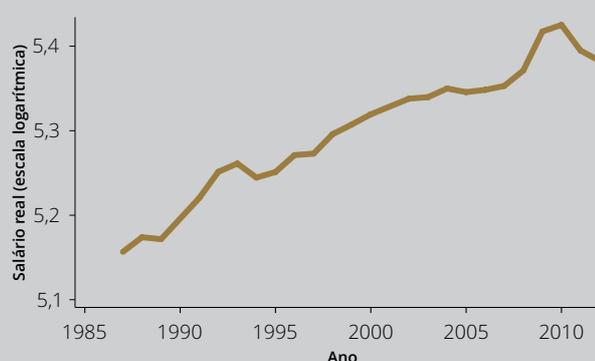
Neste contexto, o enquadramento teórico relevante para o nosso artigo é tributário da conhecida teoria *insider-outsider*. Esta teoria enfatiza a ideia de que os trabalhadores estabelecidos (os *insiders*) têm na maioria das vezes melhores oportunidades de emprego do que os *outsiders*. Um motivo para que tal aconteça são os custos que as empresas têm que suportar quando substituem *insiders* por *outsiders*. Estes custos incluem, por exemplo, os relacionados com a contratação, despedimento ou formação de novos trabalhadores (veja-se Lindbeck e Snower, 2001, Cahuc e Zylberberg, 2004, e Teulings e Hartog, 2008). O carácter específico das qualificações dos *insiders* e os custos de contratação e despedimento dão uma vantagem comparativa aos *insiders* que estes podem explorar de modo a negociarem salários acima daqueles a que os *outsiders* estariam dispostos a auferir, sem que isso ponha em causa o seu posto de trabalho. O resultado é que estes potenciais trabalha-

Gráfico 1 • Evolução do salário nominal (1986-2012)



Fonte: Quadros de Pessoal (1986-2009) e Relatório Único (2010-2012).

Gráfico 2 • Evolução do salário real (1986-2012)



Fonte: Quadros de Pessoal (1986-2009) e Relatório Único (2010-2012).

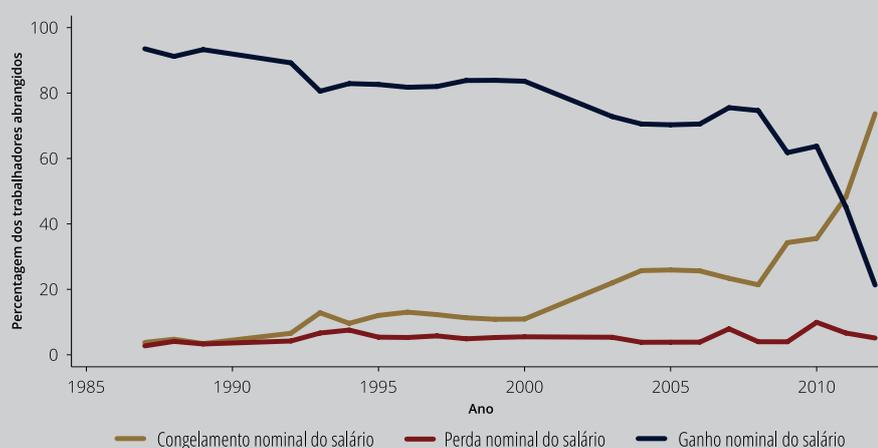
dores podem ficar desempregados involuntariamente ou ver as suas possibilidades profissionais limitadas a empregos menos desejáveis.

Um conjunto de estudos tem confrontado a teoria *insider-outsider* com a evidência empírica. Uma dessas linhas de investigação tem testado em que medida os salários são afetados pelas condições internas das empresas e não apenas pelas condições externas (Holmlund, 1991 e Lever, 1995, apresentam bons resumos dos primeiros estudos neste âmbito). Genericamente, os testes empíricos são consistentes com a hipótese de que tanto os fatores internos como os fatores externos afetam os salários dos trabalhadores recém-contratados.

## Evolução recente dos salários nominais e reais agregados

Construindo agregados salariais com base na informação dos registos individuais dos Quadros de Pessoal, é possível verificar nos gráficos 1 e 2 que os salários nominais mantiveram no período mais recente uma trajetória de fraco crescimento (cresceram 1,1 por cento em 2011 e 0,9 por cento em 2012), enquanto os salários reais agregados observaram uma quebra significativa na recente recessão económica (-2,9 por cento em 2011 e -1,2 por cento em 2012)<sup>6</sup>.

A evolução recente dos salários nominais reflete decisivamente um aumento conspícuo da fração de trabalhadores cujos salários se mantiveram inalterados, que em 2012 atingiu quase quatro quintos dos trabalhadores que permaneceram na mesma empresa (Gráficos 3 e 4). Em contrapartida, a fração de trabalhadores que beneficiaram de aumentos nominais diminuiu significativamente enquanto a proporção de trabalhadores que sofreram quebras nominais de salários se manteve em valores baixos. Este último resultado é consistente com o enquadramento institucional do processo de formação de salários que impõe restrições legais (e psicológicas) à quebra nominal dos salários. É bem conhecido que o mercado de trabalho português é um caso notável de rigidez nominal dos salários (Dickens *et al.*, 2007). É revelador constatar que tanto o indicador de salários “congelados” como o de ganhos nominais são significativamente influenciados quer pela taxa de inflação quer pela taxa de desemprego. Em contrapartida, o indicador de perdas nominais não parece responder nem a alterações da taxa de desemprego nem a alterações da taxa de inflação (Quadro 1).



**Gráfico 3 •**  
Congelamentos,  
reduções  
e aumentos  
do salário base

Fonte: Quadros de Pessoal (1986-2009) e Relatório Único (2010-2012).

**Quadro 1 • Sensibilidade cíclica das variações do salário nominal:**  
aumentos, congelamentos e reduções | Estimativas dos mínimos quadrados ordinários

	Congelamentos de salário	Reduções de salário	Aumentos de salário
Varição no logaritmo do índice preços	-1,993 (0,700)	-0,606 (0,700)	0,915 (0,136)
Primeira diferença na taxa de desemprego	0,119 (0,040)	0,007 (0,014)	-0,007 (0,003)
Número de observações	27 026 518	1 441 018	19 543 112
R <sup>2</sup>	0,093	0,003	0,049

Fontes: Quadros de Pessoal (1986-2009) e Relatório Único (2010-2012).

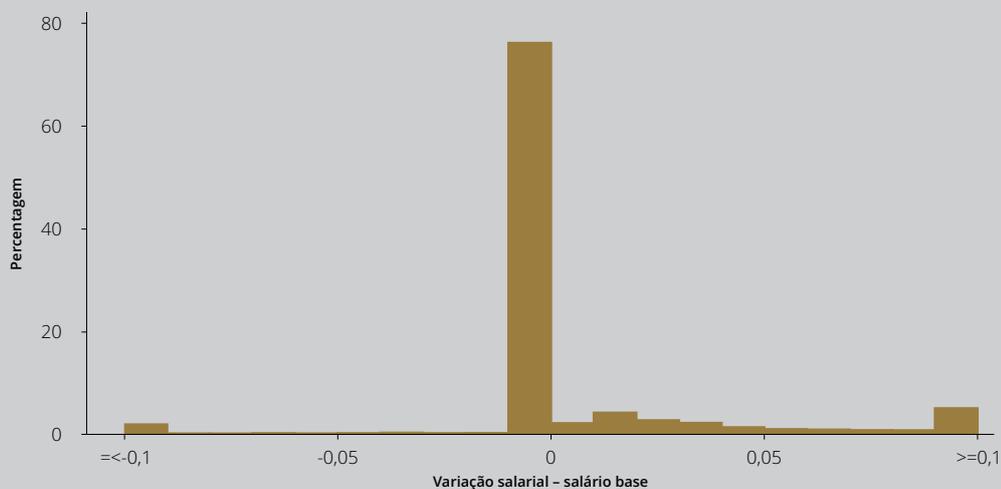
Nota: Congelamentos de salário definidos como uma variável binária que assume o valor 1 para os trabalhadores cujos salários foram congelados e 0, caso contrário. Reduções e aumentos de salários definidos com base nas variações em montante do salário base. Erros padrão robustos entre parêntesis.

## Sobre a sensibilidade cíclica dos salários reais

A indicação duma forte rigidez nominal dos salários poderia fazer suspeitar que essa rigidez contaminasse a sensibilidade cíclica dos salários reais. Em especial, é sabido que o ajustamento dos salários reais poderá ser problemático em regimes de baixa inflação e fraco crescimento da produtividade, uma vez que poderá requerer quebras nominais dos salários que são indesejadas quer pelos trabalhadores quer pelos empregadores.

A investigação empírica sobre o comportamento cíclico dos salários reais em Portugal tem evidenciado uma forte sensibilidade dos salários reais ao ciclo económico, em especial dos salários dos trabalhadores recém-contratados (Martins *et al.*, 2012; Carneiro *et al.*, 2012). Estas conclusões são reforçadas quando se isolam as alterações associadas às composições cíclicas dos níveis de

**Gráfico 4 •**  
Variação do salário base em 2012



Fonte: Quadros de Pessoal (1986-2009) e Relatório Único (2010-2012).

qualificação dos trabalhadores, dos tipos de postos de trabalho e das políticas de remuneração das empresas.

Estendendo a análise do comportamento cíclico dos salários reais até 2012, incluindo assim o período da grande recessão, não parece ter-se verificado uma quebra de estrutura. Isto é, o comportamento recente dos salários reais parece alinhado com a indicação de que a um aumento de um ponto percentual da taxa de desemprego se associa uma quebra de 2,1 por cento para os trabalhadores que permanecem no seu posto de trabalho e de 2,4 para os trabalhadores recém-recrutados, estimados em Carneiro *et al.*, 2012 (Quadro 2).

**Quadro 2 • Sensibilidade cíclica dos salários reais**

	Mínimos quadrados ordinários	
	Trabalhadores que permanecem na empresa	Acréscimo associado a novos recrutamentos
Taxa de desemprego	-0,90 (0,29)	-0,22 (0,29)
Número de observações	42 444 841	
R <sup>2</sup>	0,101	

	Efeito fixo do trabalhador	
	Trabalhadores que permanecem na empresa	Acréscimo associado a novos recrutamentos
Taxa de desemprego	-2,09 (0,21)	-0,34 (0,04)
Número de observações	42 444 841	
R <sup>2</sup>	0,878	

	Primeiras diferenças	
	Trabalhadores que permanecem na empresa	Acréscimo associado a novos recrutamentos
Taxa de desemprego	-1,23 (0,44)	-0,71 (0,20)
Número de observações	27 026 518	
R <sup>2</sup>	0,014	

	Efeitos fixos de elevada dimensionalidade	
	Trabalhadores que permanecem na empresa	Acréscimo associado a novos recrutamentos
Taxa de desemprego	-2,00 (0,15)	-0,20 (0,03)
Número de observações	42 444 841	
R <sup>2</sup>	0,925	

Fonte: Quadros de Pessoal (1986-2009) e Relatório Único (2010-2012).

Nota: Variável dependente: log do salário base deflacionado pelo índice de preços no consumidor. Regressores adicionais: idade, quadrado da idade e tendência temporal quadrática. Erros padrão robustos corrigidos por *clusters* de ano entre parêntesis.

## A importância relativa dos determinantes internos e externos dos salários de entrada

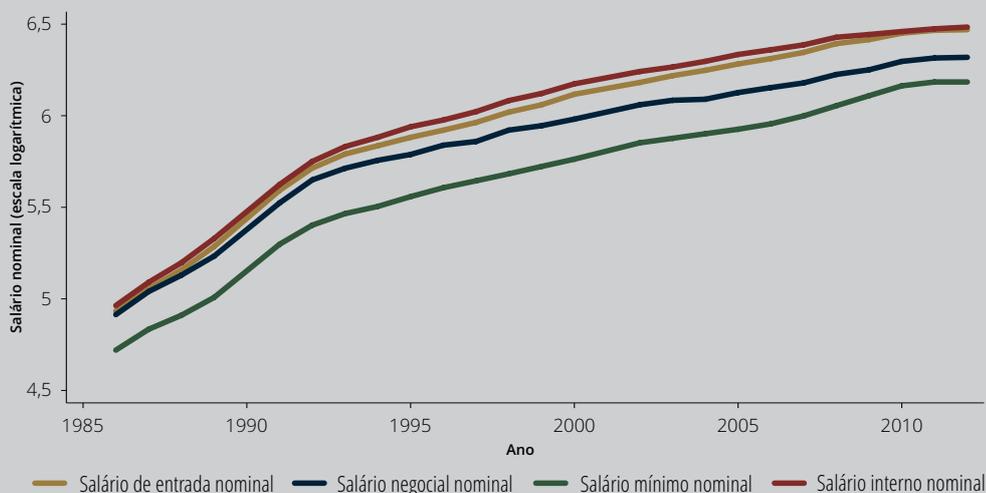
A distinção entre salários internos e externos para a definição dos salários de entrada tem diversas implicações. Em primeiro lugar, as empresas podem optar por não negociar salários de entrada acima dos limites mínimos definidos pela contratação coletiva, por questões, por exemplo, de justiça relativa ou outras questões estratégicas de concorrência e de gestão de recursos humanos.

Em segundo lugar, a evidência empírica recente mostra que os salários de entrada são, pelo menos parcialmente, influenciados pelos salários dos trabalhadores estabelecidos (veja-se, por exemplo, Bils *et al.*, 2014). Ao negociar salários acima das opções externas de cada trabalhador recém-contratado, as empresas reduzem a rotação de trabalhadores, retendo esses trabalhadores e reduzindo o número de separações.

Em terceiro lugar, dado que uma percentagem importante de empresas paga salários acima dos valores mínimos definidos nas tabelas salariais (tipicamente setoriais), estas podem beneficiar da chamada “almofada salarial” (Cardoso e Portugal, 2005) resultante da diferença entre os salários efetivamente pagos e os salários mínimos por categoria profissional estabelecidos pela negociação coletiva. Perante um choque adverso de procura ou de custos, estas empresas estão numa posição mais confortável para efetuar ajustamentos salariais em relação às empresas que pagam salários próximos dos valores mínimos da tabela.

Finalmente, existe evidência empírica convincente que mostra que a política salarial das empresas é manifestamente heterogénea. O facto da heterogeneidade na política de remunerações contribuir de forma significativa para a variação salarial (Torres *et al.*, 2013) é um sinal claro de que as empresas em muitos casos não podem ser consideradas como *wage takers*. Webber (2013) argumenta que as elasticidades da oferta de trabalho enfrentadas pelas empresas são relativamente baixas, indicando que as empresas detêm algum poder de monopsonio (Manning, 2003). Se, de facto, o poder de monopsonio das empresas tem um papel relevante este deverá influenciar a importância relativa dos fatores internos e externos na determinação dos salários de entrada.

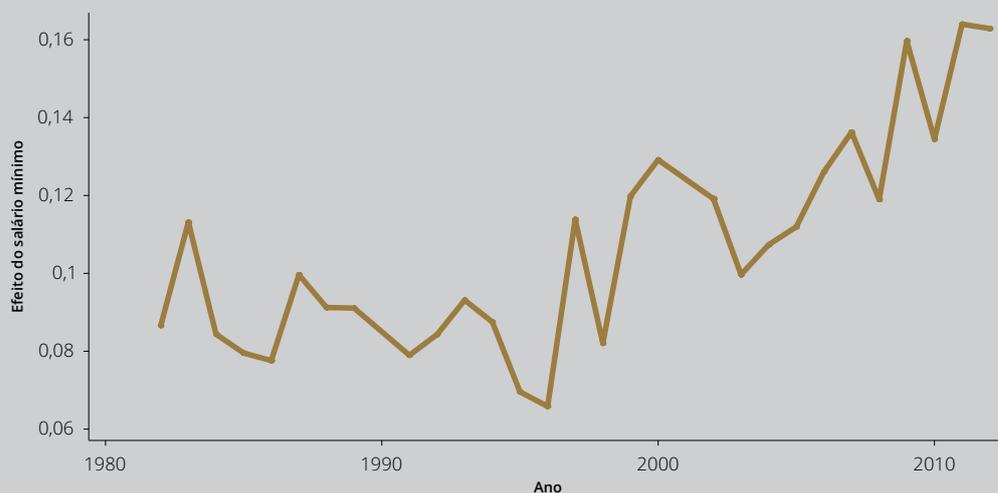
**Gráfico 5 •**  
Evolução do salário de entrada e dos três determinantes



Fonte: Quadros de Pessoal (1986-2009) e Relatório Único (2010-2012).

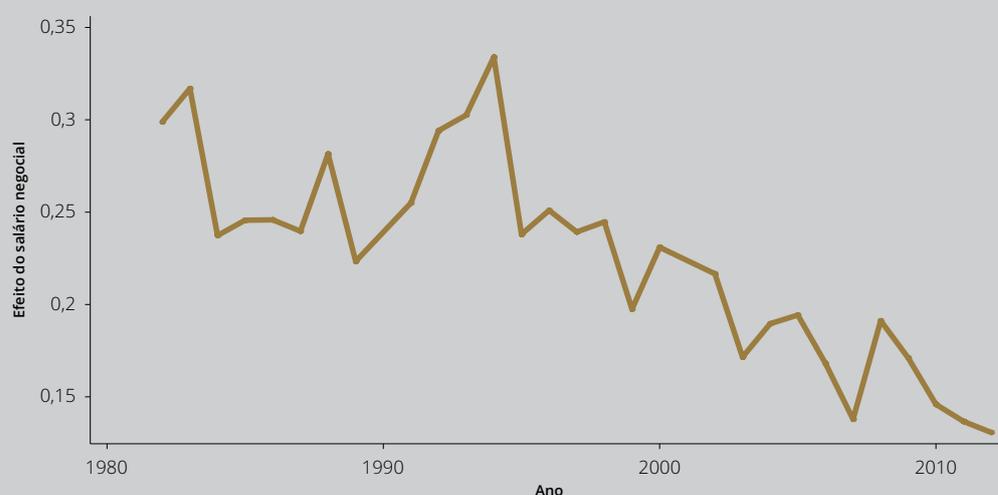
De modo a compreender melhor a relevância relativa dos fatores internos e externos na determinação dos salários de entrada, centraremos esta análise no comportamento dos trabalhadores recém-contratados. A análise é igualmente circunscrita aos casos em que para cada novo trabalhador contratado existe pelo menos um trabalhador na mesma empresa, no mesmo ano e na mesma categoria profissional com uma antiguidade superior a 12 meses.

De modo a separar os fatores internos dos fatores externos que determinam os salários de entrada, para cada novo trabalhador contratado numa empresa particular calculamos um “salário interno” e um “salário externo”. Este último é simplesmente o salário modal da tabela em cada ano correspondente à categoria profissional do trabalhador recém-contratado definido no âmbito da contratação coletiva, enquanto “salário interno” é a moda do salário base de todos os trabalhadores da mesma empresa, no mesmo ano e categoria profissional e com antiguidade superior a 12 meses. No gráfico 5 é apresentada a evolução nominal destes salários. É interessante verificar a proximidade entre o salário de entrada e o salário interno e mais, genericamente, o co-movimento das quatro séries.



**Gráfico 6 •**  
Peso do salário mínimo no salário de entrada

Fonte: Quadros de Pessoal (1982-2009) e Relatório Único (2010-2012).



**Gráfico 7 •**  
Peso do salário negocial no salário de entrada

Fonte: Quadros de Pessoal (1982-2009) e Relatório Único (2010-2012).

O modo como medimos a importância relativa dos determinantes internos e externos dos salários de entrada é simples mas pouco convencional. No essencial, o que fazemos é estimar um modelo de regressão em que o salário de entrada é regredido no salário interno, no salário externo e no salário mínimo.

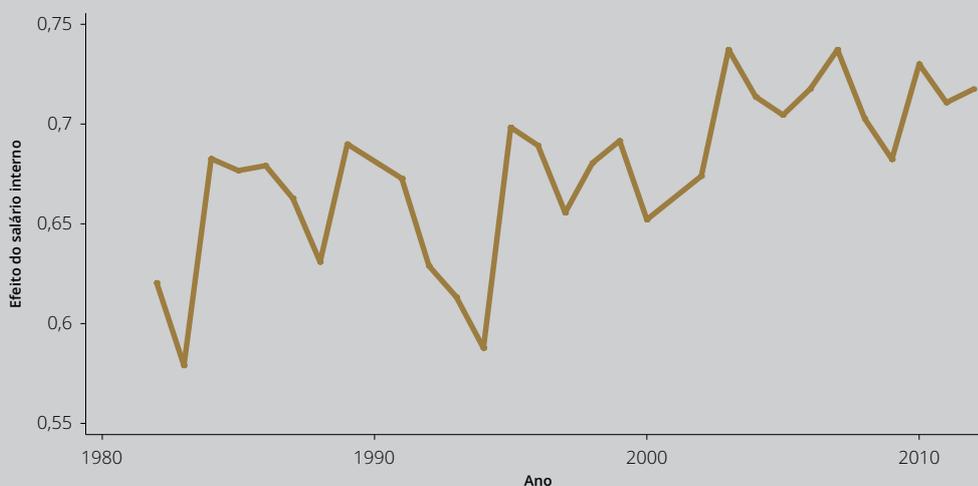
Os coeficientes do modelo para as três variáveis salariais podem ser interpretados como medindo as ponderações atribuídas pelas empresas a cada componente na formação do salário de entrada. Um questão de interesse é avaliar a evolução temporal da influência do salário mínimo, do salário negocial (ou de mercado) e do salário interno na determinação do salário de entrada. Nos gráficos 6, 7 e 8 é apresentada essa evolução.

Os resultados mostram que a estrutura salarial interna das empresas é relativamente mais importante para a determinação dos salários dos novos trabalhadores: representa em média cerca de 70 por cento na determinação do salário base dos trabalhadores recém-contratados no período 1982-2012. No entanto, o salário externo e o salário mínimo são igualmente importantes, representando em média, respetivamente, 21 e 13 por cento do salário de entrada. Mais reveladora é a acentuada tendência de quebra da influência dos salários negociados através da contratação colectiva. Esta evolução poderá estar associada com a quebra sustentada de representatividade sindical discutida em Portugal e Vilarés (2013). Em compensação, a importância do salário mínimo tem crescido, sobretudo nos anos mais recentes, o que poderá significar que a negociação salarial depende crescentemente da influência sindical que é garantida pelos mecanismos de decisão política. Genericamente, as estimativas da importância das várias componentes reflete com fidelidade a presença de trabalhadores que auferem salários correspondentes aos valores do salário mínimo, do salário externo e do salário interno.

## Conclusão

O comportamento recente dos salários no mercado de trabalho português espelha as consequências de uma forte quebra da atividade económica e, por esta via, da procura de trabalho. Neste

**Gráfico 8 •**  
Peso do salário  
interno no salário  
de entrada



Fonte: Quadros de Pessoal (1982-2009) e Relatório Único (2010-2012).

enquadramento, o facto mais notável do ajustamento salarial nominal foi o aumento assinalável de variações salariais nulas. O facto de quase 80 por cento dos trabalhadores ter observado congelamentos salariais no ano de 2012 poderá significar que empresas e trabalhadores resistiram a um ajustamento pela via da quebra nominal dos salários. Os trabalhadores por razões facilmente compreensíveis. As empresas porque percebem o efeito devastador sobre a moral dos trabalhadores que cortes salariais nominais desencadeiam. Esta ausência de ajustamento, porém, poderá significar que as perspectivas de aumentos salariais no futuro poderão estar parcialmente comprometidas pelo efeito da deflação salarial reprimida (*pent-up wage deflation*), um efeito destacado, nomeadamente, por Janet Yellen (2014).

O mercado de trabalho português parece ter mantido, até 2012, uma evolução consistente com uma significativa sensibilidade cíclica dos salários reais. Não é, porém, garantido que, num clima de inflação muito baixa ou mesmo deflação, acompanhado por um baixo crescimento da produtividade, os salários venham a permitir margens de acomodação adicionais. Num cenário com estes horizontes, o aumento do desemprego, mais uma vez, poderá ser a principal margem de ajustamento.

As políticas de remuneração das empresas portuguesas são muito heterogéneas. Essas políticas são diferentemente influenciadas pelo estabelecimento do salário mínimo, pelos salários negociados através da contratação coletiva e pelas tabelas de remuneração internas. A indicação de que os salários mínimos têm tido uma influência crescente na formação dos salários de entrada poderá estar a refletir uma restrição cada vez mais ativa à autonomia das decisões das empresas sobre a sua política de salários.

Por fim, merece ser sublinhado que o debate em torno dos ajustamentos salariais em Portugal não tem valorizado suficientemente os ajustamentos dos custos do trabalho que podem ser viabilizados através de movimentos que não se esgotem na indicação de quebras salariais nominais. Num contexto de baixa inflação, em particular, seria importante considerar políticas de redução de impostos sobre o factor trabalho (reduções da taxa social única ou créditos fiscais aos rendimentos do trabalho) dirigidas, sobretudo, aos trabalhadores com baixas qualificações profissionais.

## Referências

- Barvelly, G.**, 2001, "Why are the wages of job changers so procyclical?", *Journal of Labor Economics*, 19(4), 837-78.
- Bils, M., Chang, Y. e Kim, S.-B.**, 2014, "How sticky wages in existing jobs can affect hiring", *NBER Working Papers*, 19821, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Blanchard, O. J. e Summers, L. H.**, 1987, "Hysteresis in unemployment", *European Economic Review*, 31(1-2), 288-295.
- Cahuc, P. e Zylberberg, A.**, 2004, "Labor Economics", *Vol.1 of MIT Press Books*, The MIT Press.
- Cardoso, A. R. e Portugal, P.**, 2005, "Contractual wages and the wage cushion under different bargaining settings", *Journal of Labor Economics*, 23(4), 875-902.
- 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*, vol. 39, Part B, 233-460.
- Devereux, P. J. e Hart, R. A.**, 2006, "Real wage cyclicality of job stayers, within-company job movers, and between-company job movers", *Industrial and Labor Relations Review*, 60(1), 105-119.

- Dickens, W. T., Goette L., Groshen, E. L., Holden, S., Messina, J., Schweitzer, M., Turunen, J. e Ward, M. E., 2007, "How wages change: micro evidence from the International Wage Flexibility Project", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, vol. 21(2), 195-214.
- Dolado, J. J., Felgueroso, F. e Jimeno, J. F., 1997, "The effects of minimum bargained wages on earnings: evidence from Spain", *European Economic Review*, 41(3-5), 713-721.
- Hall, R. E., 1974, "The process of inflation in the labor market", *Brookings Papers on Economic Activity*, 5(2), 343-410.
- Holmlund, B., 1991, "Unemployment persistence and insider-outsider forces in wage determination", *OECD Economics Department Working Papers*, 92, OECD Publishing.
- Lever, M., 1995, "Insider-outsider effects in wage formation: an empirical survey", *Bulletin of Economic Research*, (47:4).
- Lindbeck, A. e Snower, D. J., 2001, "Insiders versus outsiders", *Journal of Economic Perspectives*, 15(1), 165-188.
- Manning, A., 2003, "Monopsony in motion: Imperfect competition in labour markets", Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Martins, P. S., Solon, G. e Thomas, J., 2012, "Measuring What Employers Do about Entry Wages over the Business Cycle: A New Approach", *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 4(4), 36-55.
- Pissarides, C. A., 2009, "The unemployment volatility puzzle: Is wage stickiness the answer?" *Econometrica*, 77(5), 1339-1369.
- Portugal, P. e Vilares, H., 2013, "Sobre os sindicatos, a sindicalização e o prémio sindical", Banco de Portugal, *Boletim Económico de Inverno*.
- Teulings, C. e Hartog, J., 2008, "Corporatism or Competition?", *Cambridge Books*, Cambridge University Press.
- Torres, S., Portugal, P., Addison, J.T. e Guimarães, P., 2013, "The sources of wage variation: a three-way dimensional fixed effects regression model", Banco de Portugal, *Working papers*, n.º 9, 2013.
- Vroman, W., 1977, "Worker upgrading and the business cycle", *Brookings Papers on Economic Activity*, 8(1), 229-252.
- Yellen, J., 2014, "Labor Market Dynamics and Monetary Policy", discurso proferido no Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, em 22 de agosto.
- Webber, D. A., 2013, "Firm market power and the earnings distribution". *IZA Discussion Papers*, 7342, Institute for the Study of Labor (IZA).

## Notas

1. Os autores agradecem a Hugo Vilares, Vanda Cunha e António Antunes pelos comentários e sugestões. As opiniões expressas neste artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros ou omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.
2. Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.
3. Por rigidez entende-se, neste contexto, a ausência de desvios significativos entre os salários dos trabalhadores recém-contratados e os salários dos trabalhadores estabelecidos para a mesma categoria profissional.
4. De acordo com Hall (1974), os movimentos dos salários agregados são dominados pelos salários pagos aos trabalhadores recém-contratados.
5. Um aumento de um ponto percentual na taxa de desemprego diminui o salário dos trabalhadores recém-contratados em 2,7 por cento e em 2,2 por cento o salário dos trabalhadores estabelecidos para a mesma categoria profissional.
6. Esta análise é baseada estritamente na informação sobre o salário base dos trabalhadores a tempo inteiro incluída nos Quadros de Pessoal. O salário base representa, no período amostral, entre 80 e 90 por cento da remuneração total.

