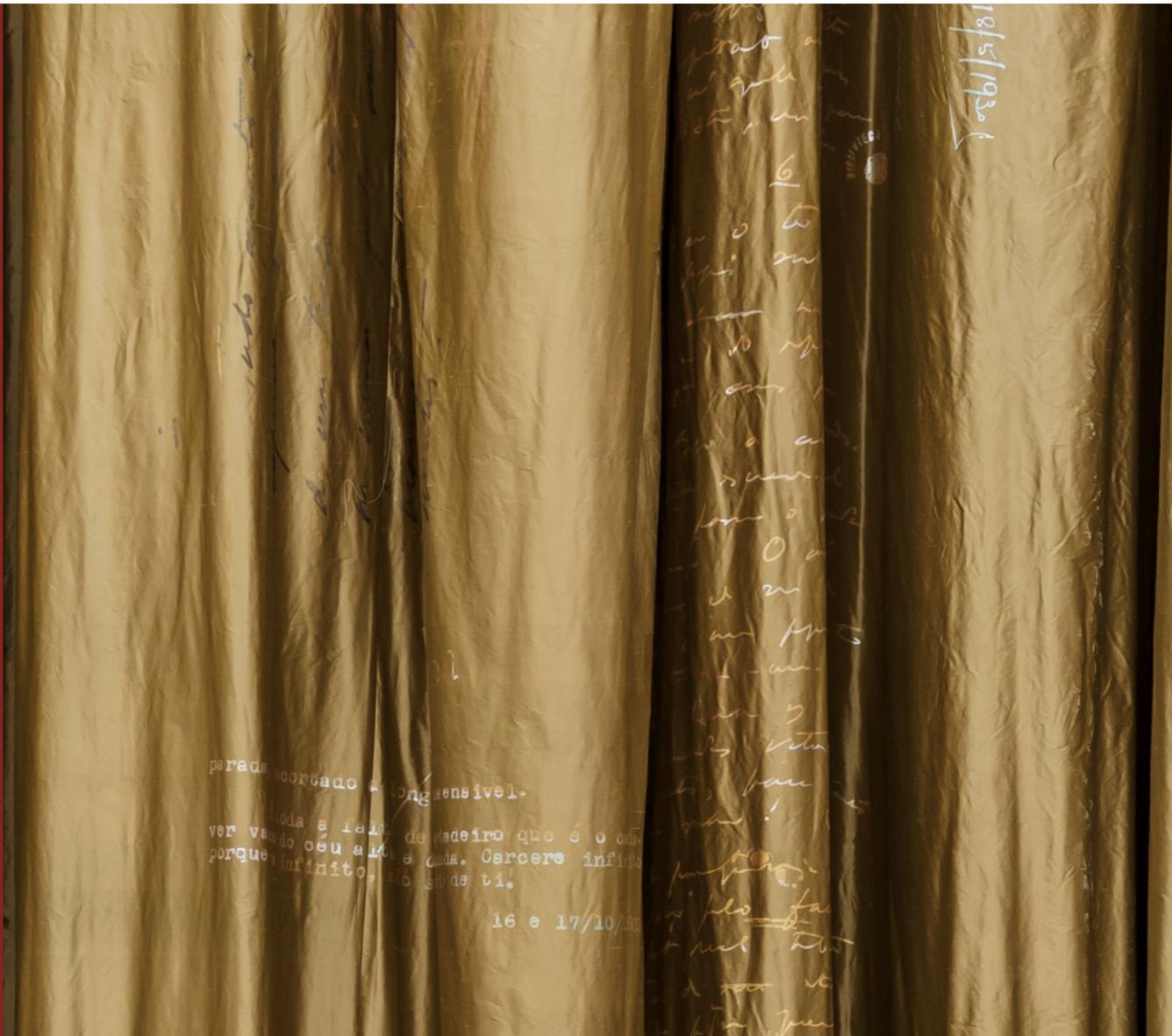




BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO A Economia Portuguesa



RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A Economia Portuguesa

Nota prévia • Em 2014, ano em que se conclui a execução do Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal, o Relatório Anual - A Economia Portuguesa apresenta uma análise de médio prazo da economia portuguesa e do processo de ajustamento em curso, com uma natureza eminentemente estrutural. A análise conjuntural da economia portuguesa em 2013 foi publicada no Boletim Económico de abril de 2014.



**BANCO DE
PORTUGAL**
EUROSISTEMA

Lisboa, 2014 • www.bportugal.pt

RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO | A Economia Portuguesa • Banco de Portugal Av. Almirante Reis, 71 | 1150-012 Lisboa • www.bportugal.pt • Edição Departamento de Estudos Económicos | Design, impressão, acabamento e distribuição Departamento de Serviços de Apoio | Área de Documentação, Edições e Museu | Serviço de Edições e Publicações • Tiragem 440 exemplares • ISBN 978-989-678-286-3 (impresso) • ISBN 978-989-678-287-0 (*online*) • ISSN 2182-5874 (impresso) • ISSN 2182-5882 (*online*) • Depósito Legal 342675/12

Fotografia da capa "Cortinas" 2012 • Intervenção artística na antiga igreja de S.Julião • Fernanda Fragateiro • Pintura manual sobre seda • Dimensões variadas

Índice

ÓRGÃOS DO BANCO

RESPONSÁVEIS PELOS ÓRGÃOS DE DIREÇÃO E DELEGAÇÕES

PARTE I

Apresentação | **17**

Evolução recente da economia portuguesa | **21**

O mercado de trabalho em Portugal | **37**

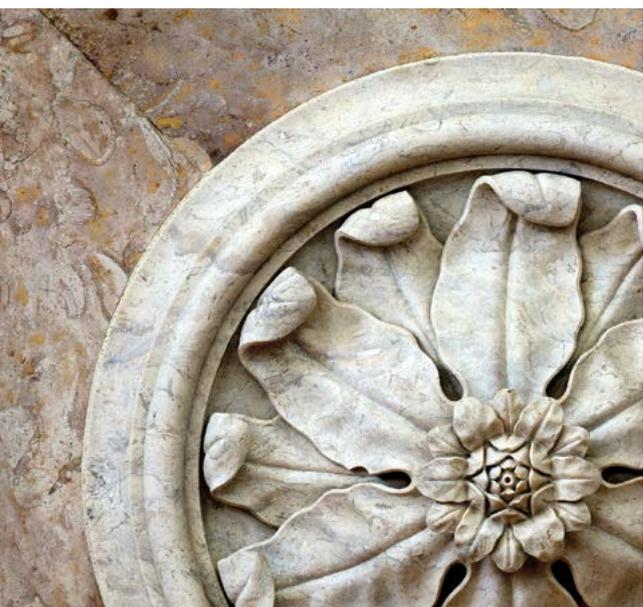
O processo de desalavancagem da economia portuguesa: factos e desafios | **45**

Recentes reformas institucionais na União Europeia | **59**

PARTE II

O processo de ajustamento em curso na economia portuguesa | **71**





ÓRGÃOS DO BANCO



Governador
Carlos da Silva Costa

Conselho de Administração



Vice-Governador
Pedro Miguel de Seabra Duarte Neves



Vice-Governador
José Joaquim Berberan e Santos Ramalho



Administrador
José António da Silveira Godinho



Administrador
João José Amaral Tomaz

Conselho de Auditoria

Presidente

Emílio Rui da Veiga Peixoto Vilar

Membros

Rui José Conceição Nunes

Amável Alberto Freixo Calhau



Conselho Consultivo

Carlos da Silva Costa

Pedro Miguel de Seabra Duarte Neves

José Joaquim Berberan e Santos Ramalho

Manuel Jacinto Nunes

José da Silva Lopes

Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

José Alberto Vasconcelos Tavares Moreira

Luís Miguel Couceiro Pizarro Beleza

António José Fernandes de Sousa

Emílio Rui da Veiga Peixoto Vilar

Valentim Xavier Pintado

Fernando Faria de Oliveira

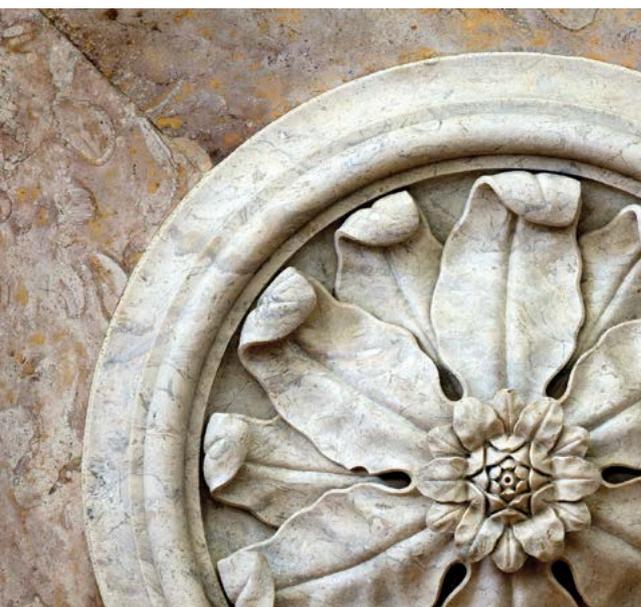
João Moreira Rato

Roberto de Sousa Rocha Amaral

Rui Manuel Teixeira Gonçalves







RESPONSÁVEIS
PELOS ÓRGÃOS DE
DIREÇÃO
E DELEGAÇÕES

Responsáveis pelos órgãos de direção e delegações*

Gabinete do Governador e dos Conselhos (GAB)
Marta Sofia Fonseca Carvalho David Abreu

Secretário dos Conselhos (SEC)
Vasco Manuel da Silva Pereira

Departamento de Auditoria (DAU)
Francisco Martins da Rocha

Departamento de Averiguação
e Ação Sancionatória (DAS)
José Manuel Bracinha Vieira

Departamento de Contabilidade e Controlo (DCC)
José Pedro Pinheiro Silva Ferreira

Departamento de Emissão e Tesouraria (DET)
Jorge Manuel Egrejas Francisco

Departamento de Estabilidade Financeira (DES)
Maria Adelaide Morais Cavaleiro Joaquim

Departamento de Estatística (DDE)
João António Cadete de Matos

Departamento de Estudos Económicos (DEE)
Maria Isabel Sanchez Horta Correia Rio de Carvalho

Departamento de Gestão e Desenvolvimento
de Recursos Humanos (DRH)
António Manuel Marques Garcia

Departamento de Gestão de Risco (DGR)
Helena Maria de Almeida Martins Adegas

Departamento de Mercados e Gestão
de Reservas (DMR)
Rui Manuel Franco Rodrigues Carvalho

Departamento de Organização, Sistemas
e Tecnologias de Informação (DOI)
António Jacinto Seródio Nunes Marques

Departamento de Relações Internacionais (DRI)
Nuno Homem Leal de Faria

Departamento de Serviços de Apoio (DSA)
Eugénio Fernandes Gaspar

Departamento de Serviços Jurídicos (DJU)
José Gabriel Cortez Rodrigues Queiró

Departamento de Sistemas de Pagamentos (DPG)
Jorge Manuel Egrejas Francisco

Departamento de Supervisão Comportamental (DSC)
Maria Lúcia de Almeida Leitão

Departamento de Supervisão Prudencial (DSP)
Luís Fernando Rosa da Costa Ferreira

Filial (Porto)

Ana Olívia de Morais Pinto Pereira

Delegações Regionais

Delegação Regional dos Açores
Ibéria Maria de Medeiros Cabral Serpa

Delegação Regional da Madeira
Rui António da Silva Santa Rajado

Agências Distritais

Braga
Gentil Pedrinho Amado

Castelo Branco
Maria Teresa Gomes Sameiro Macedo

Coimbra
Maria João Botelho Raposo de Sousa

Évora
Paulo Ruben Alvernaz Rodrigues

Faro
Fernanda da Conceição Barros

Viseu
Domingos Marques de Oliveira

* em 31 de dezembro de 2013

Comissões especializadas de coordenação interdepartamental

Comissão de Acompanhamento do Orçamento (CAO)

Presidente: José Joaquim Berberan e Santos Ramalho

Comissão Especializada para a Supervisão e Estabilidade Financeira (CESEF)

Presidente: Carlos da Silva Costa

Comissão de Risco e Controlo Interno (CRCI)

Presidente: Carlos da Silva Costa

Comissão dos Sistemas e Tecnologias de Informação (CSTI)

Presidente: João José Amaral Tomaz





Apresentação

Evolução recente da economia portuguesa

O mercado de trabalho em Portugal

O processo de desalavancagem da
economia portuguesa: factos e desafios

Recentes reformas institucionais na União
Europeia

Apresentação

A conclusão recente do Programa de Assistência Económica e Financeira acordado em maio de 2011 entre as autoridades portuguesas e a Comissão Europeia, Banco Central Europeu e Fundo Monetário Internacional constitui um momento importante na evolução da economia portuguesa. Durante o período de execução do Programa registaram-se progressos assinaláveis na correção de um conjunto de desequilíbrios macroeconómicos que afetavam a economia portuguesa e foram implementadas medidas de carácter estrutural em múltiplas áreas. Não obstante tais progressos, o regresso da economia portuguesa ao financiamento de mercado em condições de normalidade terá de assentar num crescimento sustentado do produto. Esta é também uma condição necessária para a redução do elevado nível de desemprego prevalente na economia, que constitui um dos aspetos mais gravosos do processo de ajustamento.

A evolução da atividade económica resulta de uma interação complexa entre fatores de natureza tendencial e cíclica, sendo afetada pela sobreposição de choques com diferentes origens e durações. Neste contexto, a crise económica e financeira internacional e a crise da dívida soberana na área do euro que lhe sucedeu tornaram inadiável a correção dos desequilíbrios macroeconómicos existentes na economia portuguesa, muitos dos quais radicavam em problemas estruturais cuja solução foi sendo sucessivamente adiada ao longo das últimas décadas. A análise dos principais aspetos estruturais da economia portuguesa é desenvolvida na primeira parte deste Relatório Anual, enquanto a análise das diferentes facetas do processo de ajustamento, enquadrado pelo Programa de Assistência Económica e Financeira, é realizada na segunda parte (ver o artigo “O processo de ajustamento em curso na economia portuguesa”).

A evolução tendencial do produto depende da dotação de fatores produtivos, capital e trabalho, e das suas características, em interação com aspetos tecnológicos e institucionais. No

que diz respeito ao fator trabalho, a economia portuguesa tem sido caracterizada por desenvolvimentos demográficos bem marcados: descida da natalidade e aumento da esperança de vida, com o conseqüente envelhecimento da população, e alterações dos fluxos migratórios. Embora, em geral, as tendências demográficas estejam muito associadas aos estádios de desenvolvimento das economias, algumas dinâmicas de médio prazo, como o processo de ajustamento da economia portuguesa, podem também produzir efeitos relevantes. Um exemplo claro é o comportamento recente dos fluxos migratórios na economia portuguesa, observando-se em simultâneo a saída de imigrantes chegados nas duas últimas décadas e a emigração de nacionais, num cenário de elevado desemprego. Assim, a quantidade do fator trabalho não contribuiu nos últimos anos para o crescimento na economia portuguesa (ver o texto “O mercado de trabalho em Portugal”). Em termos da qualidade deste fator produtivo, aproximada pelos seus níveis médios de escolaridade, são frequentemente apontadas sérias limitações. Com efeito, a qualificação média da força de trabalho é bastante inferior à observada na maior parte dos países da área do euro. No entanto, em termos absolutos, o progresso na melhoria das qualificações desde finais da década de noventa é assinalável.

No que respeita ao fator capital, a economia portuguesa apresenta também debilidades importantes. Com efeito, em comparação com a generalidade das economias avançadas, o *stock* de capital por trabalhador em Portugal é bastante reduzido e globalmente consistente com o diferencial de produtividade face àquelas economias, com implicações importantes em termos de crescimento. Os países com menores rácios de capital por trabalhador tendem a ser penalizados quando o progresso tecnológico se concentra em setores que utilizam mais intensamente este fator produtivo. A redução estimada do *stock* de máquinas e equipamentos na economia portuguesa,

associada a uma limitada formação bruta de capital fixo, condiciona a capacidade para incorporar novas tecnologias no processo produtivo.

A prevalência de elevados níveis de endividamento nas empresas constitui um reconhecido fator de vulnerabilidade na economia portuguesa, na medida em que limita as perspetivas de investimento. No âmbito da participação na área do euro, a alavancagem foi induzida por taxas de juro reduzidas e estáveis e constituiu, em termos potenciais, uma oportunidade de aumentar o crescimento tendencial da economia portuguesa. No entanto, tal oportunidade não se materializou pois a taxa de retorno dos investimentos realizados foi limitada. O nível excessivo de endividamento das empresas resulta de decisões de investimento baseadas numa deficiente avaliação de risco e em expectativas não fundadas de maior rendimento. Dada a experiência das últimas décadas, a utilização eficiente do capital disponível na economia portuguesa e o reforço do capital próprio das empresas devem ser prioritários (ver o texto "O processo de desalavancagem da economia portuguesa: factos e desafios"). Note-se que estes problemas não são exclusivos da economia portuguesa, colocando-se interrogações sobre a persistência de uma alavancagem excessiva nos mercados financeiros internacionais, que se mostrou perniciosa no passado recente.

O adequado funcionamento dos mercados é condição necessária para uma correta afetação dos recursos na economia. Os incentivos transmitidos aos agentes económicos pelo sistema de preços são fundamentais e devem ser complementados pela intervenção das autoridades de política e regulação sempre que existam falhas de mercado suscetíveis de ser atenuadas ou corrigidas. A economia portuguesa registou progressos importantes desde o final dos anos noventa no funcionamento dos mercados. Não obstante, subsistem vários problemas, designadamente a segmentação no mercado de trabalho e a existência de rendas excessivas em alguns setores regulados, que exigem o aprofundamento de reformas

estruturais. Análises de base microeconómica parecem indicar um reforço do peso das empresas com maior produtividade do trabalho no conjunto da economia nos últimos anos. O crescimento recente das exportações, em parte assente em empresas relativamente jovens, revela-se também um desenvolvimento promissor. De facto, a evolução da capacidade exportadora é crucial para o sucesso do processo de ajustamento da economia portuguesa, exigindo uma abordagem de política económica assente na promoção da capacidade competitiva e no crescimento das empresas mais produtivas, sobretudo no setor transacionável.

A evolução da economia portuguesa é fortemente condicionada pela conjuntura e pelo enquadramento das políticas económicas e financeiras na União Europeia (UE), especialmente no quadro da União Económica e Monetária. As alterações recentes no enquadramento institucional europeu, consubstanciadas no "Tratado Orçamental" e na criação da União Bancária e do Mecanismo Europeu de Estabilidade, visam reforçar a sustentabilidade das finanças públicas e criar mecanismos de partilha de risco. A eficácia destas alterações na prevenção e resolução de crises dependerá decisivamente da plena apropriação pelos Estados-Membros de um conjunto de boas práticas na condução das políticas económicas e orçamentais nacionais (ver o texto "Recentes reformas institucionais na União Europeia").

A correção dos desequilíbrios acumulados e a re-estruturação de setores e empresas são desafios comuns a muitas economias da área do euro, mas assumem particular urgência em Portugal. A manutenção destes problemas tem adiado a convergência real com a UE e contribuído para a deterioração das condições materiais em alguns segmentos da sociedade portuguesa. Num contexto de baixa produtividade tendencial, a poupança privada tende a ser inferior à necessária para financiar o esforço de investimento. Assim, num quadro em que os diferentes setores institucionais internos necessitam simultaneamente

de financiamento, emerge inevitavelmente um déficit externo. Por seu turno, as crises de financiamento externo implicam contrações abruptas da despesa, especialmente em matéria de investimento, o que limita os ganhos de produtividade futuros.

Frequentemente, após crises de financiamento externo, as economias regressam a crescimentos da despesa, especialmente nas componentes com maior conteúdo importado, muitas vezes como forma de suprir necessidades de investimento criadas durante os períodos de ajustamento. No entanto, na ausência

de uma correta afetação de fatores produtivos, a recuperação da despesa potencia novos desequilíbrios externos e necessidades de ajustamento. A capacidade de evitar estes ciclos assenta na existência de um enquadramento institucional que propicie condições de afetação do capital e dos trabalhadores às atividades geradoras de maior valor acrescentado no médio prazo. A qualidade das instituições é também decisiva para atrair investimento direto estrangeiro e, desta forma, acelerar o processo de crescimento.

Evolução recente da economia portuguesa

A evolução recente da economia portuguesa insere-se num cenário de reduzido crescimento tendencial e correção de desequilíbrios macroeconómicos. Por um lado, a existência de um conjunto de dificuldades ligadas ao funcionamento de alguns mercados e à acumulação e utilização dos fatores produtivos tem impedido a convergência para os níveis médios de rendimento *per capita* da União Europeia (UE). Por outro lado, o inadiável processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos existentes na economia portuguesa, visível na necessidade de reduzir os elevados níveis de endividamento dos vários setores institucionais e acelerado pela crise das dívidas soberanas na área do euro, tem também limitado a evolução da atividade. As implicações económicas e sociais do referido processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos foram significativas, ainda que mitigadas face a uma situação de ajustamento abrupto e desordenado. De todo o modo, este processo constitui uma condição necessária para o aumento do crescimento tendencial da economia portuguesa nos próximos anos.

O desempenho de uma economia resulta da interação complexa entre aspetos de natureza tendencial e cíclica. A evolução tendencial da atividade económica depende não só da dotação de fatores produtivos e das suas características, mas também de aspetos tecnológicos e institucionais. Entre estes últimos destacam-se as regras que determinam a forma de interação entre agentes económicos, bem como a estrutura de incentivos que enfrentam, designadamente em termos do funcionamento dos mercados de trabalho e do produto, bem como a orientação de longo prazo das políticas macroeconómicas. Com efeito, o adequado funcionamento dos mercados de trabalho e do produto é determinante para a correta afetação de recursos na economia num quadro de reestruturação setorial e de heterogeneidade do universo de empresas. Assim, a evolução tendencial da economia portuguesa deve ser analisada à luz de um vasto conjunto

de fatores, existindo alguns sinais que apontam para a materialização de um lento processo de transformação estrutural que se terá iniciado antes da crise económica e financeira internacional.

Neste contexto, o remanescente deste texto começa por analisar a convergência da economia portuguesa para a média da UE nas últimas três décadas e prossegue com a análise sequencial dos elementos em que se decompõe o crescimento do PIB na perspetiva da decomposição clássica dos fatores de crescimento. Este conjunto de elementos inclui os fatores trabalho e capital e a produtividade total dos fatores, para a qual contribuem o funcionamento dos mercados e o enquadramento institucional, designadamente na vertente da estabilidade do quadro macroeconómico.

· · · · ·
A convergência para os
níveis de rendimento médios
europeus não foi ainda
retomada

A taxa de crescimento do PIB português foi de -1.4 por cento em 2013, após reduções de 1.3 e 3.2 por cento em 2011 e 2012, respetivamente. Em 2013 a economia portuguesa continuou a apresentar um dos mais baixos crescimentos da UE, observando-se uma redução do produto *per capita* corrigido de paridades de poder de compra em percentagem da média da UE15 de 0.4 pontos percentuais, após quedas de cerca de 2 p.p. em 2011 e 2012 (Gráfico 1). Este indicador de convergência situou-se a um nível de cerca de 68 por cento do PIB *per capita* médio da UE15 em 2013, próximo do nível observado no início da área do euro.

Nos anos seguintes à adesão à Comunidade Económica Europeia, Portugal registou uma rápida aproximação aos níveis de rendimento *per capita* dos restantes Estados-membros. No entanto, o processo de convergência real abrandou durante a década de noventa, tendo sido interrompido a partir de 2000. No

conjunto dos países industrializados com rendimentos *per capita* mais reduzidos, Portugal é um dos que apresenta menor taxa de crescimento média no período 1995-2013 (Gráfico 2). Esta evolução da economia portuguesa radicou em problemas estruturais que limitaram o crescimento da produtividade e a capacidade de resposta a choques adversos, tendo sido acompanhada pela acumulação de desequilíbrios macroeconómicos (ver artigo "O processo de ajustamento em curso na economia portuguesa", neste Relatório).

A correção dos desequilíbrios acumulados e a reestruturação setorial e das empresas são desafios comuns a muitas economias da área do euro. A não resolução destes problemas induz a travagem ou mesmo reversão dos processos de convergência, ou seja, a evolução das economias nacionais em áreas monetárias pode apresentar traços semelhantes à divergência inter-regional dos níveis de atividade económica dentro de um mesmo país. Neste contexto, uma forte deterioração da situação económica da economia portuguesa pode ter um impacto negativo e duradouro no crescimento potencial. Tal impacto consubstancia-se, essencialmente, numa continuada redução do nível do *stock* de capital, com a consequente dificuldade em incorporar novas tecnologias no processo produtivo, na depreciação do capital humano dos trabalhadores

desempregados e na emigração de jovens, muitos dos quais com elevada qualificação.

Embora condicionado pelas circunstâncias de emergência em que foi implementado, o Programa de Assistência Económica e Financeira procurou contribuir para a resolução de alguns problemas estruturais e corrigir os desequilíbrios macroeconómicos existentes na economia portuguesa

Tanto a acumulação de fatores produtivos como a sua produtividade total têm contribuído para o baixo crescimento do produto *per capita* nos últimos anos

Em 2013 observou-se uma redução do produto *per capita* de 0.4 por cento, após quedas de 1.4 e 2.8 por cento em 2011 e 2012, respetivamente. Em termos médios anuais no período 2011-2013, o fator trabalho contribuiu negativamente para esta evolução (1.7 pontos percentuais), dividida entre uma queda da taxa de atividade (0.5 p.p.) e, sobretudo, da taxa de emprego (1.2 p.p.) (Gráfico 3). No que respeita ao fator capital, tal como já tinha ocorrido nos dois anos anteriores, o seu contributo para o crescimento do produto *per capita* foi virtualmente nulo em 2013. Finalmente, o contributo

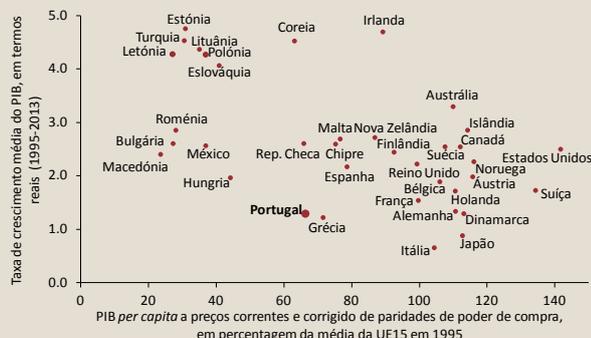
Gráfico 1 • PIB *per capita* a preços correntes e corrigido de paridades de poder de compra | Portugal em percentagem da União Europeia (UE15)



Fonte: Comissão Europeia (AMECO).

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

Gráfico 2 • Nível e taxa de crescimento do PIB | Em percentagem



Fonte: Comissão Europeia (AMECO).

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

da produtividade total dos fatores para a evolução do produto *per capita*, obtido como um resíduo na decomposição do crescimento, foi também muito reduzido no período 2011-2013 (0.2 p.p.).

A análise da evolução acumulada do produto *per capita* nas últimas duas décadas revela importantes fragilidades estruturais na economia portuguesa (Gráfico 4). Após o início deste século, o produto real *per capita* deixou de crescer de forma sustentada. O contributo do emprego acompanhou este padrão, sobressaindo o efeito da grande destruição de postos de trabalho ocorrida nos últimos anos. Por seu turno o *stock* de capital manteve uma dinâmica de acumulação que perdurou até ao início do Programa de Assistência Económica e Financeira, revertendo posteriormente, na sequência de reduções nos fluxos de investimento, já visíveis desde o início da área do euro. Adicionalmente, o contributo da produtividade total dos fatores foi sempre limitado e registou um abrandamento ainda antes de 2000.

A comparação do crescimento da produtividade total dos fatores nos países da área do euro revela uma situação desfavorável para a economia portuguesa (Gráfico 5). Não obstante o crescimento acumulado da produtividade total dos fatores no período 1995-2013 ter sido ligeiramente superior à média da área

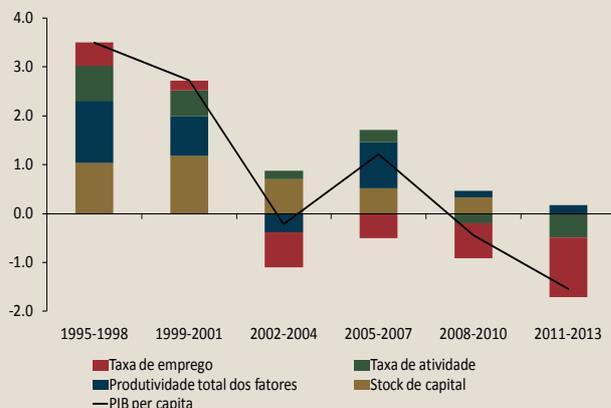
do euro, este ficou muito abaixo do observado num elevado número de países.

Esta abordagem baseada nos fatores do crescimento é útil para descrever a evolução estrutural da economia, mas apresenta diversas limitações. Em primeiro lugar, esta abordagem metodológica não permite estabelecer relações de causalidade entre os determinantes do crescimento. Adicionalmente, a adequada identificação da quantidade de fatores produtivos, a escolha da forma funcional para a função de produção e a identificação dos seus parâmetros é essencial para determinar o contributo para o crescimento que resulta da produtividade total dos fatores. Com efeito, este elemento é determinado de forma residual, contemplando todos os erros de medição na quantidade dos fatores produtivos, não controla pela qualidade dos mesmos e é influenciado por um conjunto amplo de outros elementos de difícil medição.

Evolução demográfica negativa e situação desfavorável no mercado de trabalho

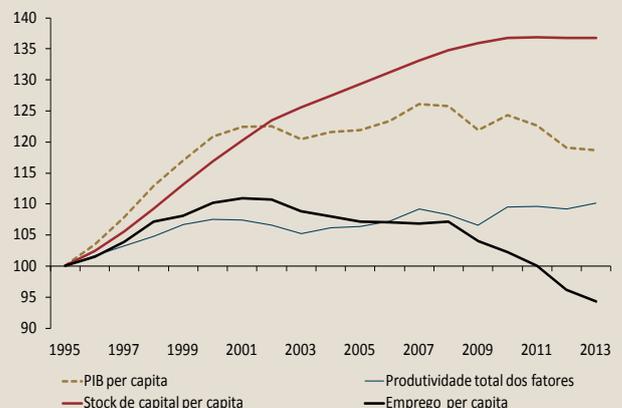
De acordo com o inquérito ao emprego do INE, a população total registou uma redução de 1.0 por cento em 2013 (Gráfico 6). Este resultado é muito significativo, uma vez que os fenómenos demográficos têm intrinsecamente

Gráfico 3 • Contributos para a variação real do PIB *per capita* | Em pontos percentuais



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: Metodologia tem por base uma função de produção *Cobb-Douglas*.

Gráfico 4 • Evolução dos contributos para a variação real do PIB *per capita* | Índice 1995=100



Fontes: INE e Banco de Portugal.
Nota: Metodologia tem por base uma função de produção *Cobb-Douglas*.

uma natureza persistente. Para esta dinâmica populacional têm contribuído a intensificação dos fluxos emigratórios e, em menor medida, a redução tendencial das taxas de fertilidade, que nos últimos anos se situaram em níveis muito baixos.

A evolução demográfica, especialmente na dimensão migratória, tem um impacto importante na evolução da população ativa. Nos últimos anos, os saldos migratórios na economia portuguesa registaram uma reversão, com a saída de imigrantes e a emigração de nacionais. Em 2013 a população ativa sofreu uma redução muito significativa, observando-se uma queda de 1.9 por cento, após quedas de 0.2 e 0.9 por cento em 2011 e 2012, respetivamente, ou seja, acentuou-se a tendência negativa observada nos últimos anos, que já é muito significativa em termos históricos (ver o texto "*O mercado de trabalho em Portugal*", neste Relatório). Outro traço demográfico importante é o aumento da esperança média de vida e o conseqüente envelhecimento da população. Este processo, comum a vários países europeus, tem levado a um progressivo aumento da idade de reforma, interagindo com a evolução da população ativa e das despesas com pensões.

A forte destruição de emprego em termos líquidos é um aspeto marcante do processo de ajustamento em curso na economia portuguesa, fazendo com que o nível desta variável no final de 2013 seja semelhante ao registado

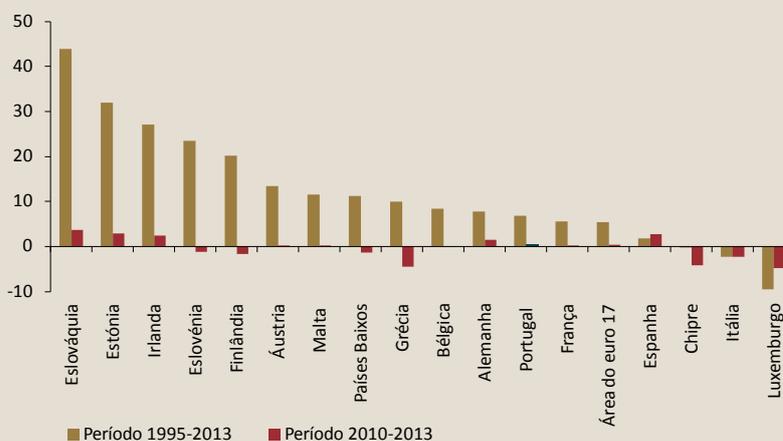
em meados da década de noventa. Em consequência, a taxa de desemprego média manteve-se a um nível muito elevado (16.3 por cento), registando uma subida de 0.6 p.p. face ao ano anterior (Gráfico 7). Este agravamento da taxa de desemprego foi mais moderado do que o registado em 2011 e 2012 (subidas de 0.9 e 2.9 p.p., respetivamente), para o que terá contribuído a evolução positiva da atividade em termos intra-anuais.

A evolução recente da taxa de desemprego insere-se numa tendência de aumento visível desde 2000 e é um dos elementos mais graves da evolução da economia portuguesa. A estimativa da taxa de desemprego estrutural situa-se presentemente em cerca de 11 por cento, tendo crescido continuamente desde 1995. No entanto, tal como acontece com o cálculo do produto potencial, a evolução do desemprego estrutural decorre da aplicação de métodos estatísticos e de diferentes formulações para a função de produção, refletindo sobretudo características estruturais da economia, mas também os próprios desenvolvimentos cíclicos. Assim, este tipo de indicador não permite retirar conclusões sobre a evolução futura da economia, especialmente num contexto de transformação estrutural e de ajustamento económico.

A dificuldade na reabsorção do desemprego existente na economia portuguesa revela-se também na marcada subida do desemprego de longa duração (mais de 12 meses) desde

Gráfico 5 •
Produtividade total dos fatores na área do euro | Taxa de crescimento acumulada, em percentagem

Fonte: Comissão Europeia (AMECO).



1995, atingindo cerca de 60 por cento em 2013 (Gráfico 8). A reabsorção do desemprego estrutural constitui um desafio importante na economia portuguesa. Este processo terá de assentar na correção das disfuncionalidades existentes no mercado de trabalho e na retoma do processo de convergência com a média da UE, envolvendo uma reestruturação setorial e das empresas portuguesas virada para a adoção de novas tecnologias e produtos, bem como para o incremento da eficiência nos processos e produtos já existentes. Porém, existe a possibilidade do processo de reestruturação se centrar em setores ou tecnologias menos intensivas na utilização de trabalho, criando condições para a persistência deste tipo de desemprego. A permanência na situação de desemprego por longos períodos de tempo envolve custos pessoais e sociais muito relevantes, induzindo depreciação de competências profissionais, fenómenos de pobreza e exclusão social que reduzem a capacidade da sociedade em proceder a transformações estruturais e em adotar políticas económicas corretas. Com efeito, num contexto em que se acentuam as assimetrias na distribuição do rendimento, a capacidade de gerar consensos

na sociedade tende a diminuir. Em 2013, registou-se um aumento do número de indivíduos com subsídio de desemprego. A proporção de desempregados que beneficiam deste mecanismo de seguro fixou-se perto de 35 por cento, um dos valores mais baixos da última década, ainda que ligeiramente superior ao observado em 2011 e 2012 (Gráfico 9).

Um dos elementos importantes na avaliação do contributo do fator trabalho para o crescimento reside no nível de qualificações existentes. Esta é uma explicação reiteradamente apontada para a baixa produtividade da economia portuguesa. A qualificação média da força de trabalho portuguesa é bastante inferior à observada na generalidade dos outros países da área do euro. Em 2013, apenas 40 por cento da população ativa portuguesa apresentava qualificações iguais ou superiores ao ensino secundário, em contraste com um valor de cerca de 70 por cento na média da área do euro (Gráfico 10). No entanto, o progresso registado em Portugal desde finais da década de noventa é assinalável. A proporção da força de trabalho com qualificações superiores ou iguais ao ensino secundário subiu perto de 25 p.p. entre 1998 e 2013 (Gráfico

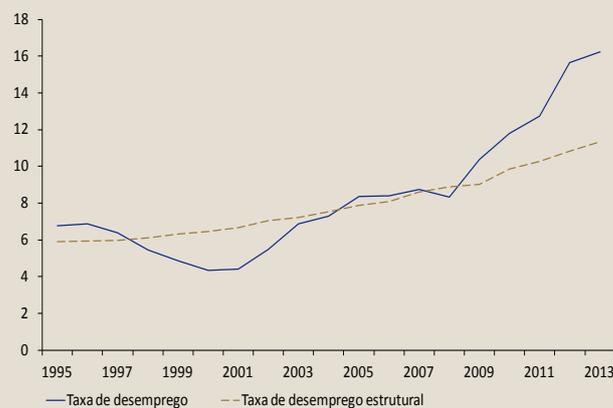
Gráfico 6 • População total, população ativa e emprego | Taxa de variação, em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: As séries do emprego e da população ativa foram corrigidas da quebra de série registada em 2011.

Gráfico 7 • Taxa de desemprego observada e taxa de desemprego estrutural | Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

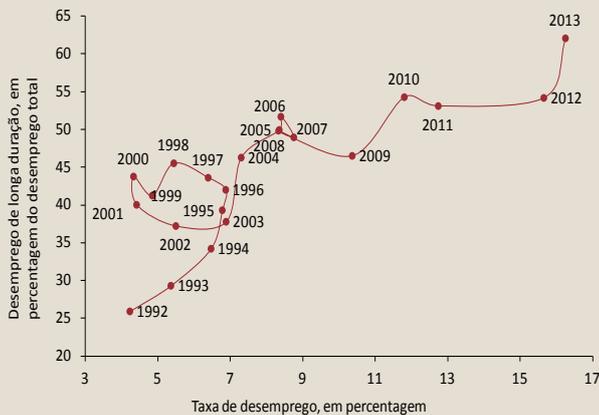
Nota: A série da taxa de desemprego portuguesa foi corrigida da quebra de série registada em 2011. O cálculo do desemprego estrutural resulta da aplicação de um método baseado em componentes não observados e utilizando o filtro de Kalman (UCM), tal como explicado em "A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária", Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal, Capítulo 4.

11). A manutenção desta tendência poderá permitir no futuro uma retoma do processo de convergência face à UE, num cenário em que o aumento das qualificações formais se traduza numa efetiva qualidade da força de trabalho, medida pela sua capacidade em adotar novas tecnologias produtivas, transitar entre atividades em resultado de choques setoriais e contribuir para o processo de inovação.

Baixa acumulação de capital com alterações no padrão de investimento

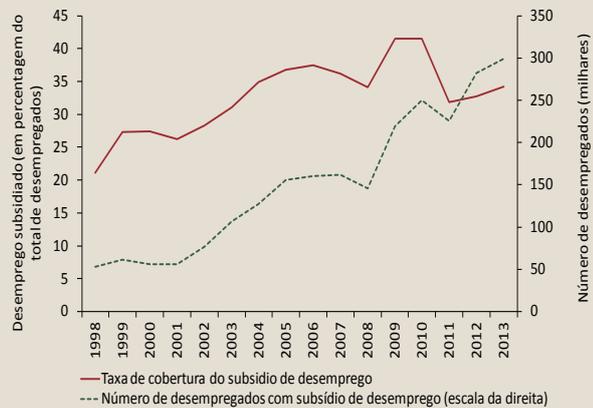
A acumulação de capital por trabalhador é um dos mecanismos clássicos de crescimento tendencial nos modelos de desenvolvimento económico. Em momentos de deterioração da posição cíclica, a taxa de utilização do capital instalado reduz-se. Na indústria transformadora, esta taxa fixou-se em cerca de 74 por cento em 2013, valor inferior ao registado nos dois anos anteriores e bastante mais reduzido do que o observado em média no período 1995-2007 (cerca de 80 por cento), o qual reflete também as condições estruturais da economia (Gráfico 12).

Gráfico 8 • Desemprego total e desemprego de longa duração



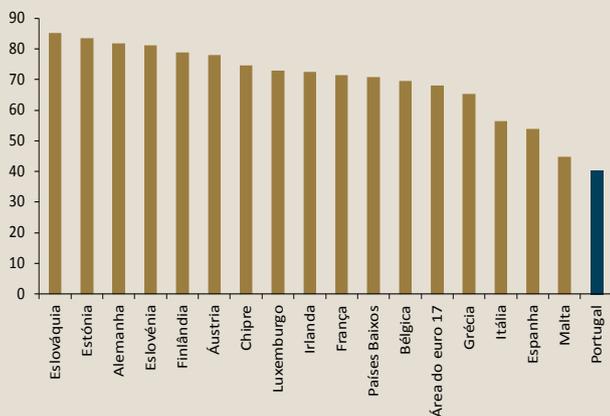
Fontes: INE e Banco de Portugal.
 Notas: O desemprego de longa duração inclui os indivíduos desempregados à procura de emprego há 12 ou mais meses.
 A série da taxa de desemprego portuguesa foi corrigida da quebra de série registada em 2011.

Gráfico 9 • Taxa de cobertura do subsídio de desemprego



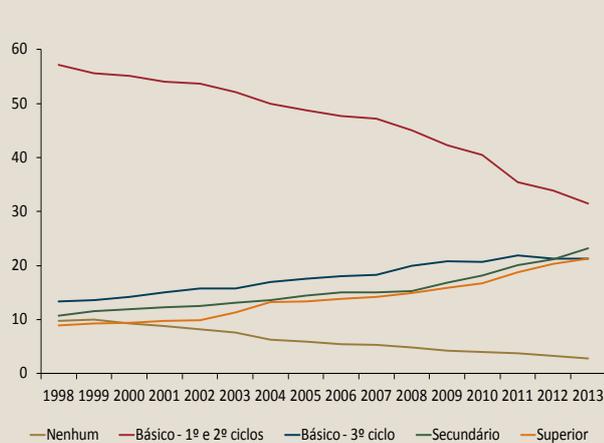
Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico 10 • População com ensino secundário ou superior no total da população em idade ativa em 2013 | Em percentagem



Fonte: Eurostat.

Gráfico 11 • Estrutura do emprego por nível de escolaridade | Em percentagem



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

O nível do *stock* de capital por trabalhador em Portugal é bastante reduzido, especialmente se comparado em termos internacionais. Mesmo num contexto de forte redução do nível de emprego, como o vigente em 2013, este rácio foi cerca de metade do registado na média dos países da área do euro (Gráfico 13). Este resultado tem implicações importantes para o crescimento, mesmo considerando a imprecisão na medição dos *stocks* de capital numa economia. Com efeito, num contexto em que o progresso tecnológico seja enviesado para a utilização de capital, o que é normalmente também acompanhado por maiores necessidades de capital humano, os países com menores rácios de capital por trabalhador, como é o caso de Portugal, tenderão a ser penalizados em termos de produtividade e crescimento.

Embora existam limitações em termos dos métodos de classificação, a análise da dinâmica recente dos fluxos reais de investimento na economia portuguesa por tipo e por setor institucional dá indicações úteis sobre a composição do *stock* de capital acumulado nos últimos anos. Com efeito, a progressiva alteração da estrutura do investimento observada na economia portuguesa está associada ao processo de reestruturação setorial iniciado no período anterior à crise.

Assim, no que respeita ao investimento em construção verificou-se um aumento de 1995 a 2001, observando-se uma redução continuada desde então. Em 2013, o nível de investimento em construção foi cerca de 60 por cento do registado em 1995 (Gráfico 14). Em termos nominais, o investimento em construção representou em média cerca de 60 por cento do total no período 1995-2013, reduzindo-se ligeiramente nos últimos anos. O investimento em material de transporte tem um peso muito menor (cerca de 9 por cento em termos nominais no período pós-1995). Em termos reais, este tipo de investimento evoluiu de forma qualitativamente semelhante ao da construção, com exceção de um crescimento importante no período 2005-2007. O investimento em máquinas e equipamentos aumentou de forma quase contínua de 1995 até 2008, só diminuindo muito significativamente nos anos seguintes. Em 2013, a taxa de crescimento deste tipo de investimento voltou a ser positiva (2.5 por cento), situando-se o seu nível cerca de 75 por cento acima do observado em 1995. Em termos nominais, o peso do investimento em máquinas atingiu, em 2013, um quarto do investimento total na economia.

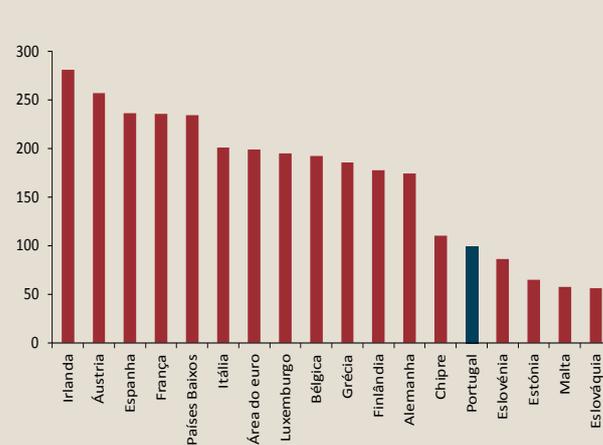
A evolução do padrão de investimento por setor institucional revela também aspetos marcantes do processo de ajustamento com

Gráfico 12 • Taxa de utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora em Portugal e na área do euro | Em percentagem



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 13 • Nível de capital por trabalhador em 2013 | Em milhares de euros, a preços de 2005



Fonte: Comissão Europeia (AMECO).

impacto potencial na evolução da produtividade. O investimento dos particulares encontra-se hoje a um nível que é cerca de metade do observado em 1995, após reduções sucessivas desde o ano 2000 (Gráfico 15). Num contexto de estabilização das taxas de juro a níveis baixos, a necessidade de adequar o investimento ao nível de rendimento esperado e os elevados níveis de endividamento entretanto acumulados explicam a evolução registada. Por outro lado, o facto do *stock* de habitação exceder as necessidades da procura justifica uma forte redução deste tipo de investimento, que está intrinsecamente ligado a decisões dos particulares.

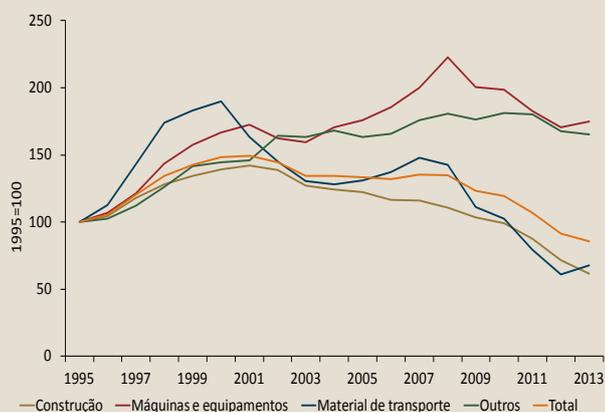
Em 2013 registou-se uma nova queda do investimento no setor das administrações públicas (13 por cento), após reduções de 32.4 e 38.5 por cento em 2011 e 2012, respetivamente. Presentemente o nível de investimento deste setor institucional é menos de metade do verificado em 1995, o que se enquadra no forte esforço de consolidação orçamental levado a cabo no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira. No entanto, a evolução descendente do investimento público observada desde 1995 é influenciada pelo recurso à contratualização de investimento junto de empresas privadas no contexto de parcerias público-privadas e por algumas das alterações ocorridas no perímetro de consolidação das administrações públicas. Na evolução recente sobressai, no entanto, o forte

aumento do investimento ocorrido em 2010, que contribuiu para a degradação da situação orçamental.

No que respeita ao investimento real no setor empresarial, o qual afeta diretamente a evolução da produtividade, ocorreu também uma redução em 2013 (6.4 por cento), após evoluções semelhantes ocorridas em anos anteriores. Esta evolução do investimento empresarial levanta questões sobre a capacidade de incorporar novas tecnologias no processo produtivo e de aumentar os níveis de capital por trabalhador nas empresas, aspectos essenciais para o aumento tendencial da produtividade e prossecução do processo de reestruturação setorial da economia. Com efeito, a prevalência de elevados níveis de endividamento nas empresas constitui um reconhecido fator de fragilidade na economia portuguesa, sugerindo a necessidade de reforço dos seus níveis de capital (ver texto "*O processo de desalavancagem da economia portuguesa: factos e desafios*", neste Relatório). Neste contexto, a criação de incentivos para o desenvolvimento de mecanismos de financiamento alternativos ao crédito bancário é fundamental para aumentar a capitalização das empresas e promover um maior crescimento potencial.

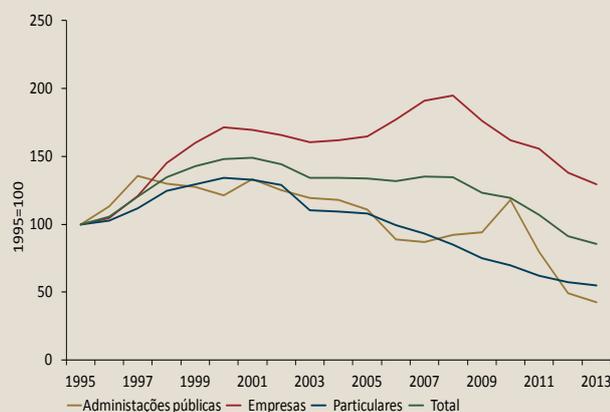
Complementarmente à evolução do investimento, a análise da evolução dos *stocks* de capital fornece indicações sobre a capacidade produtiva instalada, embora tais análises dependam de hipóteses quanto às taxas de

Gráfico 14 • Evolução real da formação bruta de capital fixo por tipo de investimento



Fonte: INE.

Gráfico 15 • Evolução real da formação bruta de capital fixo por setor institucional



Fonte: INE.

depreciação e métodos de amortização. Com efeito, a evolução dos diferentes tipos de investimento não é semelhante à dos respetivos *stocks* de capital pois a cada tipo de bem estão associadas diferentes taxas de depreciação. As maiores taxas de depreciação das máquinas e equipamento terão implicado uma queda importante do seu *stock* nos últimos anos. O *stock* de capital residencial terá também registado uma redução a partir de 2009, resultado de reduções continuadas nos níveis de investimento. Por seu turno, os níveis de capital público e de construção nas empresas terão virtualmente estagnado em 2013, num quadro de redução tendencial das suas taxas de crescimento (Gráfico 16).

Funcionamento imperfeito dos mercados de trabalho e do produto e progressos na afetação de recursos

O processo de reestruturação setorial da economia portuguesa, que decorre em paralelo com a correção dos desequilíbrios macroeconómicos acumulados nas últimas décadas, deverá implicar a transferência de recursos produtivos para os setores transacionáveis. Tal transformação é uma condição importante para a sustentabilidade do equilíbrio externo atingido nos últimos dois anos e requer um adequado funcionamento dos mercados de

trabalho e do produto. Os processos de ajustamento que se desenrolam em contextos de reduzida eficiência dos mercados tendem a ser mais prolongados e com maiores custos em termos de crescimento e emprego.

Em termos do funcionamento do mercado de trabalho são importantes tanto o nível de participação como a flexibilidade dos que permanecem em atividade. Em termos de participação no mercado de trabalho, Portugal regista uma taxa superior à média da UE. Neste contexto, as pressões relativas à contenção da despesa das administrações públicas, reforçadas pelo envelhecimento da população, têm imposto a necessidade de prolongar a vida ativa, acompanhando as reformas levadas a cabo noutros países europeus. Esta evolução constitui um desafio acrescido para uma economia como a portuguesa, caracterizada por baixos níveis médios de produtividade e de escolaridade, sobretudo nos escalões etários mais avançados.

No que diz respeito à flexibilidade do mercado de trabalho, os indicadores qualitativos da OCDE que medem a proteção no emprego para os diferentes tipos de contratos colocam Portugal numa posição intermédia no contexto da área do euro. Apesar destes indicadores incidirem principalmente sobre o conteúdo da legislação em vigor, não captando os aspetos de implementação, destaca-se um progresso significativo entre 1998 e 2013 (Gráficos 17 e

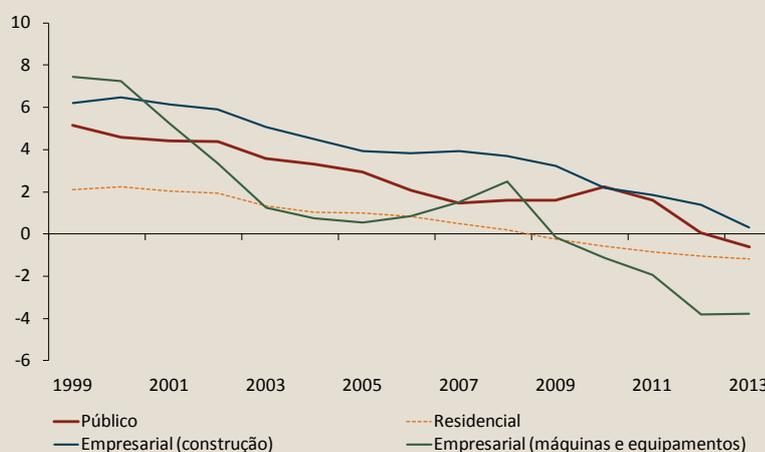


Gráfico 16 • Stock de capital | Taxa de variação anual, em percentagem

Fonte: Banco de Portugal.

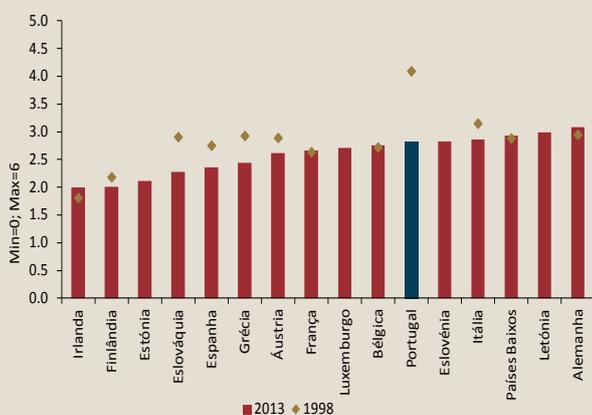
18). Em termos da flexibilidade quanto ao tipo de contrato tem sido também sublinhada a elevada segmentação existente no mercado de trabalho, que dificulta a boa adequação dos trabalhadores aos postos de trabalho e reduz os incentivos à acumulação de capital humano específico no segmento dos trabalhadores com vínculos contratuais pouco duradouros. Nesta dimensão, a percentagem de trabalhadores com contratos com termo cresceu em 2013, após as quedas observadas nos dois anos anteriores (Gráfico 19).

No que respeita à capacidade de ajustamento dos salários em termos reais, ocorreram no passado episódios onde a flexibilidade se manifestou de forma acentuada. No entanto, tais ajustamentos decorreram num regime macroeconómico caracterizado por elevadas taxas de inflação. Por oposição, num regime de reduzido crescimento tendencial e de muito baixa inflação como o atual, as barreiras à redução de salários nominais podem condicionar a reação das empresas a choques negativos, levando-as a reduzir o emprego em vez das remunerações. Adicionalmente, não obstante os salários poderem não ser um factor competitivo determinante para muitas empresas, a centralização do processo de negociação salarial dificulta os ajustamentos num contexto de heterogeneidade dentro de cada

setor. Refira-se que, neste quadro, o processo de ajustamento salarial na economia ocorre também pela via da redução das componentes variáveis dos salários, bem como pela diminuição dos salários oferecidos aos novos contratados, frequentemente após períodos de desemprego (ver texto "O mercado de trabalho em Portugal", neste Relatório).

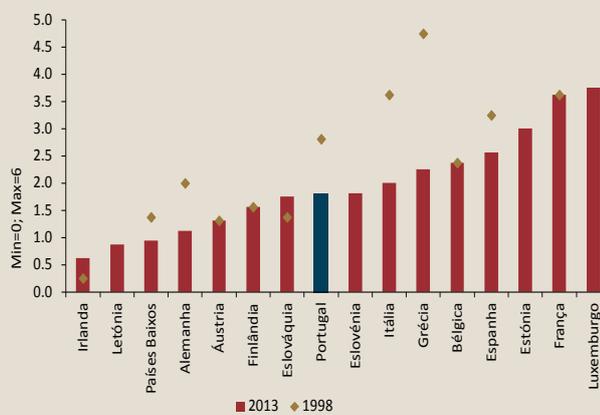
A regulação entendida como intervenções do Estado sobre as decisões de mercado, concorrência, quasi-monopólios, entrada e saída de empresas e complexidade regulatória – tem igualmente um impacto significativo sobre o crescimento económico. A regulação destinada a facilitar a entrada e saída de empresas tenderá a gerar um aumento da concorrência nos mercados, levando a maior produtividade e maior investimento. Por outro lado, a excessiva complexidade de alguns processos regulatórios e a necessidade de interagir com diferentes estruturas das administrações públicas impõe às empresas custos que têm um impacto negativo sobre o seu desempenho. A economia portuguesa tem apresentado uma evolução positiva nestas dimensões nos últimos anos, surgindo bem posicionada na atualização de 2013 do indicador de regulação no mercado do produto publicado pela OCDE (Gráfico 20). Este tipo de indicador procura avaliar a regulação no mercado do produto

Gráfico 17 • Índice de proteção no emprego para os contratos regulares, incluindo despedimentos coletivos | Valores mais baixos do índice indicam menor proteção



Fonte: OCDE. Versão 2 do indicador, para mais detalhes veja-se *OECD Indicators of Employment Protection*.

Gráfico 18 • Índice de proteção no emprego para os contratos com termo | Valores mais baixos do índice indicam menor proteção



Fonte: OCDE. Versão 1 do indicador, para mais detalhes veja-se *OECD Indicators of Employment Protection*.

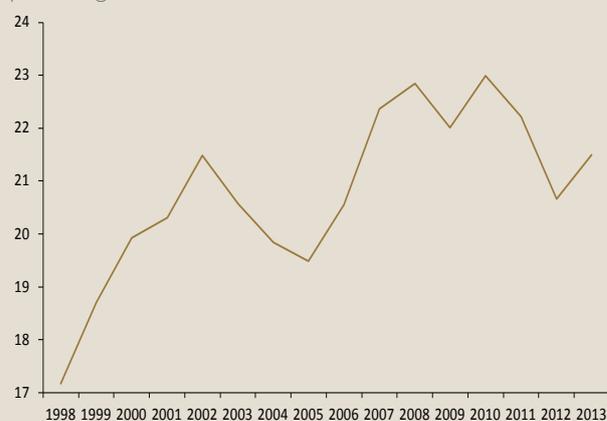
através da intervenção do Estado nos mercados, das barreiras ao estabelecimento de empresas e das barreiras ao comércio internacional e investimento. Tal como acontece em termos de proteção no emprego, este indicador qualitativo capta essencialmente aspetos legislativos, sinalizando também uma evolução positiva entre 1998 e 2013. No entanto, subsistem desafios importantes em alguns setores regulados quanto à qualidade do enquadramento institucional, designadamente em termos da capacidade para aplicar a legislação, o que se liga com o funcionamento do sistema judicial.

A eficiência na alocação de recursos aumenta quando as empresas mais eficientes registam ganhos de quota de mercado. Este processo é importante para o aumento da produtividade agregada na economia portuguesa, especialmente num contexto em que existe desemprego de recursos. A análise da eficiência na alocação de recursos nas empresas é intrinsecamente um exercício de base microeconómica, o que implica algum desfasamento temporal em termos da informação disponível. Um indicador simples da eficiência nesta realocação consiste na covariância entre a produtividade do trabalho nas empresas e a respetiva quota de mercado (hiato de *Olley-Pakes*). O aumento do valor desta covariância, calculada

com base nos níveis de VAB por trabalhador e nas quotas de mercado em termos de vendas, para um conjunto alargado de mercados da economia portuguesa, parece indicar uma melhoria na afetação de recursos no período 2007-2012, ainda que seja potencialmente influenciada por efeitos de seleção tipicamente presentes num processo de ajustamento. Na indústria transformadora, um conjunto de mercados equivalente a três quartos do VAB registou uma variação positiva na covariância (dois terços no universo das empresas com VAB positivo) (Gráfico 21). Paralelamente, nos outros setores a variação positiva na covariância ocorreu num conjunto de mercados que representa 88 por cento do VAB do setor (57 por cento no universo das empresas com VAB positivo) (Gráfico 22).

A capacidade de crescimento das empresas com maiores níveis de produtividade coloca-se também como um aspeto importante ao nível do desempenho das exportações. Tal como aconteceu nos anos anteriores, o crescimento real das exportações de bens e serviços em 2013 foi robusto (6.1 por cento), contribuindo de forma fundamental para o progresso do processo de ajustamento da economia portuguesa. Embora a queda da procura interna tenha contribuído para o reforço dos incentivos à participação das empresas no mercado

Gráfico 19 • Peso dos contratos com termo e outros contratos no emprego por conta de outrem | Em percentagem



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico 20 • Índice de regulação no mercado do produto | Valores mais baixos do índice indicam menor regulação



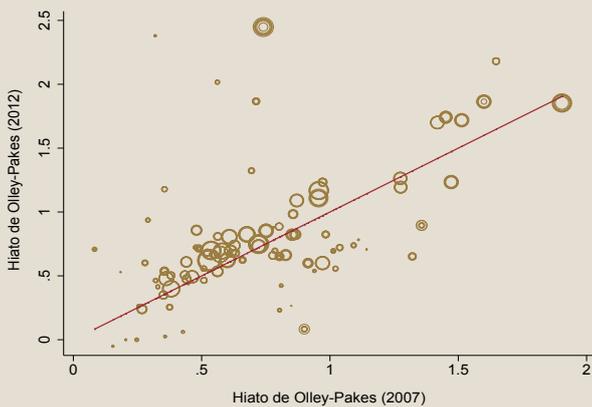
Fonte: OCDE.

externo, o crescimento das exportações parece ocorrer num horizonte longo e em paralelo com uma reestruturação do setor exportador, após os choques ocorridos a partir do início da década de noventa. Tal reestruturação traduz-se num contributo importante das empresas mais jovens para o nível e crescimento das exportações de bens e serviços. No entanto, a continuação deste processo pressupõe a capacidade de crescimento dos novos exportadores, o que se interliga com outros determinantes da produtividade, designadamente a capacidade de financiamento e a estrutura de capital das empresas, bem como aspetos institucionais relevantes para a adoção de métodos de gestão mais eficientes.

Transformação da estrutura institucional europeia e os desafios da estabilidade macroeconómica e da desalavancagem

O enquadramento institucional determina de forma decisiva o comportamento das empresas, famílias e decisores de política económica, pois define uma parte importante da estrutura de incentivos existente. Os aspetos institucionais condicionam a evolução da produtividade e abrangem um largo espectro de dimensões, abarcando desde os mecanismos de interação informal entre agentes económicos

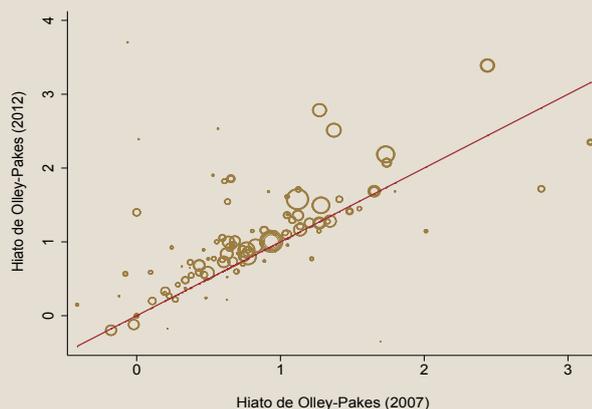
Gráfico 21 • Hiato de *Olley-Pakes*: produtividade do trabalho – indústria transformadora | Calculado a partir do logaritmo da produtividade do trabalho por mercado. Tamanho do círculo representa o peso do mercado no total do VAB



Fonte: Banco de Portugal com dados da IES.

Nota: A produtividade média do trabalho num mercado pode ser decomposta pela soma da média não ponderada da produtividade do trabalho nas empresas que operam nesse mercado com a covariância entre a produtividade do trabalho e a quota de mercado das empresas. Este segundo componente é designado por hiato de *Olley-Pakes* e pode ser utilizado como indicador da eficiência na afetação dos recursos no mercado. Um aumento neste hiato traduz uma melhoria na afetação de recursos na medida em que empresas com maiores produtividades do trabalho tendem a apresentar maiores quotas de mercado.

Gráfico 22 • Hiato de *Olley-Pakes*: produtividade do trabalho – outros setores | Calculado a partir do logaritmo da produtividade do trabalho por mercado. Tamanho do círculo representa o peso do mercado no total do VAB



Fonte: Banco de Portugal com dados da IES.

Nota: A produtividade média do trabalho num mercado pode ser decomposta pela soma da média não ponderada da produtividade do trabalho nas empresas que operam nesse mercado com a covariância entre a produtividade do trabalho e a quota de mercado das empresas. Este segundo componente é designado por hiato de *Olley-Pakes* e pode ser utilizado como indicador da eficiência na afetação dos recursos no mercado. Um aumento neste hiato traduz uma melhoria na afetação de recursos na medida em que empresas com maiores produtividades do trabalho tendem a apresentar maiores quotas de mercado.

até às regras explícitas para a condução das políticas económicas. A estrutura institucional que enquadra a economia portuguesa tem uma forte componente internacional, inerente ao estatuto de Estado-membro da UE e à participação na união monetária. Nesse contexto, as fragilidades existentes no sistema de monitorização macroeconómica europeia e a inexistência de mecanismos de partilha de risco acentuaram o impacto da crise económica e financeira sobre a economia portuguesa. Tal impacto foi evidente ao nível da interação entre os riscos soberano e do sistema bancário. No entanto, em 2013 evidenciaram-se progressos no quadro de supervisão e de partilha de risco na UE, os quais serão determinantes para o futuro da economia portuguesa. A apropriação das novas regras europeias por parte dos agentes económicos nacionais é condição essencial para a futura estabilidade do quadro macroeconómico, entendida como a existência de um ambiente previsível para a atividade e a ausência de desequilíbrios graves (ver texto "*Recentes reformas institucionais na União Europeia*", neste Relatório).

A estabilidade do quadro macroeconómico deve proporcionar a manutenção da margem de manobra na condução das políticas económicas e contribui igualmente para um

comportamento positivo da produtividade tendencial. A atual situação da economia portuguesa ilustra os custos decorrentes de uma condução desadequada da política orçamental. Com efeito, a orientação desta política foi predominantemente pró-cíclica nas últimas décadas, contribuindo para a acumulação de desequilíbrios, especialmente no período anterior ao desencadear da crise económica e financeira, no qual a política monetária manteve um enquadramento caracterizado por taxas de juro relativamente reduzidas. Num quadro de necessidade inadiável de consolidação, a política orçamental apresentou nos últimos três anos uma orientação restritiva, observando-se em 2013 um saldo primário estrutural de 1.2 por cento do PIB e uma consolidação equivalente a 1.5 p.p. do PIB (Gráfico 23).

O esforço de correção da trajetória das contas públicas levou a um significativo aumento da carga fiscal. Em termos estruturais este indicador ascendeu a cerca de 37 por cento PIB em 2013, cerca de 6 p.p. acima do nível observado em 1995 (Gráfico 24). O aumento da carga fiscal acentua as distorções no funcionamento dos vários mercados, limitando o nível de atividade económica e a produtividade. Neste contexto, a prossecução do esforço



Gráfico 23
• Política orçamental e posição cíclica, 1996-2013 | Em pontos percentuais do PIB

Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.
Nota: A posição cíclica da economia é aferida pela variação do hiato do produto, que representa a diferença entre as taxas de crescimento do PIB e do PIB tendencial.

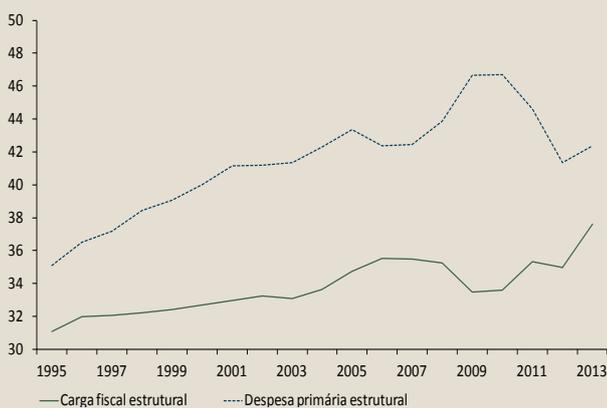
de consolidação orçamental com base numa estratégia de redução sustentável da despesa pública afigura-se um elemento importante para a promoção do crescimento na economia portuguesa. No entanto, uma redução sustentável da despesa não deve ser incompatível com o reforço da coesão social e com a provisão dos bens e serviços considerados socialmente desejáveis. Em particular, a preservação de capacidade técnica em áreas vitais da administração do Estado constitui uma condição necessária para a qualidade da tomada de decisão e tende a não ser compatível com reduções transversais da despesa e remoção de incentivos ao desempenho.

Os baixos níveis de produtividade preponderantes na economia portuguesa, nomeadamente em alguns setores não transacionáveis, constituem uma causa para a existência de desequilíbrios macroeconómicos, cuja correção contribui para limitar o crescimento no curto prazo. A dificuldade de gerar um nível de rendimento que, dado o nível de consumo desejado pelo setor privado, permita um nível de poupança compatível com o financiamento do investimento e das administrações públicas,

tem frequentemente conduzido a desequilíbrios externos. A manutenção desta situação durante um período prolongado de tempo conduziu à acumulação de elevados níveis de endividamento em todos os setores institucionais. Durante os últimos três anos ocorreu uma travagem do processo de endividamento, o que constitui uma dimensão essencial do ajustamento da economia portuguesa (Gráfico 25). No entanto, este ajustamento não está completo, subsistindo défices nas contas públicas e, sobretudo, elevados rácios de endividamento nos diferentes setores institucionais (ver texto "O processo de desavalanceamento da economia portuguesa: factos e desafios", neste Relatório).

Tal como ficou patente na última década, a persistência de elevados níveis de endividamento coloca sérios riscos em cenários de crise na economia internacional, especialmente quando acompanhada por uma incorreta condução da política económica ao nível interno. Neste contexto, a retoma de tendências de crescimento consumo privado acima da evolução tendencial do rendimento, bem como decisões de investimento público não

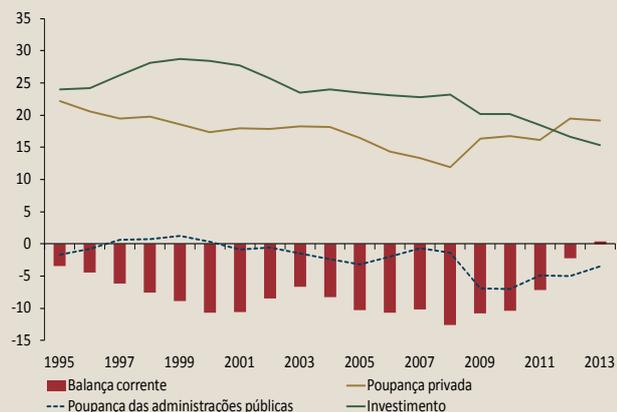
Gráfico 24 • Carga fiscal e despesa primária estruturais | Em percentagem



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Os valores estruturais são ajustados do ciclo e dos efeitos de medidas temporárias. As componentes cíclicas e as medidas temporárias são apuradas pelo Banco de Portugal de acordo com as metodologias utilizadas no Eurosistema. Para mais detalhes sobre o ajustamento do efeito cíclico, veja-se Braz, C. (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma atualização", Banco de Portugal, *Boletim Económico, Inverno*.

Gráfico 25 • Poupança, investimento e balança corrente | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

assentes em análises custo benefício dos projetos, podem colocar em risco o sucesso deste mesmo processo.

Outro aspeto fundamental para a sustentabilidade do processo de ajustamento consiste no aprofundamento do processo de reformas estruturais. O conjunto de reformas estruturais necessárias na economia portuguesa é extremamente vasto, tendo sido em parte integrado no Programa de Assistência Económica e Financeira. A implementação integral da agenda de reformas estruturais envolve diferentes tipos de desafios, designadamente em termos da estabilidade do quadro jurídico e da ultrapassagem das resistências colocadas por parte daqueles que beneficiam das rendas e distorções existentes. Com efeito, é fundamental que as reformas agora realizadas não sejam entendidas como transitórias. Por um lado, a implementação de reformas sucessivas impede a observação de resultados práticos e a avaliação dos seus méritos. Por outro lado, a

estabilidade do quadro jurídico tem valor em si mesma, pois reduz a incerteza para os agentes económicos.

O crescimento económico assente na dinâmica da produtividade total dos fatores é condição necessária para a prossecução do ajustamento da economia portuguesa e para a retoma do processo de convergência com os níveis de rendimento da UE. A complexidade dos mecanismos envolvidos no processo de crescimento não é compatível com uma abordagem dirigista por parte dos decisores de política económica mas exige da sua parte um papel catalizador, implementando reformas que reduzam as distorções e corrijam falhas de mercado. Neste contexto, o aumento e a melhoria qualitativa do capital humano, bem como uma dinâmica empresarial assente num princípio de destruição criativa e de integração nas cadeias de valor globais poderá permitir o aumento sustentado dos níveis de bem-estar na sociedade portuguesa.

O mercado de trabalho em Portugal

1. Introdução

Ao longo das últimas décadas, o mercado de trabalho português sofreu transformações significativas na sua estrutura. Estas alterações refletiram não só a evolução da estrutura produtiva e das qualificações da população, mas também o quadro institucional em vigor. Os traços mais marcantes da última década são o crescimento do desemprego – com reflexo no elevado peso do desemprego de longa duração –, a redução do emprego, a forte segmentação – diferentes contratos e proteções no emprego e desemprego –, e a desigualdade salarial, que é a mais elevada na zona do euro. A evolução salarial neste período caracterizou-se por um crescimento dos salários em linha com as condições de produtividade globais o que, num contexto de baixa inflação e baixo crescimento, não evitou o forte crescimento do desemprego. Parte desta evolução adversa resultou do funcionamento do mercado de trabalho, o que atribui um cariz mais permanente aos novos patamares do emprego e do desemprego. Desta forma, à recuperação cíclica da economia será necessário consolidar as reformas estruturais para melhorar a afetação dos recursos da economia.

2. Evolução da população total e da população ativa

A evolução da população ativa contrasta com o passado recente em que apresentou fatores estruturais de crescimento que contrastavam com a experiência de alguns países europeus. Em particular, a elevada e crescente taxa de participação das mulheres (em 2001, 65 por cento face a 60 por cento na UE15), uma população mais jovem e fluxos migratórios positivos foram alguns dos mecanismos que contribuíram para as diferenças de crescimento da população ativa. Entre 2001 e 2007, a taxa de atividade entre 15 e 64 anos aumentou 2.1 p.p. (Quadro 2.1). Contudo, após 2010, o número de ativos caiu 2.8 por cento, depois de mais de 40 anos de crescimento ininterrupto¹.

Esta redução é concentrada nos escalões etários inferiores a 24 anos. A oferta de trabalho foi ainda influenciada pelo elevado número de horas de trabalho registado em Portugal, quando comparado com os restantes países europeus. Por exemplo, em 2001, um trabalhador português trabalhava, em média, 1795 horas por ano, enquanto na Alemanha se trabalhavam em média 1453 horas/ano; entre 2001 e 2013, o número de horas trabalhadas caiu em ambos os países, passando para 1691 horas e 1397 horas, respetivamente.

Antes do período de recessão económica, as projeções da população do *Eurostat* disponíveis em 2006 implicavam alterações muito reduzidas no mercado de trabalho associadas a alterações na estrutura etária, na medida em que o processo de envelhecimento estava a alcançar um estágio (estável) de maturidade. No entanto, quando se compara esta projeção da população com a observada conclui-se que há menos população em todos os grupos etários face ao esperado, num total de menos 136 mil indivíduos. Esta queda é mais acentuada no grupo etário 25-34 anos, com uma redução de 57 mil indivíduos. Este é o grupo etário que tem maior propensão a participar no mercado de trabalho e consequentemente a emigrar. Estas projeções demográficas podem ser utilizadas para prever a população ativa entre 2007 e 2013, no pressuposto de que a taxa de atividade se manteria constante ao nível de 2006. Desta projeção resulta que o número de participantes no mercado de trabalho (empregados mais desempregados) é hoje menor do que o esperado. Em particular, em 2013 há menos cerca de 70 mil indivíduos ativos no grupo etário com idade inferior a 25 anos e menos 51 mil indivíduos ativos para o grupo entre 25 e 34 anos. Ainda que os dados não o permitam saber, é provável que esta redução da população ativa mais jovem esteja associada, por um lado, a fluxos migratórios na procura de melhores oportunidades e, por outro lado, a um aumento da inatividade

motivada pelo prolongar da escolaridade e/ou pelo desencorajamento de entrar num mercado de trabalho adverso.

3. A queda marcada do emprego nos últimos anos

Depois de um ligeiro aumento do emprego no início do século, perderam-se cerca de 680 mil empregos nos últimos 5 anos. Entre 2001 e 2013, a maior perda de emprego ocorreu na Indústria, com uma redução de 360 mil postos de trabalho. Parte desta perda é explicada e compensada pelo processo secular de terciarização das economias desenvolvidas. Mesmo antes da recente crise económica e financeira, perderam-se 143 mil postos de trabalho na indústria entre 2001 e 2007. Esta

recomposição setorial do emprego fez com que, em 2013, o emprego nos serviços corresponda a 66 por cento do emprego total, mais 12.5 p.p. do que em 2001. Contudo, há aspetos particulares na recomposição setorial que importa notar. O crescimento do emprego nos Serviços não está dissociado do aumento do emprego no subsetor da Administração Pública, Educação e Saúde. O período da recente crise apenas acentou as alterações na estrutura do emprego. Nalguns setores as alterações ocorreram de forma abrupta, como por exemplo na Construção, onde entre 2007 e 2013 se perderam 270 mil empregos, ficando o nível de emprego em 2013 em cerca de metade do observado em 2001.

A evolução da estrutura educativa do emprego é bastante marcada. O número de

Quadro 2.1 • Emprego e atividade

	2001	2007	2013
População total (em milhares)	10294.1	10604.5	10499.3
Emprego	5111.7	5169.7	4513.5
Desemprego	213.5	448.6	875.9
Inativos	4968.9	4986.2	5110.0
Desencorajados	74.7	74.8	278.6
Estudantes	733.2	729.8	764.6
Taxa de atividade	72.0	74.1	73.6
Taxa de emprego	68.9	66.1	61.1
Taxa de desemprego	4.0	8.5	16.3
Horas trabalhadas	39.4	39.0	39.5
Estrutura setorial do emprego (em milhares)			
Agricultura	652.6	601.4	448.1
Indústria	1150.0	1007.0	790.1
Construção	578.8	570.8	300.5
Adm. Pública, Saúde e Educação	898.0	999.3	1022.4
Outros serviços	1832.3	1991.2	1952.4
Estrutura do emprego por situação na profissão (em milhares)			
Conta de outrém com contrato permanente	2957.0	3029.5	2779.8
Conta de outrém com contrato a prazo	556.4	684.8	629.2
Conta própria (com trabalhadores e isolado)	1258.0	1186.8	943.1
Outras formas de emprego	340.3	268.6	132.0

Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Notas – Definições: Emprego - indivíduos que têm uma ocupação remunerada; Desemprego - indivíduos sem emprego, que desejam trabalhar e procuraram ativamente emprego; Desencorajados - indivíduos sem emprego que desejam trabalhar, mas não procuraram ativamente emprego; Inativos - população sem emprego e que não deseja trabalhar. Taxa de atividade - Peso do emprego e desemprego na população com idades entre os 15 e os 64 anos; Taxa de emprego - Peso do emprego na população com idades entre os 15 e os 64 anos; Taxa de desemprego - Peso do desemprego na população ativa.

trabalhadores com ensino superior quase que duplicou entre 2001 e 2013 e o peso no emprego dos trabalhadores com menos de 6 anos de escolaridade diminuiu de 63 por cento para 34 por cento (Quadro 3.1). Num movimento oposto à melhoria das qualificações da força de trabalho, a segmentação do mercado de trabalho, medida através do peso dos trabalhadores com contrato a prazo no emprego, acentuou-se, passando de 10.8 por cento para 14.3 por cento.

4. O crescimento marcado do desemprego

O desemprego cresceu de forma sustentada no período 2001-2013. Em 2001, a taxa de desemprego atingiu o valor mais baixo desde a década de 70, apenas 4 por cento. Em 2013, este valor mais do que quadruplicou, atingindo 16.3 por cento (Quadro 2.1). A difícil situação no mercado de trabalho reflete-se também no acentuado aumento da população classificada como desencorajada – que querendo trabalhar não procurou trabalho – que passou de 75 mil até 2007 para 279 mil em 2013 (Quadro 2.1). O problema é mais grave porque não foi apenas a incidência do desemprego que aumentou, mas também a sua duração. Em particular, a percentagem de desempregados de longa duração – 12 ou mais meses – passou de 40 por cento em 2001 para 62 por cento

em 2013. Entre estes, no início do período, cerca de metade estava desempregado há mais de 2 anos, passando a percentagem para 61 por cento em 2013. O forte crescimento da taxa de desemprego afetou todos os grupos etários, mas sentiu-se de forma mais acentuada no grupo entre 25 e 34 anos. Para estes trabalhadores, a taxa de desemprego de longa duração registou também o maior aumento, de cerca de 21 p.p..

A taxa de desemprego dos 15 aos 24 anos de idade passou de 9.4 por cento em 2001 para 37.7 por cento em 2013 (Quadro 4.1). Estes valores comparam, respetivamente, com 3.0 por cento e 13.8 por cento, para a faixa etária dos 45 aos 54 anos de idade. As taxas de desemprego mais elevadas entre os trabalhadores jovens não estão associadas a uma duração do desemprego mais longa, mas sim às características dos fluxos de entrada e saída do desemprego. Por um lado, todos os anos entra no mercado de trabalho um novo grupo de jovens, que inicialmente tem taxas de desemprego mais elevadas na medida em que tenta encontrar o seu primeiro emprego. Por outro lado, na procura de melhores empregos, os indivíduos nestas faixas etárias têm naturalmente maior instabilidade no emprego, mas a maior incidência de contratos a prazo também dificulta a transição para um emprego estável. Pela importância que as condições iniciais têm

Quadro 3.1 • Estrutura do emprego por grupo etário e nível de escolaridade (em milhares)

	2001	2007	2013
Grupo etário (anos)			
15-24	615.6	432.5	243.7
25-34	1324.1	1331.9	1010.9
35-44	1262.7	1325.4	1271.1
45-54	1033.7	1120.0	1113.8
55-64	559.5	626.8	610.5
Nível de Escolaridade			
Nenhum	450.4	273.3	125.3
Básico - 1º e 2º ciclos	2762.8	2441.1	1422.9
Básico - 3º ciclo	770.6	945.7	961.4
Secundário	629.3	776.6	1044.6
Superior	498.6	733.0	959.3

Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Quadro 4.1 • Desemprego

	2001	2007	2013
Desempregados registados (em milhares)	324.7	410.2	707.8
Desempregados subsidiados (em milhares)	172.7	270.0	395.7
Duração do desemprego (em meses)	18.4	22.2	29.2
Taxa de desemprego por grupo etário			
15-24	9.4	16.6	37.7
25-34	4.1	9.8	19.0
35-44	3.2	6.7	14.3
45-54	3.0	6.6	13.8
55-64	3.2	6.5	13.8
Desemprego de longa duração por grupo etário			
15-24	24.1	30.5	44.5
25-34	37.6	43.7	58.7
35-44	50.5	53.9	64.9
45-54	58.3	66.0	71.6
55-64	63.9	70.0	78.0
Taxa de desemprego por grau de escolaridade			
Ensino básico	4.0	8.0	17.1
Ensino secundário	4.6	8.2	17.2
Ensino superior	3.4	7.5	12.9
Desemprego de longa duração por grau de escolaridade			
Ensino básico	43.3	53.8	65.6
Ensino secundário	37.0	43.7	59.4
Ensino superior	32.0	36.0	57.2

Fontes:IEFP, INE (Inquérito ao Emprego) e Segurança Social.

Notas – Definições: Desemprego registado - número de indivíduos registados nos Centros de Emprego do IEFP que procuram um emprego; Desemprego subsidiado - número de indivíduos a receber subsídio de desemprego. Desemprego de longa duração - percentagem dos desempregados com duração superior ou igual a de 12 meses.

nos percursos profissionais, a quase duplicação da percentagem de desemprego de longa duração entre os jovens pode deixar estigmas negativos. Esta aspeto é mitigado, mas de forma ténue, pelo facto de os jovens registarem a menor incidência de desemprego de longo prazo, que ascendia em 2013 a cerca de 45 por cento. O facto de a geração mais jovem ser a mais educada também mitiga o problema pois os trabalhadores com maior escolaridade têm uma maior probabilidade de encontrar emprego e consequentemente têm uma menor duração de desemprego. Contudo, durante a recente crise, a duração dos períodos de procura de emprego agravou-se mais para os indivíduos com níveis de educação superiores.

A evolução do desemprego está em parte associada às já mencionadas alterações seculares na composição etária da população. De facto, a diminuição do peso dos jovens na população ativa ao longo dos últimos anos e a persistência das diferenças de taxas de desemprego entre os diferentes grupos etários teve um impacto não negligenciável na taxa de desemprego total em Portugal. O peso dos jovens (entre 16 e 24 anos) na população ativa desceu de 22 por cento em 1986 para 13 por cento no início do século, caindo para 7 por cento em 2013. Esta evolução é o resultado, não só de um menor peso de jovens na população, mas também de uma redução na taxa de participação deste grupo etário associada ao aumento do nível de escolaridade e,

mais recentemente, à inversão da tendência do fluxo migratório líquido.

Para isolar o impacto da evolução demográfica no desemprego em Portugal pode-se desenvolver uma análise que assume uma estrutura etária constante². Em particular, na análise que se segue assume-se que a composição etária permaneceu constante ao nível médio observado entre 1992 e 2007, enquanto as taxas de desemprego de cada grupo correspondem às observadas. Assim, por exemplo, define-se para 2013 uma “taxa de desemprego com composição etária constante”, reponderando a taxa de desemprego observada de cada grupo etário em 2013 com a média do peso de cada grupo na população ativa entre 1992 e 2007.

O ajustamento face à evolução etária da taxa de desemprego num dado ano é a diferença entre a taxa de desemprego observada e a taxa de desemprego com ponderadores constantes. Um valor negativo desta diferença indica que os fatores demográficos estão a contribuir para uma redução do desemprego. Os resultados para o período 1992 a 2013 são apresentados no quadro 4.2. Na coluna (2) o ajustamento etário é calculado utilizando os ponderadores médios de 1992-2007 da população ativa. No entanto, os resultados não são particularmente sensíveis à escolha do período base, por exemplo, 2007. As mudanças na estrutura etária contribuem para uma redução da taxa de desemprego de 1.9 p.p. em 2013. Dito de outra maneira, se a estrutura etária da população tivesse permanecido constante aos níveis médios de 1992-2007, teríamos observado um aumento ainda mais significativo na taxa de desemprego de 2013.

5. Os fluxos no mercado de trabalho

No período mais recente, é assinalável a forte queda das contratações, enquanto a taxa de separação de trabalhadores se manteve relativamente estável.

De acordo com os registos de empregos por conta de outrem da Segurança Social, em média no período analisado, as taxas de fluxos reportadas no quadro 5.1 resultam de 235 mil novas contratações em cada trimestre e de 228 mil empregos que terminam trimestralmente durante o mesmo período de tempo. Após o início da crise económica em 2009, os fluxos do mercado de trabalho caíram, em particular os fluxos de contratações, que em 2012 não ultrapassaram os 136 mil novos contratos por trimestre. As separações tiveram uma menor redução, para cerca de 188 mil. Todos os trimestres há empresas que entram e saem do mercado, contribuindo para os fluxos de contratações e separações de trabalhadores. Também entre estas empresas há diferenças notórias entre o período anterior e posterior à crise. Em média trimestral de 2001 a 2008, observam-se cerca de 13 mil empresas a entrar e a sair do mercado, resultando em 31 mil contratações e 32 mil separações de trabalhadores³. Nos anos mais recentes, estes valores caíram sobretudo na parte da criação, passando para apenas cerca de 9 mil novas empresas que contratam apenas 22 mil trabalhadores. As separações de trabalhadores das cerca de 12 mil empresas que cessam atividade em cada trimestre mantiveram-se em torno de 32 mil.

Segundo os dados do Inquérito ao Emprego, que corroboram a informação disponível na Segurança Social, os fluxos entre estados do

Quadro 4.2 • Taxa de desemprego e taxa de desemprego com idade constante

Ano	Taxa de desemprego (1)	Taxa de desemprego com idades constantes, 1992-2007 (2)	Impacto na taxa de desemprego (3) = (1)-(2)
1992	4.0	3.7	0.3
2001	3.8	3.9	-0.1
2007	8.0	8.6	-0.6
2013	16.3	18.2	-1.9

Fontes: Eurostat, INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal.

Quadro 5.1 • Fluxos trimestrais no mercado de trabalho

	2001	2007	2013
Segurança social (2001, 2007 e 2012)			
Taxa de criação	6.2	5.0	3.3
Taxa de destruição	5.1	4.3	5.8
Taxa de contratações	11.5	10.1	6.5
Taxa de separações	10.4	9.4	9.0
Inquérito ao emprego			
Emprego-Desemprego	0.7	1.1	2.3
Emprego-Inatividade	1.4	1.0	3.7
Desemprego-Inatividade	0.8	1.2	2.3
Desemprego-Emprego	0.8	1.4	2.8
Inatividade-Emprego	1.5	0.9	3.4
Inatividade-Desemprego	0.9	1.2	2.6

Fontes: INE (Inquérito ao Emprego) e Segurança Social.

Notas – Definições: Taxa de criação - quociente entre o número líquido de postos de trabalho criados em empresas em expansão e o emprego total da economia; Taxa de destruição - quociente entre o número líquido de postos de trabalho destruídos em empresas em contração e o emprego total da economia; Taxa de contratações - quociente entre o número de contratações em todas as empresas da economia e o emprego total; Taxa de separações - quociente entre o número de separações realizadas de todas as empresas da economia e o emprego total. Emprego - Desemprego: quociente entre o número de trabalhadores que transitam, em dois trimestres consecutivos, do emprego para o desemprego e a população ativa (os restantes fluxos são definidos de forma semelhante).

mercado de trabalho em Portugal estão entre os mais elevados da área do euro⁴. Contudo, a composição dos fluxos pode ser muito diversa entre países. Em economias com elevada segmentação, os fluxos concentram-se numa parte minoritária da população ativa com baixos graus de proteção no emprego (contratual) e no desemprego (sem acesso ao seguro de desemprego). De acordo com o quadro 5.1, em cada trimestre, 7 por cento da população ativa transita entre o emprego e o não-emprego (desemprego e inatividade). De entre os desempregados que encontram emprego, cerca de 90 por cento obtêm um contrato a prazo. De todos os contratos a prazo, apenas 15 por cento é convertido em contrato permanente na mesma empresa. Em consequência, a elevada segmentação do mercado de trabalho portuguesa reflete-se na crescente incidência de contratos a prazo⁵.

Esta segmentação tem consequências para os investimentos em capital humano já que afeta as perspetivas de evolução profissional dentro das empresas. Da mesma forma, esta situação tem promovido o ajustamento dos custos salariais, não apenas porque a proteção ao

emprego é paga pelos trabalhadores na forma de salários mais baixos, como pela existência de um prémio salarial negativo para os trabalhadores com contratos a prazo. Estes trabalhadores suportam parte dos custos de ajustamento⁶.

Um número significativo de empresas ajustaram a sua estrutural salarial através de reduções salariais e da recomposição da força de trabalho. Ao longo deste período, a evolução dos salários foi caracterizada por significativos aumentos do salário mínimo (5.3 por cento em média de 2007 a 2010) e pela existência de uma significativa recomposição salarial⁷. De acordo com os Quadros de Pessoal, em média no período 2002 a 2013, 13 por cento dos trabalhadores que permaneceram na mesma empresa dois períodos consecutivos, vêm os seus salários base reduzidos e, de forma mais relevante para a competitividade das empresas, 29 por cento vêm os seus salários totais reduzidos. Para o mesmo período, em média anual, 28 por cento dos salários base foram congelados e apenas 10 por cento dos salários totais não foram alterados de um ano para o outro. No período de crise recente, a

percentagem de salários congelados aumentou, sendo uma parte explicada pelo congelamento do salário mínimo e pelo aumento dos trabalhadores que auferem dessa remuneração mínima.

6. A desigualdade salarial

Na última década, os aumentos do salário mínimo e o aumento do desemprego implicaram uma redução da desigualdade salarial.

As diferentes qualificações dos trabalhadores e a sua estrutura etária resultam naturalmente em desigualdade salarial. Em média, os trabalhadores mais qualificados e com mais antiguidade auferem salários mais elevados, resultando em desigualdade salarial. Mas há outros fatores que determinam a desigualdade. Por exemplo, a economia portuguesa partilha os movimentos da procura de trabalho que caracterizam o desenvolvimento das economias avançadas e que influenciam a desigualdade observada. Em particular, os anos 80 e início dos anos 90 foram caracterizados por um aumento da procura por qualificações elevadas, em detrimento das qualificações mais baixas. O período seguinte, de meados dos anos 90 até ao início da crise, caracteriza-se por uma polarização da procura de emprego, privilegiando as qualificações mais elevadas e mais baixas⁸.

A desigualdade salarial é habitualmente analisada com base na distribuição do salário mensal referido a um determinado mês. Neste caso, os dados da Segurança Social mostram que, depois de um período de aumento da desigualdade na aba esquerda (rácio dos salários dos percentis 50 e 10, gráfico 6.1, painel

superior esquerdo), entre 2007 e 2012 há uma redução da desigualdade. Por um lado, o aumento do salário mínimo reduziu de forma direta a dispersão dos salários. Por outro lado, a fase baixa do ciclo promove a destruição de empregos de menor qualidade, com salários baixos, comprimindo a distribuição salarial. Para os rendimentos mais elevados a desigualdade medida pelo rácio 90/50 é mais elevada e tem um comportamento mais estável no período (Gráfico 6.1, painel intermédio esquerdo).

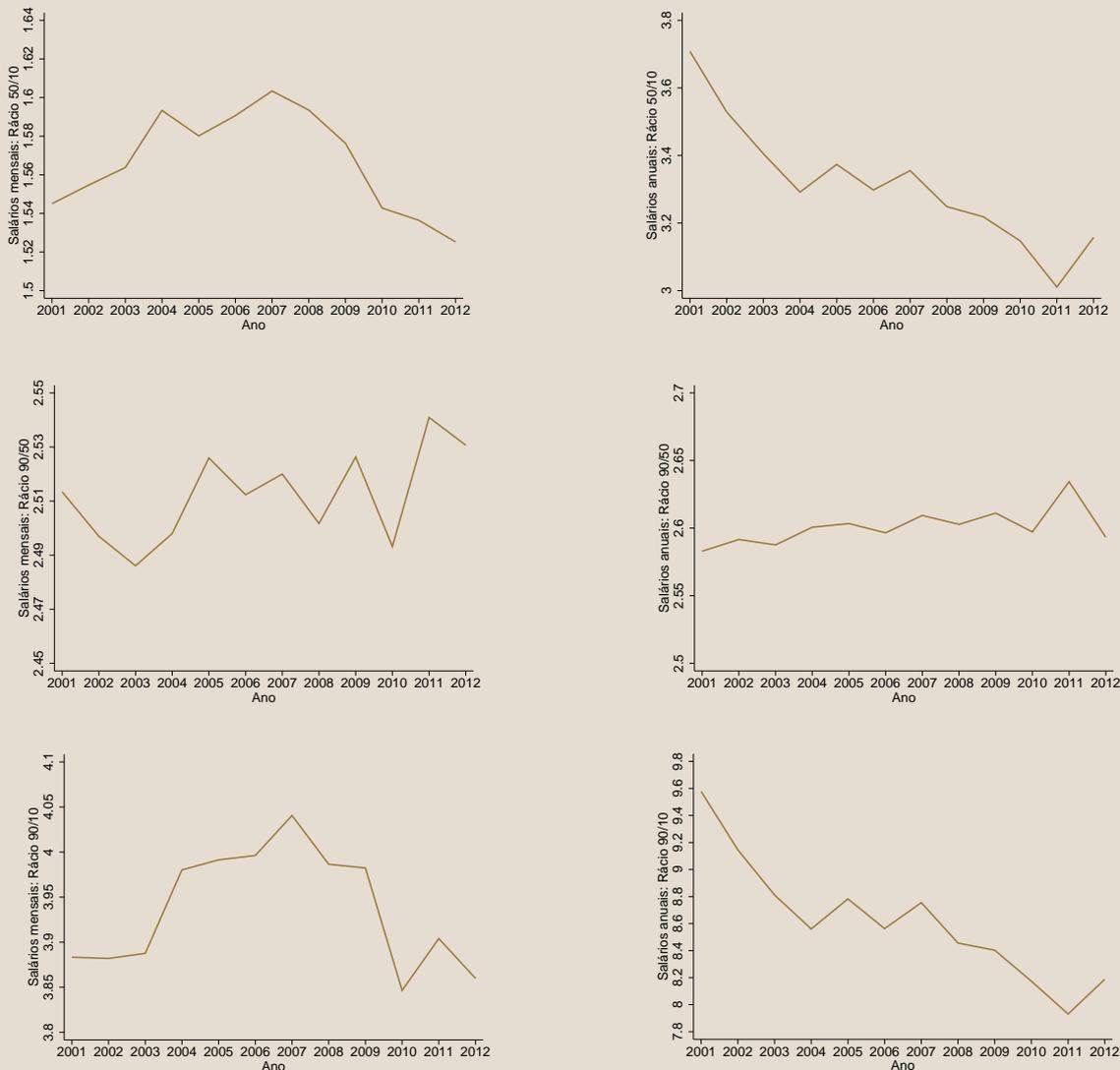
A medição da desigualdade com base em rendimentos acumulados durante um ano de trabalho altera a avaliação da desigualdade na aba esquerda (painel direito). O rácio entre os salários medianos e mais baixos triplica, ultrapassando mesmo os níveis de desigualdade da aba superior da distribuição salarial mensal. Esta medida passa a captar a existência de trabalhadores com relações laborais esporádicas e de baixa remuneração, que contrastam com a maior estabilidade laboral dos trabalhadores que estão representados na mediana da distribuição de salários.

Contudo, importa notar, que os mesmos mecanismos de exclusão do mercado de trabalho que podem gerar compressão salarial promovem o aumento da dispersão de rendimentos (não analisada neste texto), já que muitos trabalhadores perdem o emprego e, portanto, a sua única fonte de rendimento. A instabilidade no emprego e as regras de acesso ao subsídio de desemprego impedem que muitos trabalhadores beneficiem desta forma de seguro social, agravando a segmentação do mercado de trabalho e a desigualdade.

Notas

1. Note-se que a quebra de série do Inquérito ao Emprego dificulta a comparação de 2010 com 2011.
2. Centeno, M., J. Maria, e Á. Novo, 2009, "Unemployment: Supply, Demand, and Institutions" in Departamento de Estudos Económicos, "The Portuguese Economy in the Context of Economic, Financial and Monetary Integration", Banco de Portugal, Lisboa.
3. Os dados da Segurança Social não permitem identificar juridicamente o início e a cessação formal da atividade económica. Contudo, infere-se que empresas que deixam de registar trabalhadores cessaram atividade e as que reportam trabalhadores pela primeira vez num trimestre iniciaram atividade.
4. Banco de Portugal, 2012, "Job and worker flows in the labor market", Banco de Portugal, *Relatório Anual*.
Banco de Portugal, 2013a, "Hiring, Rotation and Job Creation", Banco de Portugal, *Boletim Económico de Verão*, 31-36.
5. Centeno, M. e Á. Novo, 2012, "Segmentation", Banco de Portugal, *Boletim Económico da Primavera*.
6. Centeno, M. e Á. Novo, 2013, "Segmenting wages", Banco de Portugal, *Boletim Económico de Inverno*.
7. Banco de Portugal, 2013b, "Recent Wage Developments in Portugal", Banco de Portugal, *Boletim Económico de Outono*, 35-36.
8. Alves, N., M. Centeno e Á. Novo, 2010, "Investment in Education in Portugal: Returns and Heterogeneity", Discussion Theme, Banco de Portugal, *Boletim Económico da Primavera*.

Gráfico 6.1 • Desigualdade: Rácios dos percentis salariais



Fontes: Segurança Social e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Painel do lado esquerdo: Desigualdade calculada com salários mensais de outubro. Painel do lado direito: Desigualdade calculada para salários acumulados durante um ano.

O processo de desalavancagem da economia portuguesa: factos e desafios

1. Introdução

O acesso ao crédito permite o alisamento intertemporal das decisões de consumo público e privado, permitindo fazer face a choques adversos. Para além disso, famílias, empresas e setor público recorrem também ao crédito para financiar o investimento em horizontes longos. Não obstante, a acumulação excessiva de dívida implica fragilidades, em particular quando tal possa colocar em questão a sua capacidade de re-embolso. A aferição da otimalidade do nível de endividamento dos diferentes setores de uma economia é complexa, não existindo um *benchmark* inequívoco que permita identificar o ponto a partir do qual a dívida se torna excessiva. Refira-se que tal nível não será o mesmo para diferentes setores, para diferentes momentos do tempo e para diferentes enquadramentos institucionais.

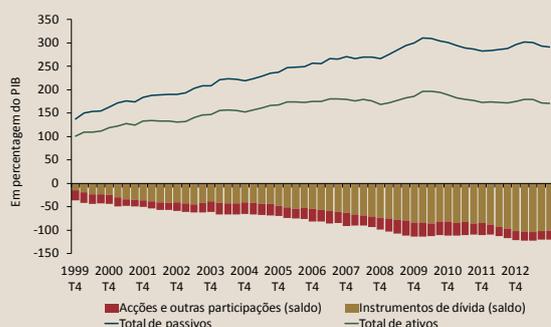
Esta secção começa por caracterizar o endividamento dos vários setores institucionais da economia portuguesa antes da crise financeira global, analisando posteriormente o processo de desalavancagem durante a crise e discutindo algumas vulnerabilidades e desequilíbrios que ainda persistem.

2. O endividamento da economia portuguesa antes da crise financeira global

Nos anos que precederam a recente crise económica e financeira, a posição líquida da economia portuguesa face ao resto do mundo deteriorou-se acentuadamente. A posição negativa que era de cerca de 30 por cento do PIB no início da área do euro alargou-se para mais de 90 por cento em meados de 2008 (Gráfico 2.1). Uma evolução semelhante ocorreu nos países da área do euro atualmente em processo de ajustamento como a Espanha, a Grécia e a Irlanda (Gráfico 2.2). A evolução da posição devedora da economia portuguesa antes da crise deveu-se essencialmente ao aumento da dívida face ao exterior, com a parte correspondente a posições em ações e outras participações de capital a manter-se relativamente estável em percentagem do PIB (cerca de 20 por cento).

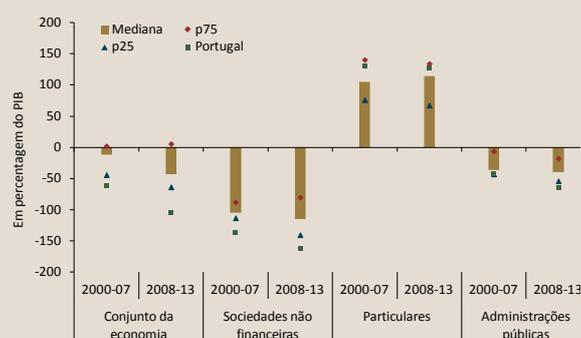
A eliminação do risco cambial decorrente da participação na área do euro, a maior partilha de riscos resultante da integração financeira, em paralelo com a inovação financeira e a evolução tecnológica, contribuíram para expandir as possibilidades de diversificação de carteira

Gráfico 2.1 • Ativos e passivos da economia face ao resto do mundo



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 2.2 • Ativos financeiros líquidos | Portugal e área do euro



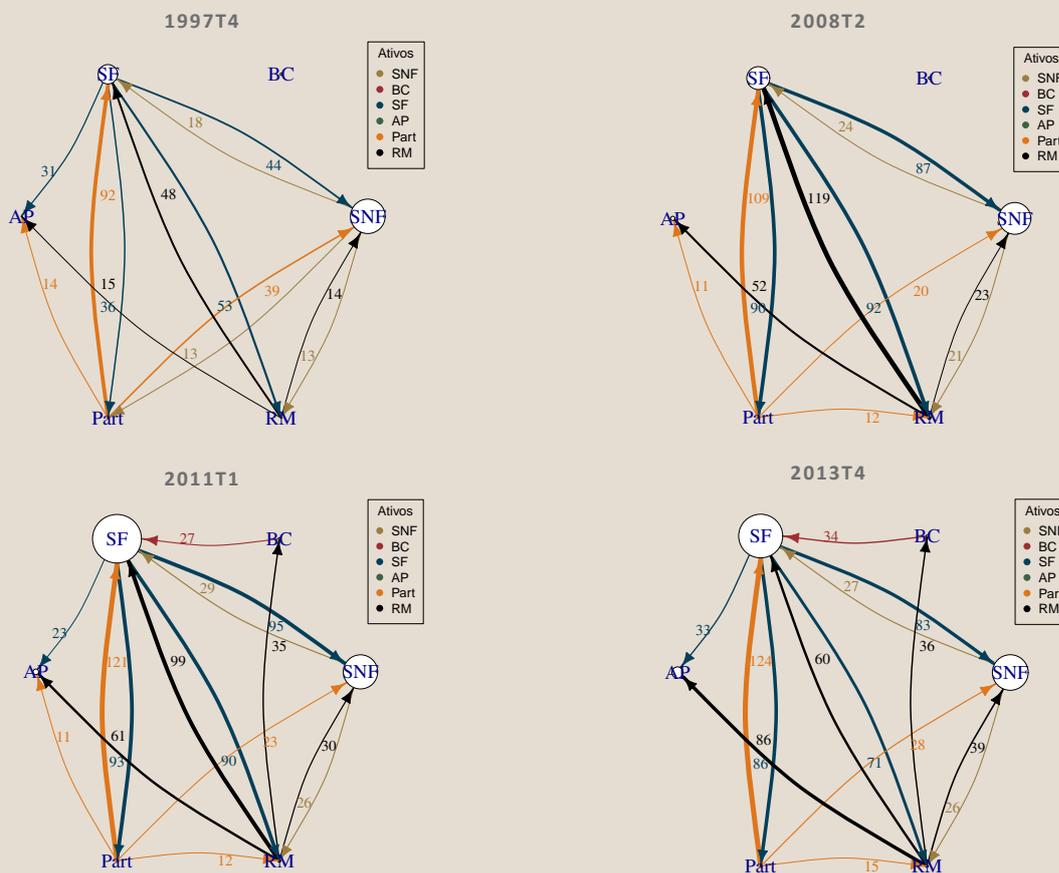
Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: Para a área do euro, apresentam-se a mediana, o percentil 25 (p25) e o percentil 75 (p75). Os valores para a área do euro estão disponíveis até 2012.

dos agentes económicos e aumentar a importância da intermediação financeira. Até ao início da crise financeira global, o aumento da procura de financiamento por parte das famílias, das empresas e do setor público foi correspondido pela oferta de crédito dos bancos portugueses que, por sua vez, se financiavam nos mercados financeiros internacionais em igualdade de circunstâncias com os pares europeus. A representação gráfica das redes de balanços bilaterais entre os vários setores institucionais no final de 1997 e em meados de 2008 (antes da falência do *Lehman Brothers*)

ilustra bem a intensificação das ligações financeiras entre o setor privado não financeiro e o sistema financeiro que ocorreu entre estes dois momentos (Gráfico 2.3)¹. Em particular, observa-se o alargamento das posições devedoras das famílias e das empresas face ao sistema financeiro, bem como da posição devedora do setor financeiro face ao resto do mundo. No caso das administrações públicas, foi particularmente expressivo o aumento da posição devedora deste setor face ao resto do mundo.

Gráfico 2.3 • Exposições bilaterais na economia portuguesa



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: A figura representa as relações intra-setoriais e as relações bilaterais entre os vários setores institucionais: famílias, sociedades não financeiras, administrações públicas, setor financeiro, banco central e resto do mundo. Só são considerados instrumentos de dívida. A área dos círculos é proporcional ao valor da exposição intra-setorial e a largura das setas é proporcional ao valor das posições inter-setoriais. Os valores estão apresentados em percentagem do PIB (as posições inferiores a 10 por cento do PIB foram omitidas). A cor das setas identifica as posições ativas de cada setor (por exemplo: a cor ocre identifica as posições ativas das sociedades não financeiras e a cor amarela as posições ativas das famílias). O sentido da seta indica o setor devedor. Deste modo, tem-se por exemplo que em 2008-T2 os ativos das famílias no sistema financeiro representavam 109 por cento do PIB e os passivos das sociedades não financeiras face ao sistema financeiro representavam 87 por cento do PIB. A informação sobre as exposições bilaterais não está disponível para alguns instrumentos financeiros, sendo nestes casos estimada por máxima entropia tendo por base exposições bilaterais observadas (essencialmente empréstimos e depósitos). Para uma descrição da metodologia ver Nuno Silva (2010), "Relações inter-setoriais na economia portuguesa: uma aplicação do modelo de dívida contingente", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira Novembro 2010*.

Para avaliar o endividamento relativo dos diferentes setores, podem ser utilizados três *benchmarks*: desvios face à média da área do euro, face à média histórica e face à tendência de longo prazo². No setor financeiro, os desvios face aos *benchmarks* foram calculados para o rácio entre o crédito e os depósitos dos bancos portugueses e nos restantes setores foi considerado o rácio entre dívida financeira e PIB³.

No **setor financeiro**, antes do início da crise financeira global, os desvios face aos três *benchmarks* eram positivos, ilustrando a forte dependência dos bancos portugueses face a financiamento nos mercados de dívida por grosso (Gráfico 2.4). Conforme ilustrado no gráfico 2.3, este financiamento foi obtido essencialmente junto de não residentes, tornando o sistema financeiro relativamente exposto a alterações de sentimento nos mercados financeiros internacionais.

O recurso ao crédito permite às **famílias** a suavização das flutuações do consumo ao longo da vida, bem como a aquisição de habitação em fases iniciais do ciclo de vida, dentro

dos limites impostos pela sua restrição orçamental intertemporal. Com a integração na área do euro, a passagem para um ambiente de taxas de juro estruturalmente mais baixas e menos voláteis e o crescimento do rendimento permanente das famílias terão contribuído para o aumento do número de famílias com acesso ao crédito bem como dos níveis da dívida considerados sustentáveis por parte das famílias endividadas⁴. Ainda que uma evolução semelhante se tenha verificado noutros países da área do euro, a trajetória do endividamento das famílias portuguesas divergiu marcadamente da observada para a média da área do euro até ao início da crise financeira global em 2008 (Gráfico 2.5). Tendo em consideração os três *benchmarks* referidos acima, a análise do endividamento das famílias portuguesas em meados de 2008 sugere uma “excessiva” acumulação de dívida no período anterior à crise (Gráfico 2.4). Considerando também a evolução dos ativos financeiros na posse das famílias, observa-se que a posição credora em termos líquidos das famílias portuguesas não diverge significativamente da média da

Gráfico 2.4 • Endividamento antes da crise financeira

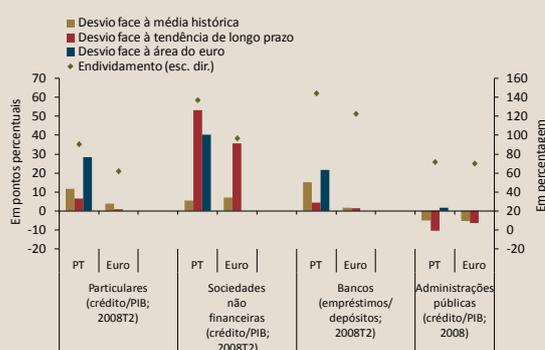
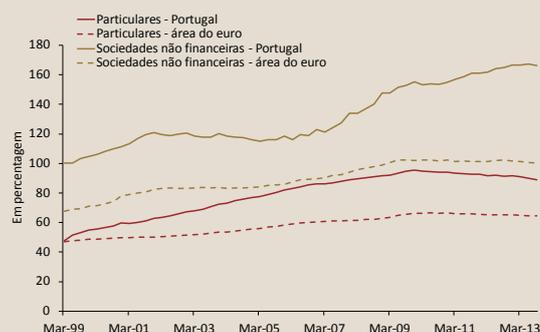


Gráfico 2.5 • Rácio entre crédito e PIB



Fontes: BCE, BIS, Eurostat e Banco de Portugal.

Notas: O endividamento dos particulares e empresas foi calculado com base em séries longas do BIS (que correspondem, no período mais recente, a contas financeiras não consolidadas). O endividamento do sistema bancário é medido pelo rácio entre empréstimos e depósitos com base nas Estatísticas Monetárias e Financeiras do BCE. O endividamento das Administrações Públicas utiliza dados relativos ao Procedimento de Défices Excessivos. As médias históricas foram calculadas com dados desde 1999. As tendências de longo prazo foram calculadas com filtros H-P utilizando a série mais longa disponível para cada agregado. Os parâmetros de alisamento dos filtros foram ajustados com base na frequência das observações de cada série e com base na duração média do ciclo (400.000 para particulares e empresas, 129.600 para bancos, 100 para administrações públicas). Para mais detalhes sobre este último ponto, veja-se Bonfim, D. e N. Monteiro (2013), "A implementação do buffer de capital contracíclico: regras versus discricionariedade", Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira de Novembro 2013.

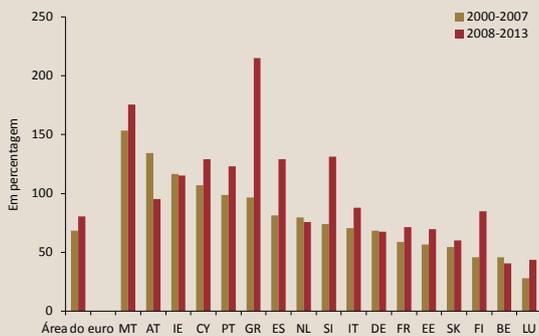
Fontes: BIS, Eurostat e Banco de Portugal.

área do euro (Gráfico 2.2). Adicionalmente, é de referir que grande parte da dívida das famílias portuguesas se destina à aquisição de habitação, tendo portanto uma contrapartida real no balanço do setor, o que não acontece em todas as economias da área do euro. De facto, em Portugal a percentagem de famílias com dívida hipotecária é das mais elevadas no contexto dos países da área⁵. A informação disponível ao nível microeconómico é muito relevante para complementar a análise efetuada com base em dados agregados pois permite identificar as famílias endividadas, analisar a distribuição do endividamento e detetar a existência de eventuais situações de maior vulnerabilidade. Em particular, o facto de a participação no mercado do crédito para habitação por parte das famílias de rendimento mais baixo ser limitada (em 2010 apenas 7.6 por cento das famílias no primeiro quintil do rendimento tinham dívida hipotecária) ajuda a explicar o baixo nível de incumprimento do crédito neste segmento⁶. Adicionalmente, uma vez que a generalidade dos empréstimos é contratada com taxas de juro variáveis, a orientação da política monetária permitiu conter a evolução dos encargos com o serviço da dívida.

As **empresas** portuguesas apresentam, tal como na generalidade dos países, uma posição financeira líquida negativa (Gráfico 2.2). No entanto, a estrutura de financiamento das empresas portuguesas é menos equilibrada do que a média da área do euro, apresentando um rácio entre dívida e capital dos

mais elevados no conjunto da área (Gráfico 2.6). No que respeita ao endividamento das empresas portuguesas, os desvios face aos três *benchmarks* referidos anteriormente eram positivos em meados de 2008, o que sugere também a elevada acumulação de dívida por parte deste setor no período anterior à crise, situação que era muito semelhante à observada em Espanha e na Irlanda (Gráfico 2.4). Neste período, num ambiente de taxas de juro estruturalmente mais baixas e menos voláteis, o número de empresas com acesso aos mercados de dívida e o nível de endividamento das empresas endividadas aumentaram⁷. As expectativas de crescimento da produtividade nas empresas que se criaram com a perspectiva de integração na área do euro terão contribuído também para que os níveis da dívida fossem considerados sustentáveis. A informação disponível ao nível microeconómico revela também uma acentuada heterogeneidade na distribuição do endividamento entre empresas com diferentes características. Quase metade das empresas privadas portuguesas não tem qualquer tipo de dívida, dada a grande proporção de empresas de muito pequena dimensão (cerca de 85 por cento das empresas são classificadas como microempresas⁸). No entanto, os rácios de endividamento das empresas com dívida são elevados em todas as classes de dimensão e setores, mas especialmente nas de menor dimensão e em alguns setores específicos, como a construção e o comércio. O facto de as empresas destes

Gráfico 2.6 • Rácio dívida/capital das sociedades não financeiras



Fonte: Eurostat e Banco de Portugal.

Nota: Os valores para a área do euro estão disponíveis apenas até 2012.

Gráfico 3.1 • Taxa de variação homóloga do crédito ao setor privado não financeiro



Fonte: BIS.

setores combinarem produtividades baixas e elevado endividamento tornou-as particularmente vulneráveis, sobretudo a choques sobre a procura interna.

Finalmente, as **administrações públicas** portuguesas, tal como na maioria dos países da área do euro, apresentam uma posição devedora (Gráfico 2.2). Em meados de 2008, a dívida das administrações públicas⁹ era marginalmente superior à média da área do euro, mas um pouco menor do que a média histórica e a tendência de longo prazo (Gráfico 2.4).

Deste modo, em termos globais, a evidência disponível em meados de 2008 sugeria a existência de vulnerabilidades associadas ao endividamento excessivo de algumas franjas do setor privado não financeiro, em particular das empresas, bem como possíveis dificuldades na acomodação de choques negativos, especialmente num contexto de elevada dependência de financiamento nos mercados financeiros internacionais¹⁰. A transmissão da crise financeira à atividade económica e ao desemprego refletiu-se no aumento do incumprimento do crédito, especialmente no caso do crédito às empresas e aos particulares para consumo e outros fins, que atingiu níveis sem precedentes históricos. A manutenção de uma política monetária acomodatória contribuiu, no entanto, para manter os níveis de incumprimento nos empréstimos para aquisição de habitação em níveis contidos. Adicionalmente, a presumível ausência de uma bolha especulativa no mercado de habitação terá contribuído para atenuar o potencial efeito negativo para o sistema financeiro das situações de incumprimento observadas durante a crise.

3. O processo de desalavancagem durante a crise

A crise financeira global e a subsequente crise da dívida soberana alteraram de forma significativa o enquadramento da economia portuguesa, desencadeando um processo de ajustamento das vulnerabilidades acima identificadas em várias vertentes. Este ajustamento foi motivado por uma assinalável contração da

procura e por uma revisão negativa das expectativas dos agentes económicos, que deverão ter afetado de forma estrutural as suas previsões quanto ao rendimento permanente. Paralelamente, o ajustamento teve subjacente um canal financeiro, que assumiu particular importância devido à significativa posição devedora líquida da economia portuguesa face ao exterior. Os bancos e, numa fase posterior, o setor público, passaram a enfrentar substanciais restrições no acesso a financiamento no exterior. Neste contexto, o início do processo de desalavancagem da economia portuguesa teve subjacente uma contração simultânea ao nível da oferta e da procura de crédito, sendo complexo quantificar com rigor o contributo relativo de cada uma destas dimensões para o ajustamento¹¹.

Assim, para melhor compreender a dinâmica de ajustamento do endividamento da economia portuguesa, é relevante ter em consideração dois períodos distintos. Durante a crise financeira global (2008-2010), as restrições de financiamento enfrentadas pelos agentes económicos nacionais não se distinguiam de forma notória das observadas noutras economias avançadas. Não obstante, o já referido elevado nível de endividamento de alguns setores da economia poderá ter condicionado a sua capacidade de acomodação de choques negativos. Durante este período inicial, os bancos continuaram a assegurar o financiamento da economia. A atuação de bancos estrangeiros com atividade em Portugal permitiu atenuar uma desalavancagem mais forte por parte dos bancos domésticos, contribuindo assim para uma relativa estabilidade da oferta de crédito na economia, em particular para uma menor desaceleração do crédito à habitação¹². Apesar da desaceleração do crédito neste período, o seu crescimento continuou a ser superior ao do conjunto da área do euro (Gráfico 3.1). Refira-se, contudo, que neste período parte das dificuldades registadas pelos bancos no acesso a financiamento no exterior foi mitigada pela concessão de garantias públicas à emissão de dívida dos bancos.

Num segundo período, marcado pela crise da dívida soberana e pelo Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) (2011-2013), assistiu-se a uma fragmentação no seio da área do euro, passando a economia portuguesa a posicionar-se entre as mais vulneráveis. Esta fragmentação pode ser ilustrada, por exemplo, pelo significativo aumento do diferencial entre as taxas de juro aplicadas nos empréstimos bancários em Portugal (e noutros países sob pressão) face à média da área do euro¹³. Neste período, a desalavancagem refletiu não apenas condicionantes no acesso a financiamento no exterior, mas também dinâmicas internas de ajustamento da economia, conforme discutido na secção

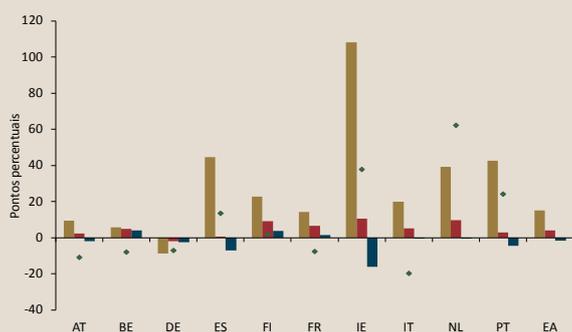
“Evolução recente da economia portuguesa”, deste Relatório.

Em ambos os períodos de ajustamento, observou-se alguma heterogeneidade na dinâmica dos diferentes setores institucionais, bem como uma reafetação de fluxos financeiros entre setores.

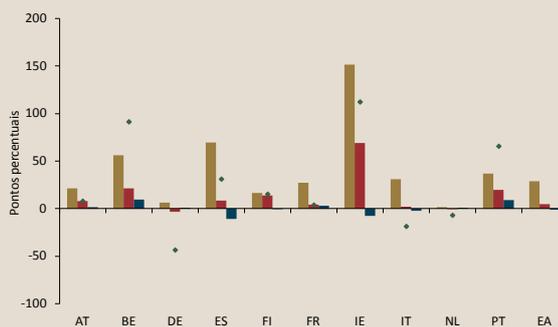
O **sistema bancário** evidenciou uma desalavancagem significativa, patente no reforço substancial dos rácios de adequação de fundos próprios e na redução do rácio entre empréstimos e depósitos (Gráfico 3.2). Este ajustamento permitiu que os bancos portugueses passassem a registar rácios entre empréstimos e depósitos mais próximos da média da área do euro, mesmo num cenário

Gráfico 3.2 • Variação do endividamento

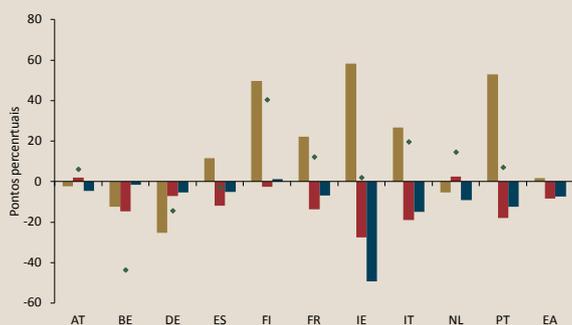
Particulares



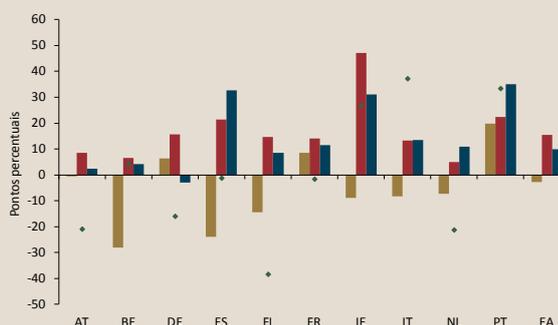
Sociedades não financeiras



Bancos



Administrações públicas



■ Variação do endividamento antes da crise (1999T1 - 2008T2)
 ■ Variação do endividamento durante a crise financeira global (2008T2-2011T1)
 ■ Variação do endividamento durante a crise da dívida soberana (2011T1-2013T3)
 ◆ Desvio face à área do euro 2013T3

Fontes: BCE, BIS, Eurostat e Banco de Portugal.

Notas: O endividamento dos particulares e empresas foi calculado com base em séries longas do BIS. O endividamento do sistema bancário é medido pelo rácio entre empréstimos e depósitos com base nas Estatísticas Monetárias e Financeiras do BCE. O endividamento das Administrações Públicas utiliza dados relativos ao Procedimento de Défices Excessivos.

onde outros países também efetuaram ajustamentos significativos. A desalavancagem do sistema bancário português foi transversal aos dois períodos de ajustamento, ainda que os seus determinantes tenham sido distintos. Durante a crise financeira global o ajustamento refletiu essencialmente um crescimento acentuado dos depósitos¹⁴, num contexto de reforço da poupança das famílias e de reafetação de aplicações financeiras, enquadradas por um aumento generalizado da incerteza e da perceção do risco e por uma melhoria das condições de remuneração oferecidas pelos bancos. Por seu turno, durante a vigência do PAEF, a desalavancagem dos bancos portugueses refletiu predominantemente a contração dos seus ativos, com implicações sobre o financiamento dos restantes setores da economia, em particular sobre particulares e empresas privadas.

A redução do endividamento das **famílias** portuguesas centrou-se no período do PAEF. Neste período, o rendimento disponível das famílias reduziu-se, refletindo as quebras no emprego e nas remunerações líquidas por trabalhador. A forte correção das expectativas sobre a evolução do rendimento futuro traduziu-se numa acentuada contração do consumo e num aumento da poupança. A incerteza quanto à evolução macroeconómica em geral e, em particular, quanto às medidas necessárias para corrigir o défice das contas públicas deverão ter contribuído para um aumento da poupança por motivo precaução (Gráfico

3.3)¹⁵. Posteriormente, sobretudo ao longo de 2012, a evolução da poupança foi também afetada por efeitos de composição na evolução do rendimento disponível. Neste período, os rendimentos do trabalho deram um contributo negativo para a evolução do rendimento disponível, sendo positiva a contribuição dos rendimentos de propriedade e de capital. Esta dicotomia terá sido determinante na evolução da poupança, na medida em que os detentores destes rendimentos têm uma propensão média à poupança claramente superior à dos detentores do rendimento do trabalho¹⁶. Em termos globais, estes ajustamentos ter-se-ão traduzido numa situação financeira mais equilibrada das famílias portuguesas. Não obstante, importa ter presente a assimetria no ajustamento, que terá implicado um aumento de situações de vulnerabilidade económica, em particular associadas ao aumento expressivo do desemprego.

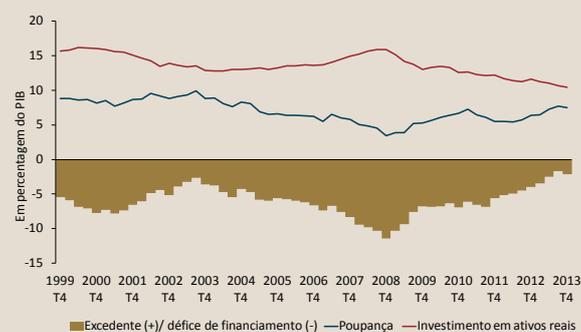
Neste período observou-se uma contração muito significativa dos empréstimos concedidos para consumo e outras finalidades. Esta evolução deverá refletir um ajustamento das expectativas sobre o rendimento permanente das famílias, bem como, em alguma medida, a pro-ciclicidade habitual deste tipo de financiamento. Por sua vez, os empréstimos para aquisição de habitação também registaram uma diminuição ao longo deste período. De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, esta evolução refletiu um aumento na restritividade dos critérios aplicados na

Gráfico 3.3 • Poupança, investimento e excedente/défice de financiamento

Particulares



Sociedades não financeiras



Fontes: INE e Banco de Portugal.

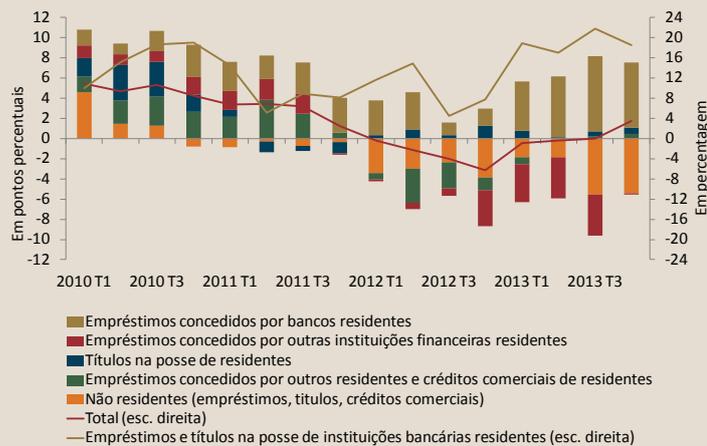
aprovação de empréstimos neste segmento, bem como uma retração da procura. Refira-se que apesar do ajustamento efetuado, as famílias portuguesas continuam a posicionar-se entre as mais endividadas da área do euro, dado que noutros países ocorreram também processos de ajustamento¹⁷.

O processo de desalavancagem das **empresas não financeiras** tem sido bastante gradual. A queda do investimento e uma ligeira recuperação da poupança levaram a uma redução do défice de financiamento do setor, mas este défice continuou a ser financiado essencialmente através do recurso ao crédito (Gráfico 3.3). Dado o elevado saldo de dívida acumulado, um ajustamento abrupto teria riscos significativos, em particular num cenário de baixa inflação e baixo crescimento. Na

verdade, o endividamento total das empresas portuguesas aumentou quer durante a crise financeira global quer durante a vigência do PAEF (Gráfico 8). Os desvios do rácio entre crédito e PIB deste setor aumentaram face à sua média histórica, à sua tendência de longo prazo e à média da área do euro. Contudo, a evolução observada não é transversal a todas as empresas portuguesas, sendo como tal crucial explorar várias dimensões deste processo heterogéneo.

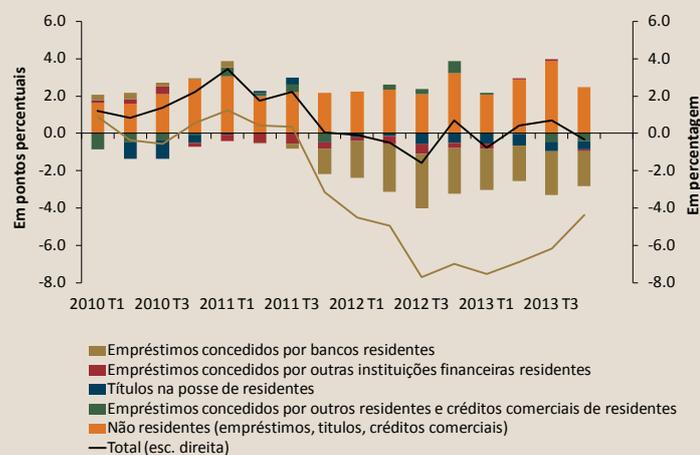
Em primeiro lugar, importa distinguir a evolução entre as empresas privadas e as empresas públicas não incluídas no setor das administrações públicas. O endividamento destas últimas aumentou durante a crise financeira global, mas registou alguma correção ao longo dos últimos anos. Apesar de o nível de

Gráfico 3.4
• Crédito às empresas públicas não incluídas nas administrações públicas | Contributos para a taxa de variação anual



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3.5
• Crédito concedido a sociedades não financeiras do setor privado | Contributos para a taxa de variação anual



Fonte: Banco de Portugal.

endividamento destas empresas no final de 2013 ser semelhante ao observado em meados de 2008, ocorreu uma profunda recomposição da sua estrutura de financiamento (Gráfico 3.4): a maior parte destas empresas deixou de ter acesso a financiamento junto de não residentes durante o período em análise, tendo parte das suas necessidades de financiamento sido supridas por bancos portugueses. Para as empresas privadas observou-se uma evolução diametralmente oposta (Gráfico 3.5): o financiamento junto de instituições financeiras residentes evidenciou uma contração assinalável, em particular desde o início do PAEF, tendo sido parcialmente substituído por financiamento junto de não residentes.

Em segundo lugar, a maior restritividade na concessão de crédito por parte dos bancos portugueses tem necessariamente implicações sobre o financiamento de empresas de diferentes dimensões (Quadro 3.1). Uma vez que apenas as empresas de maior dimensão conseguem ter acesso a financiamento junto de não residentes, a evolução do endividamento por dimensão das empresas tem sido bastante heterogénea. Deste modo, o aumento da alavancagem das empresas privadas centrou-se essencialmente nas grandes empresas. Em termos setoriais, os dados disponíveis mostram que a desalavancagem se concentrou nalguns setores específicos,

nomeadamente construção, atividades imobiliárias e comércio. As empresas com atividade nestes setores terão sido particularmente expostas ao ajustamento da economia portuguesa, dada a sua dependência da procura interna, num quadro de ajustamento cíclico da economia. Para além disso, ocorreu uma diminuição estrutural da procura (privada e pública) nos setores da construção e atividades imobiliárias, que já era evidente antes da crise financeira global. Neste contexto, a desalavancagem destas empresas tenderá a refletir não apenas restrições do lado da oferta de crédito, num contexto de aumento da perceção de risco subjacente a estas atividades, mas também uma significativa retração da procura, num contexto de moderação da atividade. Neste enquadramento, o aumento do endividamento das sociedades não financeiras observado durante o período de ajustamento da economia portuguesa concentra-se nalguns setores específicos, onde se incluem várias empresas de grande dimensão: eletricidade, gás e água, transportes e SGPS não financeiras.

Por último, é possível identificar alguma reafetação entre atividades transacionáveis e não transacionáveis, ilustrada, por exemplo, pelo ligeiro aumento do financiamento das empresas industriais, em parte junto de não residentes, refletindo os canais abertos pela atividade exportadora de uma fração crescente destas

Quadro 3.1 • Endividamento

	2008 T2	2011 T1	2013 T4
Porcentagem do PIB			
Particulares	99.5	102.5	96.5
Aquisição de habitação	68.5	72.1	68.7
Consumo e outros fins	31.0	30.4	27.8
Empresas públicas não incluídas nas administrações públicas	11.2	14.3	11.0
Empresas privadas	162.3	178.4	185.3
Micro empresas	43.2	46.1	45.3
Pequenas empresas	30.7	29.5	26.4
Médias empresas	27.5	29.9	28.0
Grandes empresas	37.9	45.8	53.7

Fontes: INE e Banco de Portugal.

empresas. Neste ponto, a evolução setorial do crédito afigura-se compatível com o ajustamento da economia portuguesa, favorecendo o investimento produtivo num contexto em que o consumo se mantém em níveis sustentáveis, conforme discutido no texto “Evolução recente da economia portuguesa”, deste Relatório.

Por seu turno, nas **administrações públicas** não se observou um processo de desalavancagem, no sentido de redução do nível de endividamento deste setor, no período de vigência do PAEF. Com efeito, a dívida pública em percentagem do PIB aumentou 35 p.p. do PIB entre 2010 e 2013, situando-se em 129.0 por cento no final do horizonte (Gráfico 3.6). De notar, no entanto, que este rácio tinha apresentado já subidas muito expressivas em 2009 e 2010, facto que estará inevitavelmente associado ao desencadear da crise da dívida soberana em 2011.

A evolução da dívida pública nos últimos três anos decorre em larga medida de ajustamentos défice-dívida positivos e muito significativos, em particular nos dois primeiros anos do PAEF (Gráfico 3.7). No conjunto do período, estes ascenderam a 14.8 p.p. do PIB, sendo explicados essencialmente pela acumulação de ativos financeiros por via do aumento dos depósitos das administrações públicas e da emissão de instrumentos de capital contingente (CoCo's) no âmbito dos processos de capitalização de um conjunto de bancos nacionais. A este respeito, o gráfico 3.6 ilustra a evolução

do rácio da dívida excluindo os depósitos das administrações públicas.

O impacto da evolução cíclica da economia sobre a dívida das administrações públicas foi muito desfavorável no período recente. As reduções do PIB em termos nominais em 2011 e 2012 inverteram o sinal do efeito de denominador sobre o rácio da dívida, levando ao seu aumento. Adicionalmente, o impacto indireto por via da componente cíclica do saldo orçamental também contribuiu para a subida do rácio da dívida. No seu conjunto, estes dois efeitos explicam cerca de 7.5 p.p. da evolução do rácio da dívida entre 2010 e 2013.

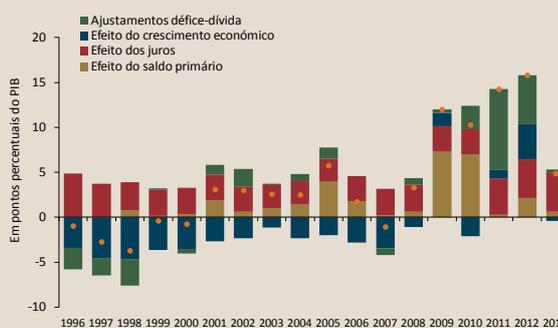
Para além da componente cíclica, é útil identificar outros fatores que estão subjacentes aos desenvolvimentos ao nível do saldo orçamental. Em primeiro lugar, as despesas em juros em percentagem do PIB registaram um aumento muito significativo em 2011, em resultado do aumento quer da taxa de juro implícita quer do *stock* da dívida. Em 2012 e 2013, o financiamento no âmbito do PAEF e o recurso a emissões de títulos de curto prazo com taxas de juros baixas permitiram atenuar a tendência de subida. Ainda assim, o contributo acumulado das despesas em juros para a dinâmica do rácio da dívida entre 2010 e 2013 situou-se em aproximadamente 12.5 p.p.. Em segundo lugar, foram adotadas medidas temporárias que permitiram alguma redução do rácio da dívida, mas cujo efeito foi mitigado pelo impacto no sentido do agravamento do défice de fatores especiais e outras operações

Gráfico 3.6 • Dívida pública



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 3.7 • Decomposição da variação do rácio da dívida pública



Fontes: INE e Banco de Portugal..

de natureza transitória (como as decorrentes do apoio ao sistema financeiro)¹⁸. Por último, o esforço de consolidação, medido pela variação do saldo primário estrutural, atingiu nos últimos três anos uma magnitude sem precedentes e representou uma inversão face às políticas expansionistas do passado. Ainda assim, apenas em 2013 se verificou um valor positivo para o saldo primário estrutural, o que significa que em termos acumulados no período 2010-2013 este indicador ainda contribuiu para a subida do rácio da dívida.

A evolução do rácio da dívida no período recente foi muito mais desfavorável do que o previsto inicialmente no âmbito do PAEF. Diversos fatores contribuíram para este resultado, incluindo uma evolução macroeconómica mais adversa, a revisão em alta dos objetivos para o défice e ajustamentos défice-dívida de magnitude mais elevada do que o previsto aquando da elaboração do PAEF. Neste contexto é importante destacar que a inclusão de entidades no perímetro das administrações públicas teve um efeito no nível da dívida pública, mas não na sua evolução, dada a retropolação das séries e um crescimento da dívida destas entidades inferior ao do agregado. Refira-se que a diferença no rácio da dívida entre o perímetro atual e o de 2008 ascendia a cerca de 9.5 p.p. no final de 2013.

Em síntese, ao longo dos últimos anos ocorreu um ajustamento significativo na estrutura de financiamento dos diferentes setores, bem como nas suas interligações. A representação gráfica das redes de balanços bilaterais entre setores permite sumariar as principais dimensões deste processo (Gráfico 2.3). Em primeiro lugar, é visível uma diminuição dos passivos do sistema financeiro face ao resto do mundo, tendo sido parcialmente substituídos por financiamento do setor público (em parte associado ao PAEF) e do banco central (refletindo o acesso a financiamento junto do Eurosistema). Por seu turno, o ajustamento das famílias é visível num aumento dos seus ativos face ao sistema financeiro, bem como numa ligeira diminuição dos seus passivos. Em contraste, os ativos e passivos de empresas

não financeiras face aos bancos portugueses não registaram alterações significativas, observando-se no entanto um fortalecimento das posições ativas e passivas face ao resto do mundo. Por último, é evidente um aumento do financiamento do setor público por parte dos bancos.

4. Que desequilíbrios persistem?

Apesar da assinalável desalavancagem da economia portuguesa ao longo dos últimos anos, a análise anterior ilustra a heterogeneidade deste processo de ajustamento, evidenciando a persistência de alguns focos de vulnerabilidade.

A alavancagem do **sistema bancário** diminuiu de forma assinalável, tendo convergido para valores bastante mais próximos dos observados noutros países da área do euro. Os rácios de capital dos bancos portugueses foram significativamente reforçados e a sua estrutura de financiamento atual implica uma menor dependência do acesso a financiamento nos mercados financeiros internacionais, conforme discutido no Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal de maio de 2014.

Por seu turno, o ajustamento do endividamento das **famílias** portuguesas assumiu uma magnitude significativa. Contudo, o nível global de endividamento permanece elevado em termos agregados, existindo evidência de que a capacidade de servir a dívida se encontra muito associada ao nível de taxa de juro, num contexto em que predominam os empréstimos a taxa de juro variável¹⁹. Refira-se, não obstante, que não se afigura provável um agravamento das condições monetárias na área do euro num horizonte de curto e médio prazo.

A heterogeneidade que caracterizou o ajustamento das **empresas** portuguesas suscita um conjunto complexo de questões sobre a persistência de eventuais desequilíbrios. Apesar de a análise agregada do endividamento das empresas sugerir a necessidade de prosseguir o processo de desalavancagem, no curto prazo é necessário assegurar que as empresas

viáveis e produtivas continuam a ter acesso a financiamento bancário. A evidência microeconómica disponível sugere que os bancos têm diferenciado, em termos de preços e quantidades, o crédito oferecido a empresas conforme o seu grau de risco e a sua viabilidade económica e financeira. Não obstante, no médio/longo prazo subsiste a necessidade de promover uma estrutura de capital mais equilibrada para algumas empresas não financeiras, em particular as pequenas e médias empresas, com níveis de endividamento muito elevados e com níveis muito reduzidos de capitalização. O aumento do interesse destas empresas por fontes de financiamento alternativas deverá passar pela profissionalização da sua gestão, bem como pela sua capacidade para se coordenarem na obtenção de soluções de financiamento em conjunto e, eventualmente, pela adoção de medidas que limitem as distorções provocadas pelas diferenças no tratamento fiscal da remuneração da dívida e do capital. Estas medidas têm implicações fiscais que estão limitadas pela necessidade de consolidação orçamental, mas têm sido recentemente objeto de estudo em alguns países e merecem uma discussão aprofundada²⁰. Em contraste, é importante referir que muitas empresas, em particular de pequena dimensão, desenvolvem a sua atividade sem recurso a dívida financeira ou com níveis pouco expressivos de dívida, conforme discutido anteriormente. Para tais empresas, é necessário assegurar que o acesso a financiamento não constitui uma restrição ativa na exploração de oportunidades de crescimento. A este respeito, importa ter presente qual o objetivo do financiamento bancário. De facto, mesmo antes da crise financeira global, existia evidência de que uma parte muito significativa dos empréstimos bancários se destinava ao financiamento de necessidades de fundo de maneio e a re-estruturação de dívidas, sendo bastante menos expressivo o financiamento de investimentos produtivos. Contudo, para assegurar um crescimento sustentado da economia portuguesa, seria desejável que,

num contexto de recursos escassos, o financiamento disponível se dirigisse primordialmente para o financiamento de projetos produtivos e competitivos. A promoção do interesse de investidores não bancários no financiamento das empresas poderá ter também um papel importante. As sociedades de capital de risco, por exemplo, vocacionadas para o financiamento de investimentos de maior risco mas com elevada rentabilidade potencial poderão ter um papel fundamental no financiamento de empresas inovadoras, indispensáveis a um crescimento sustentado.

No que respeita ao setor das **administrações públicas**, não se verificou uma diminuição do nível de endividamento bruto nos últimos anos, apesar do significativo esforço em termos de consolidação orçamental. Este resultado decorreu em larga medida da evolução da atividade económica e de uma acumulação de ativos muito expressiva. A ausência de um processo de desalavancagem poderá ter efeitos nefastos sobre a economia. Com efeito, uma dívida pública elevada implica elevados encargos anuais com juros, cujo financiamento poderá ocorrer por via do aumento de impostos com efeitos distorcionários ou redução do investimento público produtivo. Adicionalmente, a utilização significativa de recursos por parte do setor público provoca externalidades negativas sobre os restantes setores da economia, essencialmente por via da captação privilegiada de financiamento. Por último, elevados níveis de endividamento das administrações públicas limitam a margem de manobra para a adoção de políticas orçamentais contra-cíclicas e geram maior incerteza nos agentes económicos. Neste contexto, é crucial que o rácio da dívida em Portugal entre numa trajetória descendente, assente em finanças públicas sãs, não apenas de forma a consolidar o acesso pleno aos mercados internacionais e o cumprimento dos compromissos europeus, como também para evitar potenciais efeitos negativos sobre o crescimento da economia no longo prazo.

Notas

1. Para uma descrição da metodologia subjacente a esta análise, ver Silva, N. (2010), "Relações inter-setoriais na economia portuguesa: uma aplicação do modelo de dívida contingente", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira de Novembro 2010*.
2. A média histórica foi calculada para o período de 1999 a 2013. A tendência de longo prazo foi estimada com a aplicação de um filtro *Hodrick-Prescott*, utilizando a série mais longa disponível para cada agregado. Para mais detalhes sobre a metodologia utilizada, ver Bonfim, D. e N. Monteiro (2013), "A implementação do buffer de capital contracíclico: regras versus discricionariedade", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira de Novembro 2013*.
3. Tal implica que a análise do sistema financeiro subjacente a este indicador inclui apenas o sistema bancário que, não obstante, assume uma função central no sistema financeiro português.
4. A evolução do número de famílias com acesso a empréstimos bancários é discutida em Farinha, L. (2004), "Grau de esforço associado ao endividamento das famílias: uma análise baseada em dados microeconómicos", Banco de Portugal, *Boletim Económico de Setembro* e Farinha, L. (2008), "O endividamento das famílias portuguesas: evidência recente com base nos resultados do IPEF 2006-2007", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira de 2007*.
5. Para mais detalhe sobre a situação financeira das famílias nos países da área do euro ver "Households finance and consumption survey: report on the first wave of the survey", Banco Central Europeu 2013.
6. Esta informação é analisada com mais profundidade em Farinha, L. (2008), "O endividamento das famílias portuguesas: evidência recente com base nos resultados do IPEF 2006-2007", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira de 2007* e Costa, S. e L. Farinha (2012), "O endividamento das famílias: uma análise microeconómica com base nos resultados do Inquérito à Situação Financeira das Famílias", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira de Maio 2012*.
7. No que respeita à evolução do número de empresas com acesso a crédito ver Bonfim, D., D. Dias e C. Richmond (2012), "What happens after corporate default? Stylized facts on access to credit", *Journal of Banking and Finance*, 36(7), 2007-2025.
8. De acordo com a recomendação da Comissão Europeia (2003/361/EC), microempresas são as empresas que empregam menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios e/ou balanço anual total não excede 2 milhões de euros.
9. Ao longo do texto, a definição de dívida pública utilizada está de acordo com o conceito de Maastricht, *i.e.*, a dívida está definida em termos brutos, consolidada entre subsectores das administrações públicas, valorizada a valor facial e exclui créditos comerciais.
10. Ver, por exemplo, os riscos identificados no Relatório de Estabilidade Financeira do Banco de Portugal de 2007.
11. Para uma análise do contributo relativo de restrições na oferta e na procura na evolução dos empréstimos, ver Caixa "Uma decomposição do crescimento do crédito com base no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira de Novembro 2013*.
12. Costa, S. e L. Farinha (2011), "O comportamento dos bancos domésticos e não domésticos na concessão de crédito à habitação: uma análise com base em dados microeconómicos", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira de Maio 2011*.
13. Durante a crise da dívida soberana, o diferencial de taxas de juro em novos empréstimos concedidos a sociedades não financeiras portuguesas, face à área do euro, situou-se em valores próximos de 3 p.p., o que compara com valores médios ligeiramente superiores a 1 p.p. antes da eclosão da crise financeira global.
14. Entre Junho de 2008 e março de 2011, os depósitos do setor privado não financeiro aumentaram cerca de 14 por cento (com base em dados das Estatísticas Monetárias e Financeiras).
15. Ver Alves, N. e F. Cardoso (2010) A Poupança das Famílias em Portugal: Evidência Micro e Macroeconómica, Banco de Portugal, *Boletim Económico Inverno 2010*.
16. Ver caixa 5.1 "A subida da taxa de poupança das famílias em 2012: uma explicação com base em evidência macro e microeconómica", Banco de Portugal, *Relatório Anual de 2013*.
17. Para além disso, a maior parte da dívida das famílias refere-se ao saldo de empréstimos para aquisição de habitação, com uma maturidade residual média elevada. Como tal, o ajustamento nos rácios de endividamento das famílias é por natureza lento.
18. Para mais detalhes sobre medidas temporárias e fatores especiais no período 2011-2013 ver os Relatórios Anuais do Banco de Portugal de 2011 e 2012 e o Boletim Económico do Banco de Portugal de abril de 2014.
19. Ver Alves, N. e N. Ribeiro (2011), "Modelação do incumprimento dos particulares", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira de Novembro 2011*.
20. Por exemplo, existe evidência empírica de que na Bélgica foi possível melhorar a capitalização das empresas através de incentivos fiscais (Panier, F. F. Pérez-González and P. Villanueva (2013), Capital Structure and Taxes: What Happens When You (Also) Subsidize Equity?, Stanford University, mimeo).

Recentes reformas institucionais na União Europeia

1. Introdução

A estrutura inicial da União Económica e Monetária (UEM) assentava em três pilares principais: i) Uma autoridade monetária independente, o Banco Central Europeu (BCE), responsável pela condução da política monetária no conjunto da área do euro; ii) Uma cláusula de “*no bail-out*”, tendo em vista evitar comportamentos de “*free-riding*” e eventuais efeitos de contágio negativos; iii) Regras orçamentais definidas no Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), em 1997, com o objetivo de evitar erros graves no desenho e implementação das políticas orçamentais, que continuavam a ser da responsabilidade das autoridades nacionais. De salientar que não estava previsto um mecanismo que permitisse uma reestruturação ordenada da dívida, nem a possibilidade de saída da área do euro.

Nos primeiros anos de vigência do PEC a supervisão orçamental europeia centrou-se no saldo orçamental observado, secundarizando o critério da dívida e não tendo em conta a evolução do saldo estrutural. A reforma de 2005 deslocou o enfoque do PEC para variáveis estruturais (ajustadas do ciclo e de medidas temporárias), assentando na definição de objetivos de médio prazo específicos para cada Estado membro, fixados em função do rácio da dívida, do crescimento da economia e de uma margem de segurança. Em consequência, a preocupação com a sustentabilidade das finanças públicas passou a ter uma tradução operacional e a avaliação das perspetivas de crescimento e da implementação de reformas estruturais ganhou uma visibilidade acrescida.

A primeira reforma do PEC, em 2005, alterou o quadro analítico de supervisão orçamental, mas não os traços essenciais da arquitetura inicial da UEM. Neste enquadramento, lidar com uma crise de dívida soberana ou bancária, seria algo não antecipado e necessariamente uma tarefa difícil para qualquer Estado membro. Num país com moeda própria, e

independentemente da indesejabilidade (*ex-ante*) de inflação elevada e taxas de câmbio voláteis, o facto é que ajustamentos baseados em taxas de inflação elevadas e desvalorizações nominais - desde que a dívida não fosse denominada em moeda estrangeira ou indexada à inflação - garantiam a verificação da restrição orçamental intertemporal das administrações públicas e restantes agentes. Tal ocorreria sem necessidade de acordos políticos a nível nacional ou entre países e sem interferência do sistema judicial. Além disso, como os balanços dos bancos são constituídos fundamentalmente por títulos nominais e o Estado detinha a capacidade de criar moeda, lidar com uma crise bancária podia ser um assunto essencialmente nacional.

2. Crise da dívida soberana e reforma da governação económica da UE

A crise financeira internacional de 2008-2009 e a subsequente crise no mercado da dívida soberana da área do euro confirmaram a existência de várias vulnerabilidades no desenho da UEM, as quais podem agrupar-se em quatro vertentes. Em primeiro lugar, apesar de incluir uma vertente preventiva o PEC não conseguiu assegurar a adoção de políticas orçamentais prudentes nos períodos de crescimento económico. Com efeito, quando os riscos orçamentais se materializaram efetivamente de forma mais aguda, os défices e a dívida pública da maior parte dos Estados-membros evoluíram para níveis in comportáveis. Em segundo lugar, os desequilíbrios macroeconómicos não eram adequadamente monitorizados. No contexto da crise, estes revelaram-se fatores agravantes das tensões financeiras e contribuíram para minar a sustentabilidade das finanças públicas. Em terceiro lugar, a ausência de procedimentos para gerir uma crise da dívida soberana criou incerteza e aumentou o tempo necessário para encontrar soluções. Com efeito, não existia nenhum mecanismo capaz

de evitar crises de dívida soberana baseadas em expectativas, mesmo nos casos em que a dívida pública seria, em princípio, sustentável. Por fim, a inexistência de um sistema de supervisão bancária ao nível europeu suficientemente abrangente e credível, a par de uma forte interligação entre bancos e soberanos, contribuiu para dificultar as condições de financiamento de ambos, com impacto em toda a economia.

A crise da dívida soberana na área do euro gerou assim uma forte pressão sobre os decisores de política no sentido de adotarem medidas com vista a restabelecer a credibilidade da moeda única. Face à falta de confiança dos mercados financeiros e à orientação do BCE no sentido de só avançar com medidas não convencionais de política monetária com a garantia de disciplina orçamental e de avanços significativos na implementação de reformas estruturais, tornou-se inevitável uma reforma abrangente ao nível da governação económica da UE e, em particular da área do euro.

A segunda reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento e o Tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governação visam reforçar a disciplina orçamental, vertente essencial da estabilização da economia portuguesa¹. Neste contexto, a segunda reforma do PEC trata-se de um processo gradual, enquadrado por três iniciativas. Em primeiro lugar, o Semestre Europeu, implementado pela primeira vez em 2011, que procura facultar aos Estados-membros uma orientação prévia relativamente às suas políticas económicas e financeiras, suscetível de ser incorporada na elaboração dos principais documentos de política a nível nacional, em particular nas propostas de orçamento para o ano seguinte. Em segundo lugar, o conjunto de diretivas e regulamentos conhecido por "*Six-pack*", em vigor desde dezembro de 2011, introduziu, para além de um novo mecanismo de prevenção e correção de desequilíbrios macroeconómicos, cinco alterações relevantes na área orçamental: i) uma regra que restringe o crescimento real da despesa estrutural, e um mecanismo de correção automática em caso de desvio, complementando a

convergência para o objetivo de médio prazo do défice estrutural; ii) uma regra que operacionaliza a redução do rácio da dívida pública, quando este se situa acima do valor de referência de 60 por cento do PIB; iii) a introdução da votação por maioria inversa no Conselho, relativamente a algumas questões chave, dificultando a rejeição de propostas da Comissão; iv) a possibilidade de imposição de sanções logo no braço preventivo do PEC, aumentando a sua capacidade disciplinadora, em particular nos períodos de crescimento económico; v) a definição de requisitos mínimos a respeitar pelos quadros orçamentais nacionais, de forma a facilitar a adoção de políticas orçamentais prudentes, em consonância com as orientações do PEC. Finalmente, os dois regulamentos conhecidos por "*Two-pack*", em vigor desde maio de 2013, que introduzem um processo contínuo de acompanhamento e coordenação das políticas orçamentais nacionais, com particular ênfase na área do euro, permitindo determinar se estão a cumprir as obrigações a nível europeu e atuar, em tempo útil, caso não estejam. Adicionalmente, os regulamentos, visam aumentar a eficiência do procedimento dos défices excessivos. Para além das alterações no PEC, e não fazendo parte, em sentido estrito, do quadro legal da União Europeia (UE), foi assinado por 25 Estados membros, incluindo Portugal, o Tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governação ("Tratado Orçamental"), cujas disposições mais diretamente relacionadas com o PEC são habitualmente designadas por "*Fiscal Compact*". O "Tratado Orçamental" estabelece a obrigação dos países signatários incorporarem na legislação nacional, preferencialmente ao nível constitucional, o objetivo de médio prazo para o saldo estrutural e a trajetória de convergência a respeitar, nos moldes definidos no PEC. O cumprimento destas regras deve ser monitorizado, a nível nacional, por instituições orçamentais independentes. Adicionalmente, os países signatários comprometem-se a apoiar as recomendações da Comissão em todas as fases do procedimento dos défices excessivos, a menos que uma maioria qualificada dos Estados membros se

oponha. Finalmente, é estabelecida a obrigação de reporte ao Conselho e à Comissão dos programas de emissão de dívida pública.

A reforma do PEC e o "Tratado Orçamental", no seu conjunto, modificam significativamente o desenho das instituições, regras e procedimentos orçamentais na UE, em diversas dimensões. Em primeiro lugar, o número de regras operacionalizadas aumentou, em princípio assegurando a sua consistência, na generalidade dos cenários previsíveis. Em segundo lugar, a importância crucial dos quadros orçamentais nacionais foi plenamente reconhecida, tanto por via do *"Six-pack"* como do "Tratado Orçamental", reforçando as condições para a adoção de políticas orçamentais prudentes nos vários Estados-membros. Em terceiro lugar, é atribuída à Comissão e ao Conselho uma capacidade acrescida para influenciar os orçamentos nacionais, em resultado do *"Two-pack"* e no contexto do Semestre Europeu. Em quarto lugar, há uma deslocação de capacidade de decisão do Conselho para a Comissão Europeia, por via da votação por maioria inversa. Em quinto lugar, a disciplina imposta pelo PEC ganhou força, com a introdução de sanções logo no braço preventivo, incentivando a adoção, em períodos de crescimento, de políticas compatíveis com a sustentabilidade das finanças públicas. Finalmente, reconhece-se plenamente a relevância da interdependência entre a esfera orçamental e os desenvolvimentos macroeconómicos, as reformas estruturais e a estabilidade financeira.

3. Os novos mecanismos de seguro

Como já referido, para um Estado-membro da área do euro o financiamento monetário não é uma opção e a dívida soberana é assim um ativo com risco (em termos nominais). Tal facto é particularmente importante dada a interação entre os riscos soberano e do sistema bancário (Gráfico 3.1). Quando os mercados têm a percepção de que um soberano está vulnerável – devido, por exemplo, à possibilidade de uma crise bancária ou devido à necessidade de amortizar montantes elevados de dívida – a sua dívida desvaloriza-se e este enfrenta dificuldades para a gerir. Se o sistema bancário

nacional estiver fortemente exposto ao respetivo soberano ele pode ser afetado de forma relevante. Note-se que, neste contexto, o perfil de risco de outros ativos dos bancos pode também ser afetado se, em resposta ao problema de dívida pública, forem aplicadas medidas orçamentais restritivas que afetem o setor privado. Dado o enviesamento das carteiras dos bancos em favor de ativos domésticos, este processo acaba por afetar o perfil de risco dos próprios bancos e, assim, o seu custo de financiamento. Uma vez que a maioria dos passivos dos bancos são depósitos implícitamente garantidos pelo soberano, a deterioração do perfil de risco dos bancos contribui para agravar ainda mais o risco de crédito nos títulos de dívida pública. Esta relação tende a ser ainda mais forte em períodos de crise, uma vez que os receios de colapso do sistema bancário levam – tipicamente – o soberano a salvar bancos que, de outra forma, entrariam em rutura. Dado que em alguns casos a dimensão do sistema bancário (medida por exemplo em ativos totais) pode ser substancialmente maior do que o PIB, esta relação bancos-soberano pode ter um impacto substancial na valorização do risco soberano pelos mercados.

Para além da transmissão de risco de crédito realçada no gráfico 3.1, a relação bancos-soberano tem também impacto na transmissão da política monetária. O facto de bancos situados em diferentes Estados membros enfrentarem condições de balanço – associados à exposição ao soberano – bastante diferentes, pode gerar quebras súbitas no crédito nos países em dificuldade e situações em que empresas com perfil de risco idêntico situadas em países diferentes enfrentam custos de financiamento muito distintos. Para além de colocar em causa a concorrência no seio do mercado interno, tal pode ampliar choques negativos e aumentar a probabilidade de quedas pronunciadas na atividade económica que, em face das fortes restrições orçamentais enfrentadas pelo soberano, o levem a tomar medidas orçamentais contracionistas que têm um impacto adicional negativo nos balanços das empresas e famílias.

A materialização dos riscos de uma interação negativa bancos-soberano tornou claro, no contexto da recente crise, que para além das restrições adicionais sobre as políticas orçamentais, seria necessário que o enquadramento institucional evoluísse de forma a reforçar a rede de segurança destes agentes.

A este respeito, note-se que os compromissos encontrados tiveram de respeitar as preocupações dos eleitorados nacionais em relação ao grau de redistribuição que estas formas de seguro pudessem implicar (de notar que, sendo essencialmente mecanismos de seguro não implicam transferências fiscais sistemáticas). No entanto, estes mecanismos são fundamentais para a melhoria do funcionamento da UEM e para, num contexto de forte turbulência, assegurar a integridade da área do euro.

3.1. O Mecanismo Europeu de Estabilidade e o Programa de Transações Monetárias Definitivas do BCE

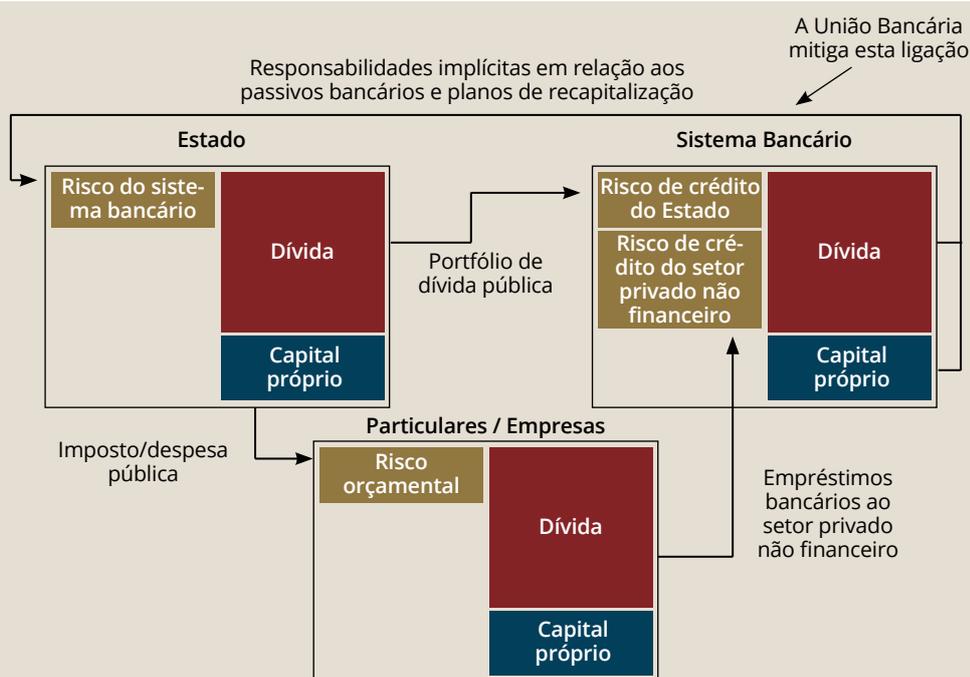
A união monetária foi planeada sem um prestamista de última instância para os soberanos. Neste âmbito e no seguimento da crise da dívida soberana foi criado o Mecanismo

Europeu de Estabilidade (MEE) e o Programa de Transações Monetárias Definitivas do BCE (OMT).

O MEE foi criado através de um tratado inter-governamental, em fevereiro de 2012, substituindo o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira e o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira, que haviam sido criados aquando do início da crise da dívida soberana em maio de 2010. O MEE dá apoio financeiro aos países da área do euro ameaçados por graves problemas de financiamento por meio de uma série de instrumentos: empréstimos diretos, compras nos mercados primário e secundário, linhas de crédito cautelares e recapitalização direta dos bancos. Em certo sentido, o MEE substitui a rede de segurança da emissão monetária. Uma maneira de interpretar o papel da emissão monetária é que o Estado, numa perspetiva consolidada, troca títulos de dívida pública por títulos sem risco nominal, ou moeda. Ambos os tipos de dívida estão sujeitos ao risco de inflação, mas apenas a dívida pública *stricto sensu* está sujeita a risco de crédito. Para uma pequena economia, cuja dívida seja considerada pelo mercado como tendo risco, uma forma alternativa de realizar esta troca é a emissão de dívida garantida

Gráfico 3.1 •
Transmissão do risco de crédito: a relação bancos-soberano

Fonte: Banco de Portugal.
Notas: As setas indicam o sentido do risco nos balanços dos agentes, tomando uma perspetiva contabilística. Outros riscos teriam de ser considerados se se tomasse uma perspetiva macro, ex. fluxos de crédito e os seus impactos nas empresas e famílias.



por outros países com um reduzido nível de risco. O MEE pode realizar esta troca desde que os montantes envolvidos sejam uma fração pequena do total da dívida dos membros do MEE e inferiores à capacidade financeira do mesmo. Para uma grande economia, esta troca é naturalmente mais difícil. No entanto, o BCE anunciou, em setembro de 2012, um programa de compra de títulos de dívida soberana, sem limites quantitativos especificados, denominado de OMT, que se mostrou um elemento importante no fortalecimento da rede de segurança do soberano em relação a alterações bruscas da percepção de risco nos mercados financeiros. De facto, o mero anúncio das OMTs terá contribuído para o reforço dessa segurança. Este seria o efeito esperado caso a crise tivesse por base não os fundamentais dos países mas expectativas negativas por parte dos credores em relação à capacidade do soberano em rolar a dívida (ver Cole e Kehoe, 2000)². A ativação das OMTs requer a existência de um programa com o MEE com a respetiva condicionalidade.

O MEE é, sem dúvida, uma forte rede de segurança para os soberanos. No entanto, o facto de um pedido de assistência ter um custo político elevado inclusivé para os restantes Estados-membros, faz com que a ativação do mecanismo possa ser demorada e gere instabilidade. De facto, qualquer forma de assistência financeira exige unanimidade por parte dos Estados-membros do MEE, a menos que a Comissão determine que a não aprovação de uma forma de assistência coloca em risco a "sustentabilidade económica e financeira da área do euro". Neste caso, 85 por cento dos votos são suficientes (de acordo com a chave de capital do MEE). Apesar de esta responsabilização democrática ser compreensível, dado o potencial envolvimento dos contribuintes de cada um dos Estados-membros é necessário ter também em conta a baixa probabilidade de perdas (os empréstimos do MEE são seniores em relação a outras dívidas) e a significativa turbulência associada a processos anteriores. Dadas estas dificuldades, seria desejável a existência de um mecanismo de apoio automático a aplicar aos países que terminam um

programa de assistência, de modo a fortalecer a sua rede de segurança. A condicionalidade e vigilância adicionais poderiam ser discutidas no âmbito do Semestre Europeu e estar previstas à partida.

3.2. O processo de construção da União Bancária

A União Bancária foi prontamente reconhecida pelos líderes europeus como essencial para quebrar a ligação entre bancos e soberanos bem como para o aprofundamento do mercado único de serviços financeiros. Os planos para a sua concretização foram desenhados tendo em conta três dimensões: i) um mecanismo único de supervisão; ii) um mecanismo único de resolução para os bancos em dificuldades; iii) um sistema de garantia de depósito único.

O Mecanismo Único de Supervisão para o sistema bancário, obrigatório para os Estados membros da área do euro e liderado pelo BCE, funcionará em pleno a partir de outubro de 2014. Todos os bancos considerados "significativos" terão supervisão direta do BCE. Todos os outros bancos serão diretamente supervisionados pelas autoridades nacionais com o BCE a manter-se, no entanto, como autoridade de supervisão última. De facto, o BCE pode a qualquer momento chamar a si a supervisão direta de qualquer banco, o que configura um sistema híbrido baseado na cooperação. Uma vez em funcionamento pleno, este mecanismo contribuirá para reduzir a capacidade de soberanos e bancos se influenciarem mutuamente, dando garantias de uma supervisão mais estrita e imparcial. Adicionalmente, a existência de um supervisor comum contribuirá para uma maior homogeneização das práticas regulatórias e para uma melhor coordenação entre as autoridades de supervisão nacionais com efeitos positivos no controlo de instituições com atividades internacionais mais significativas. No seu conjunto, estes elementos deverão transmitir aos mercados maior confiança no sistema bancário, o que diminuirá a probabilidade de ocorrência de corridas aos bancos e movimentos de *flight-to-quality*.

Por outro lado, será criado um Mecanismo Único de Resolução para bancos em dificuldades, atuando em linha com a Diretiva de Recuperação e Resolução de instituições de crédito e empresas de investimento, a qual dá especial enfoque ao princípio segundo o qual os credores dos bancos (para além dos acionistas) serão envolvidos no esforço de absorção, de perdas em caso de desequilíbrio financeiro (*bail-in*). O objetivo deste mecanismo é gerir futuras crises bancárias, preferencialmente fora dos tribunais e com o mínimo de custos para os contribuintes. A este respeito, tem sido referido pelas instituições europeias que caso este princípio estivesse em aplicação no período que precedeu a crise da dívida soberana, os custos para os contribuintes teriam sido substancialmente menores. No entanto, é importante ter em conta que alterações na percepção de risco dos agentes terão certamente impactos na estrutura de capital dos bancos, dificultando assim qualquer extrapolação para o futuro.

O Mecanismo Único de Resolução será responsável pela resolução de todos os bancos na União Bancária, sendo o seu conselho executivo responsável pelas entidades diretamente supervisionadas pelo BCE e grupos transfronteiriços, enquanto as autoridades nacionais serão responsáveis por todas as outras entidades desde que o seu plano de resolução não preveja o uso do Fundo de Resolução. Os Estados-membros podem, no entanto, delegar poderes e responsabilidades sobre todas as instituições ao Conselho Executivo do Mecanismo Único de Resolução. Em qualquer caso, as autoridades nacionais serão responsáveis pela implementação das decisões de resolução em linha com o regulamento do Mecanismo Único de Resolução e com a legislação nacional, nomeadamente a que resultará da transposição da diretiva e a que estipular o regime de insolvência. O Mecanismo Único de Resolução deverá funcionar em pleno a partir de janeiro de 2016.

Este mecanismo contará com um Fundo Único de Resolução que resultará de contribuições do setor bancário e que é suposto atingir 1 por

cento do total de depósitos cobertos no conjunto dos bancos da União Bancária. Apesar de inicialmente o fundo ser baseado em compartimentos nacionais, estes serão gradualmente fundidos durante um período transitório de 8 anos regulado por um acordo intergovernamental. Este fundo poderá dar garantias ou empréstimos que assegurem que os bancos “resolvidos” continuem a sua atividade enquanto são re-estruturados. A este respeito note-se que o objetivo primário do fundo não é absorver perdas ou injetar capital nos bancos, ainda que o regime admite essa possibilidade. Em todo o caso, o regime condiciona fortemente a utilização do fundo de resolução, impondo, como regra geral, que, previamente à sua utilização exista uma absorção prévia de perdas ou a participação no esforço de recapitalização por parte de acionistas e de credores em montante correspondente a 8% do total dos passivos da instituição, para além de um limite de utilização corresponde a 5% do passivo total, o qual só poderá ser ultrapassado em circunstâncias excecionais.

Assim, as reformas introduzidas tenderão a reduzir a acumulação de riscos em países específicos e a incerteza, em particular no que se refere à resolução de instituições transfronteiriças, onde a coordenação internacional é muito relevante. No entanto, é importante frisar que qualquer decisão de resolução é implementada apenas se não houver objeção pela Comissão Europeia e do Conselho Europeu. Se o Conselho tiver objeções ao plano de resolução com a justificação de que a sua não aprovação não ameaça o interesse público, “[...] a entidade é liquidada de forma ordeira de acordo com a legislação nacional aplicável”.

Finalmente, a discussão em torno da união bancária tem apontado para a criação de um sistema de garantia de depósitos único. Note-se no entanto que, apesar de terem já sido dados os primeiros passos neste sentido, até ao momento não existe um acordo final em relação a esta matéria. Assim, com o objetivo de uniformizar o sistema está previsto que, para além de contribuírem para o fundo

único de resolução, os bancos deverão também criar um fundo de garantia de depósitos. Este fundo deverá atingir o objetivo de 0.8 por cento dos depósitos cobertos nos próximos 10 anos. A diretiva relativa aos sistemas de garantia de depósitos aponta ainda para a possibilidade de empréstimos entre fundos nacionais. Caso não se chegue a acordo relativamente à criação de um sistema único, a União Bancária configura-se como um sistema híbrido, em que, apesar de existir um mecanismo único de supervisão e resolução, nem todos os riscos com origem no sistema bancário são mutualizados.

Apesar da opinião generalizada nas instituições europeias de que, uma vez estabelecidos os mecanismos já referidos, medidas de emergência deverão ser raras, no Conselho Europeu de 29 de junho de 2012 decidiu-se que o Mecanismo Europeu de Estabilidade poderia recapitalizar diretamente bancos a pedido de um Estado-membro desde que fossem verificados alguns critérios. Deverá ainda ser realçado que na reunião do Eurogrupo de 20 de junho de 2013 foi também celebrado um acordo de princípio que aponta para uma mutualização substancial dos riscos envolvidos. O Estado-membro envolvido tem a responsabilidade de recapitalizar o banco beneficiário até este atingir um rácio de capital *Core Tier 1* de 4.5 por cento dos ativos ponderados por risco, num cenário prudente. Acima deste nível, o Estado membro seria responsável por apenas 20 por cento das contribuições públicas nos primeiros 2 anos e 10 por cento nos anos seguintes.

Apesar de a União Bancária representar um marco na evolução institucional da UEM, o seu desenho, tal como conhecido até agora, deixa algumas questões em aberto.

Em primeiro lugar, o impacto da União Bancária no chamado enviesamento doméstico do balanço dos bancos pode ser limitado. Assim, os bancos poderão permanecer fortemente dependentes das economias nacionais. Tal é particularmente importante à luz da crise das dívidas soberanas, que gerou uma concentração adicional de dívida pública

nacional nos sistemas bancários dos países em dificuldades. Neste contexto, e apesar de a União Bancária mitigar a transmissão do risco de crédito do sistema bancário para o soberano, não se evita uma eventual deterioração da transmissão da política monetária através do chamado canal de concessão de crédito. O aparecimento de mais grupos transfronteiriços e/ou a consolidação/expansão de um modelo de negócio geralmente denominado de "originar-para-distribuir" que lide adequadamente com os problemas de alinhamento de incentivos poderia ter um papel importante na redução do enviesamento doméstico dos sistemas bancários³.

Em segundo lugar, importa sublinhar o elevado grau de complexidade dos procedimentos da União Bancária. Em particular, a existência de vários sistemas legais pode ter um forte impacto na própria exequibilidade de um sistema de resolução europeu. Note-se que decisões envolvendo redistribuição de ativos e passivos (por exemplo, aquando de uma resolução ou processo de insolvência) são em geral matéria jurisdicional, não existindo um tribunal Europeu com tais poderes. Assim, apesar de decisões administrativas poderem ser suficientes em muitos casos, permanece alguma dúvida relativamente ao papel dos tribunais nacionais e à sua interação com as instâncias europeias. Esta incerteza pode gerar a percepção de que existe um risco judicial idiossincrático associado a cada país.

Em terceiro lugar, a União Bancária não está ainda munida dos meios que evitem problemas de *"free riding"* por parte dos legisladores nacionais. Suponha-se que uma legislatura aprova uma lei estabelecendo que contratos de crédito hipotecário existentes passam a ficar automaticamente resolvidos com a dação em pagamento. Tal decisão, embora legítima, tem um impacto imediato no valor dos ativos de bancos cujos passivos são (em parte) garantidos por um mecanismo europeu. Apesar de poder haver mecanismos que desincentivem este tipo de decisões (por exemplo, políticas macroprudenciais), será legalmente muito difícil evitá-las. De forma mais geral, o

funcionamento normal das legislaturas pode enviar decisões que induzem potencialmente custos nos contribuintes de outros países.

Finalmente, refira-se que também não se evoluiu no sentido de o BCE ser o verdadeiro prestamista de última instância de todos os bancos. De facto, apesar de existir um mecanismo de cedência de liquidez de emergência aos bancos (desde que solventes e com colateral adequado mas não elegível pelo BCE), esta continua a ser realizada pelos bancos centrais nacionais, que têm normalmente o respaldo orçamental do soberano (fundamental caso haja necessidade de recapitalização do banco central).

4. Balanço e próximos passos

As reformas institucionais aprovadas nos últimos anos na UE, e neste momento em vias de implementação, vão no sentido de fortalecer a UEM. Por um lado, introduzem alterações na governação da UE, com particular destaque para o reforço da supervisão orçamental no âmbito do PEC, mas envolvendo também um quadro de prevenção e correção dos desequilíbrios macroeconómicos. Por outro lado, procuram dar resposta a vulnerabilidades na arquitetura inicial da UEM reveladas em toda a sua dimensão pela crise da dívida soberana na área do euro. Com efeito, a União Bancária procura evitar interações negativas entre bancos e soberanos e o Mecanismo Europeu de Estabilidade institui uma forte rede de segurança para os soberanos. Tomadas globalmente, estas decisões configuram um importante passo no sentido da robustez e resiliência da União Económica e Monetária. Não obstante, as reformas adotadas constituem um sistema complexo em termos de regras e procedimentos que necessita ser testado na prática. Refira-se ainda que permanece alguma incerteza sobre a ambição e contornos finais de algumas das alterações introduzidas.

Em certa medida, as reformas adotadas foram a resposta possível à crise dada a falta de credibilidade da cláusula de *"no bail-out"* e à inviabilidade no contexto atual de transferências

adicionais de soberania orçamental para a UE (como por exemplo, a articulação mais centralizada das políticas orçamentais e a emissão conjunta de obrigações).

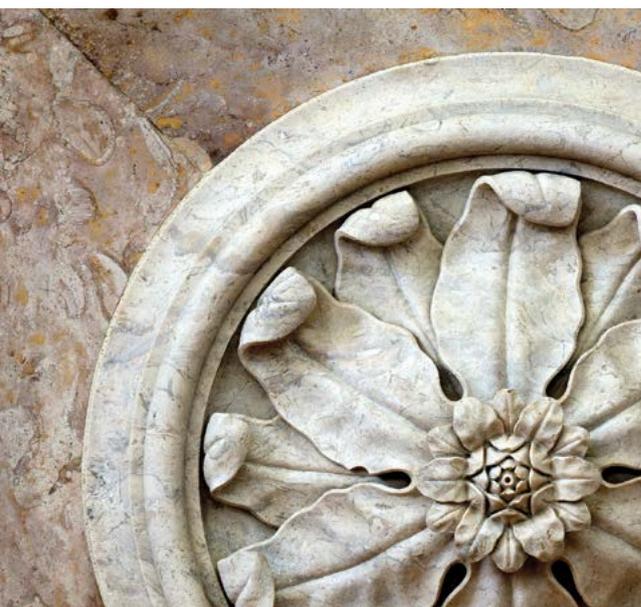
Assim, e no sentido de garantir algum consenso, o debate europeu centrou-se no desenho de um sistema de seguro para os soberanos com um carácter ainda mais abrangente, tal como o apresentado no *"road map towards a genuine economic and monetary union"* no relatório dos quatro presidentes (Van Rompuy, Barroso, Juncker e Draghi, dezembro de 2012). Sugere-se por exemplo a criação de uma designada "capacidade orçamental" que deverá ser capaz de mitigar pressões temporárias sobre as contas públicas de um determinado Estado-membro através de transferências entre países. No entanto, sendo desenhado como um mecanismo de seguro, as transferências líquidas deverão em média ser zero, o que significa a não existência de qualquer impacto sobre a restrição orçamental inter-temporal dos Estados-membros envolvidos. Por um lado, tais mecanismos de seguro aliviam as restrições orçamentais impostas pelo PEC. Por outro lado, podem gerar uma crescente complexidade da estrutura institucional da UE e desvios relevantes em relação ao princípio da subsidiariedade. Isto porque, sendo mecanismos de seguro, exigem que se lide com os problemas de risco moral a eles associados⁴.

Independentemente da desejabilidade de alguns dos desenvolvimentos descritos, haverá sempre a necessidade de garantir a responsabilidade orçamental e o equilíbrio macroeconómico de cada Estado-membro, requisitos fundamentais para o bom funcionamento da UEM. A sua materialização plena depende, em última análise, da apropriação pelas autoridades nacionais de um conjunto de regras e procedimentos a seguir na condução das políticas económicas e orçamentais nacionais. No atual contexto político europeu, o princípio da responsabilização nacional num quadro de fortes restrições, se bem que complexo e potencialmente gerador de conflitos, é essencial para a evolução da construção europeia.

Notas

1. Para uma apresentação completa do Pacto de Estabilidade e Crescimento na sua versão atual ver European Commission (2013), "Vade Mecum on the Stability and Growth Pact", Occasional Paper No. 151.
2. Cole, H. L. and Kehoe, T. (2000), "Self-Fulfilling Debt Crises", *The Review of Economic Studies*, Vol. 67, No. 1 (Jan.).
3. Modelo de negócio em que o banco concede o crédito com a intenção de posteriormente vender parte ou a totalidade do mesmo a um investidor, ao invés de o manter no seu balanço até à maturidade.
4. Admite-se no *road map*, por exemplo, a criação de um regime comum de seguro de desemprego. Com o objetivo de mitigar o risco moral poder-se-á assim antever a necessidade de promover reformas estruturais e/ou a criação de regras comuns de subsídio de desemprego, potencialmente em conflito com as atuais normas nacionais.





II O PROCESSO DE AJUSTAMENTO EM CURSO NA ECONOMIA PORTUGUESA

O processo de ajustamento em curso na economia portuguesa

1. Introdução

A economia portuguesa tem enfrentado nos últimos anos uma sucessão de choques sem precedente na história recente. Na sequência da plena integração monetária e da maior integração financeira decorrentes da participação na área do euro, e num quadro de constrangimentos de natureza estrutural ao crescimento económico, a economia portuguesa acumulou um conjunto de desequilíbrios macroeconómicos que conduziram a um elevado défice externo. A crise económica e financeira internacional e a subsequente crise das dívidas soberanas na área do euro atingiram a economia portuguesa neste quadro de particular vulnerabilidade. A cessação abrupta do acesso a financiamento externo em 2010 atestou que uma crise de balança de pagamentos é uma possibilidade no seio de uma união monetária. Neste quadro, a prossecução de um ajustamento macroeconómico visando o re-estabelecimento da sustentabilidade intertemporal dos balanços dos agentes económicos tornou-se inescapável e urgente.

A evolução da economia portuguesa nos últimos anos é representativa dos mecanismos e possibilidades de ajustamento de uma economia no quadro de uma união monetária. Ao longo do triénio 2011-13, foram realizados progressos assinaláveis no sentido da estabilidade macroeconómica, num quadro de previsibilidade do financiamento externo proporcionado pelo Programa de Assistência Económica e Financeira (Programa). As implicações económicas e sociais deste ajustamento foram significativas, ainda que mitigadas face a uma situação de ajustamento abrupto e desordenado dos desequilíbrios. Em particular, a contração do rendimento interno e a subida do desemprego foram especialmente acentuadas neste período. Mais recentemente, já num quadro de recuperação económica e de maior confiança dos investidores

internacionais na dívida soberana dos países da área do euro em ajustamento, o soberano recuperou o acesso ao financiamento nos mercados internacionais. Este resultado deve ser catalisado para ancorar um compromisso em torno da estabilidade macroeconómica e da continuação das reformas estruturais necessárias para aumentar o crescimento da produtividade e a coesão social no médio e longo prazo.

Este artigo visa compreender o processo de ajustamento em curso da economia portuguesa. O artigo não pretende esgotar a análise de um período tão complexo e apresenta necessariamente uma visão seletiva. Em particular, há cinco questões que atravessam o texto e que importa assinalar. Em primeiro lugar, é destacada a importância do enquadramento institucional e das restrições de política, que determinam o quadro de incentivos em que os agentes económicos tomam as suas decisões. A título ilustrativo, a participação na área do euro e a integração nos mercados financeiros internacionais é fundamental para compreender a configuração do processo de acumulação e correção de desequilíbrios económicos numa pequena economia aberta como a portuguesa. Em segundo lugar, a evolução da economia portuguesa na última década reflete a conjugação de tendências de natureza estrutural com fatores de natureza cíclica. Dado que o processo de ajustamento se encontra ainda em curso, a identificação destes traços é necessariamente tentativa. Não obstante, esta identificação é crucial para perspetivar a sustentabilidade do progresso recente na correção dos desequilíbrios macroeconómicos. Em terceiro lugar, a análise procura evidenciar a dispersão subjacente à evolução dos agregados macroeconómicos. Esta desagregação permite assinalar a elevada heterogeneidade inerente ao funcionamento dos mercados de trabalho e do produto. Em quarto lugar, tanto

quanto possível, a experiência recente será usada para retirar ilações para o futuro. Em particular, a compreensão dos mecanismos que conduziram à crise é crucial para aferir as restrições institucionais e as condições de sustentabilidade intertemporal que deverão orientar as futuras decisões dos agentes económicos públicos e privados. Finalmente, a abordagem desenvolvida será essencialmente positiva e não normativa. Deste modo, não se procurará avaliar a optimalidade das políticas prosseguidas em termos de bem-estar económico, mas estritamente o seu impacto na afetação dos recursos na economia.

O artigo encontra-se organizado da seguinte forma. A secção 2 caracteriza o período de estagnação económica e de acumulação de desequilíbrios conducente à crise de pagamentos de 2010. A secção 3 descreve o choque de ausência de financiamento externo no quadro de uma união monetária. A secção 4 apresenta a estratégia de ajustamento subjacente ao Programa de Assistência Económica e Financeira. Esta estratégia será confrontada, nos seus grandes traços, com a adotada nos anteriores episódios de assistência financeira a Portugal. Na secção 5 é analisado o processo de ajustamento em curso, procurando identificar os vários choques económicos que incidiram sobre a economia portuguesa – de natureza interna e externa –, bem como os mecanismos de transmissão desses choques às famílias e empresas. Finalmente, na Secção 6 é apresentada uma avaliação da sustentabilidade do ajustamento em curso, incluindo uma análise dos riscos e desafios que a economia enfrenta. O artigo conclui que o ajustamento da economia portuguesa ainda se encontra incompleto e exige um compromisso adicional dos agentes nacionais para o médio e longo prazo.

2. O acumular dos desequilíbrios e a ausência de crescimento

A existência de desequilíbrios externos não representa necessariamente um risco económico. De facto, a acumulação de dívida face ao exterior pode contribuir para aumentar o

bem-estar dos agentes económicos, na medida em que promova uma melhor afetação do capital, assegure um alisamento intertemporal do consumo e contribua para aumentar o crescimento potencial da economia (ver Blanchard e Giavazzi, 2002). No entanto, como se descreverá nesta secção, a evolução do endividamento externo na economia portuguesa não correspondeu a um equilíbrio consistente com a restrição orçamental intertemporal dos agentes, em particular porque não foi orientado de forma eficiente no sentido da promoção do crescimento potencial da economia.

2.1. A trajetória insustentável da economia portuguesa

De modo a caracterizar o processo de ajustamento da economia portuguesa, é importante recuar até à génese da acumulação do desequilíbrio externo. Em meados da década de 90, a balança corrente e de capital e a posição de investimento internacional em percentagem do PIB (ou seja, o fluxo e o *stock* de endividamento externo líquido) situavam-se em níveis próximos de zero (Gráficos 2.1.1 e 2.1.2). Na segunda metade da década de 90, num quadro de convergência nominal para a área do euro e de crescente integração financeira, o endividamento dos agentes – em particular do setor privado – aumentou substancialmente (Gráfico 2.1.3). Este endividamento foi essencialmente financiado no exterior, sendo intermediado pelo sistema financeiro nacional.

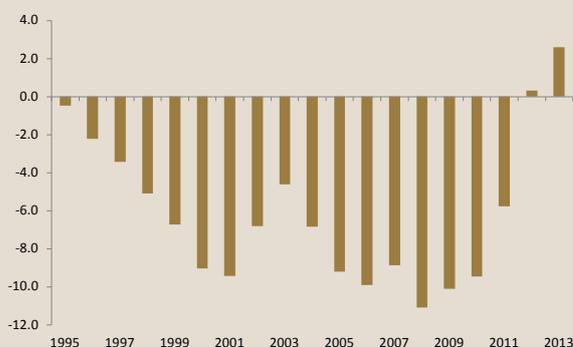
Refira-se que o aumento do endividamento do setor privado correspondeu, em certa medida, a uma resposta racional dos agentes económicos ao novo enquadramento (Fagan e Gaspar, 2007). Em primeiro lugar, a introdução do euro implicou uma transição para um regime de taxas de juro mais baixas e menos voláteis, contribuindo para aumentar a riqueza líquida permanente dos agentes. Em segundo lugar, as perspetivas de crescimento económico foram exacerbadas por uma política orçamental expansionista e pró-cíclica e por expectativas de uma integração económica adicional decorrente da integração monetária. Finalmente, o enquadramento

institucional vigente contribuiu também para o aumento do endividamento das famílias e das empresas. Em particular, do lado das famílias, o investimento em habitação esteve associado à liberalização do mercado de crédito – que permitiu o acesso a financiamento por parte de um número substancialmente maior de famílias –, à inexistência de um efetivo mercado de arrendamento, bem como à existência de incentivos fiscais à aquisição de habitação e regimes de bonificação de juros. Do lado das empresas, os incentivos incorporados no sistema fiscal a favor do endividamento das empresas também contribuíram para a sua reduzida capitalização.

Após a introdução do euro, as expectativas otimistas relativamente ao crescimento da economia revelaram-se infundadas. Esta revisão de expectativas terá implicado uma reversão

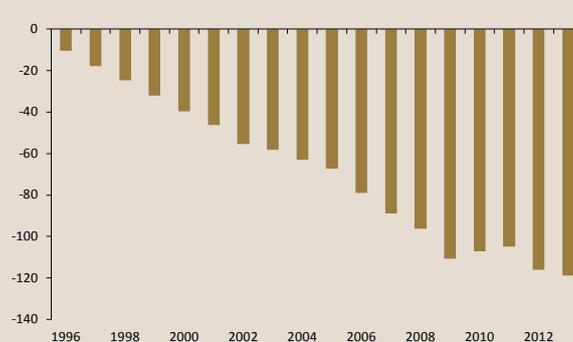
das decisões de investimento do setor privado, o que contribuiu para a desaceleração económica que se seguiu. No entanto, o endividamento do setor privado manteve uma tendência ascendente. De facto, num quadro de crescente integração dos mercados financeiros e de baixa aversão ao risco dos investidores internacionais e do sistema bancário nacional, continuaram a fluir para a economia portuguesa elevados montantes de capitais privados externos. Estes capitais foram a contraparte da forte queda da taxa de poupança da economia, com destaque para o setor privado. Por seu turno, o setor público manteve ao longo deste período necessidades líquidas de financiamento em níveis sistematicamente superiores a 3 por cento. Entre 1995 e 2008, a queda da poupança no setor privado ascendeu a 10 pontos percentuais (p.p.)

Gráfico 2.1.1 • Balança corrente e de capital | Em percentagem do PIB



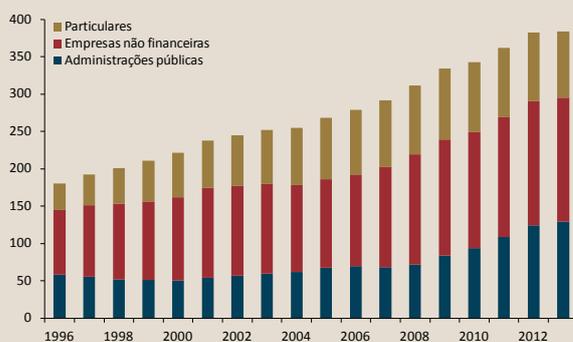
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 2.1.2 • Posição de investimento internacional | Em percentagem do PIB



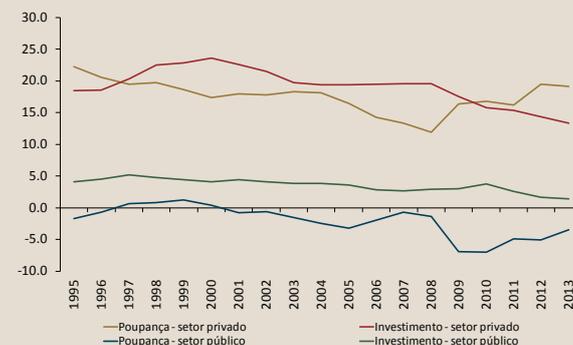
Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 2.1.3 • Endividamento dos setores público e privado | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 2.1.4 • Investimento e poupança, pública e privada | Em percentagem do PIB



Fontes: INE e Banco de Portugal.

do PIB (Gráfico 2.1.4). Neste contexto, o caso das sociedades não financeiras é particularmente revelador. De facto, as necessidades de financiamento das sociedades não financeiras ascenderam a mais de 10 por cento do PIB em 2008, o que decorreu essencialmente de uma queda progressiva da sua taxa de poupança. Uma comparação com a média da área do euro – tendo como base o excedente bruto de exploração gerado pelas empresas em cada economia – revela que a menor poupança das empresas em Portugal está associada a um maior pagamento de impostos e de juros, sendo a distribuição de dividendos próxima da média da área.

O enquadramento de estabilidade proporcionado pela união monetária contribuiu para que o sistema financeiro continuasse a intermediar a acumulação do endividamento. Na ausência de incentivos de mercado – em termos da diferenciação dos prémios de risco – e de políticas contracíclicas que induzissem o ajustamento macroeconómico – com destaque para a política orçamental –, a economia portuguesa entrou numa trajetória insustentável. Nem mesmo a eclosão da crise económica e financeira internacional em 2008 promoveu uma inversão imediata desta dinâmica. Com

efeito, a posição de investimento internacional deteriorou-se ininterruptamente entre 1995 e 2009, atingindo uma posição devedora líquida de cerca de 110 por cento do PIB (Gráfico 2.1.2). Para o conjunto da economia, este desequilíbrio crescente só foi interrompido com a cessação abrupta de financiamento externo em 2010 (ver Secção 3).

Um elemento distintivo do processo de alavancagem da economia portuguesa foi o facto de ter ocorrido num quadro de baixo crescimento económico (Gráfico 2.1.5). Deste modo, a experiência portuguesa difere dos casos em que se registou um sobreaquecimento exacerbado da economia financiado com crédito externo. No caso português, a dinâmica de alavancagem e a ausência de crescimento interagiram mutuamente. Por um lado, num quadro de revisão gradual em baixa das expectativas de crescimento tendencial da economia é expectável que o endividamento dos agentes apresente uma trajetória ascendente por um período prolongado (Cao e L'Huillier, 2014). Por outro lado, como se argumentará na secção seguinte, a afetação ineficiente dos fluxos de financiamento externos terá também contribuído para o baixo crescimento económico (Reis, 2013). A subsecção seguinte debruça-se

Gráfico 2.1.5 •
Nível do PIB, em
termos reais |
Em logaritmo

Fonte: Banco de Portugal.



sobre a questão do baixo crescimento da economia portuguesa.

2.2. Uma perspetiva sobre a década perdida de crescimento

Desde o início da área do euro, a economia portuguesa registou um baixo crescimento e divergiu face à média da União Europeia (ver Parte 1 deste Relatório Anual). Em 2010, o PIB *per capita* em Portugal situava-se menos de 7 por cento acima do nível observado em 1999 (o que corresponde a um crescimento médio anual de 0.6 por cento). A persistência de um crescimento tão baixo não pode ser exclusivamente atribuída a fatores cíclicos ou a choques temporários que terão afetado a economia portuguesa de forma idiossincrática. Nesta subsecção, procura-se assim avaliar o conjunto de fragilidades estruturais que poderão ter contribuído para este resultado (ver também Departamento de Estudos Económicos, 2009, e Alexandre *et al.*, 2014).

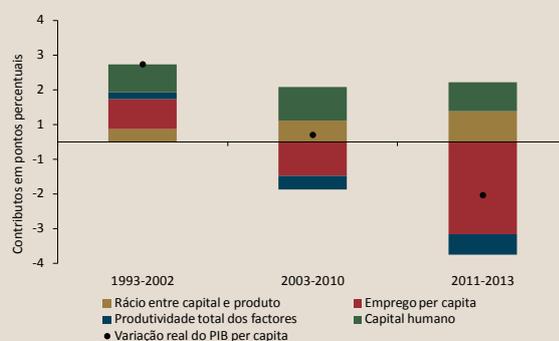
Um ponto de partida útil para a análise é a decomposição dos fatores de crescimento da economia ao longo das décadas recentes. Este tipo de decomposição tem várias limitações, associadas à natureza eminentemente descritiva do exercício, bem como à dificuldade de avaliar e medir a verdadeira utilização e qualidade dos fatores produtivos. Não

obstante, esta decomposição permite ter um quadro conceptual onde se identificam alguns dos principais traços do crescimento e da convergência real de uma economia. Com base neste quadro conceptual, apresentam-se em seguida dois exercícios: o primeiro analisa os fatores de crescimento da economia portuguesa ao longo do tempo; o segundo avalia os fatores que contribuem para o diferencial do PIB *per capita* português face à média da União Europeia.

No gráfico 2.2.1 apresenta-se uma decomposição do crescimento do PIB *per capita* português em quatro fatores, em linha com Hsieh e Klenow (2010): o rácio entre o capital e o produto (que, num modelo de crescimento neoclássico, não depende do nível de capital humano ou da produtividade total de fatores no estado estacionário), o emprego *per capita* (ou seja, a taxa de participação na economia), o nível de capital humano (medido pelo número médio de anos de escolaridade da força de trabalho) e a produtividade total de fatores (obtida por resíduo da equação).

O gráfico 2.2.1 evidencia quatro ideias principais. Em primeiro lugar, o principal motor de crescimento da economia nas duas últimas décadas foi a acumulação de capital humano. Esta conclusão, baseada simplesmente no número médio de anos de escolaridade, sairia

Gráfico 2.2.1 • Decomposição da variação real do PIB *per capita*



Fontes: Barro e Lee (2013), INE, Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social (Quadros de Pessoal) e Banco de Portugal.

Notas: O exercício de contabilidade do crescimento do PIB *per capita* tem por base uma função de produção Cobb-Douglas descrita na equação (3) em Hsieh e Klenow (2010). As medidas de capital humano foram construídas a partir dos dados de Barro e Lee (2013). Para Portugal, estas séries foram anualizadas e prolongadas utilizando o perfil da série de anos médios de educação do emprego dos Quadros de Pessoal (até 2012) e do Inquérito ao Emprego do INE (para 2013).

reforçada tendo em conta algumas dimensões observadas da evolução da qualidade do capital humano em Portugal (ver Pereira, 2011). Em segundo lugar, a taxa de participação no mercado de trabalho apresentou um contributo negativo para o crescimento na última década – que se acentuou nos anos mais recentes –, em contraste com o contributo positivo na década de 90. Esta alteração esteve em parte associada à inversão do perfil dos fluxos migratórios líquidos dirigidos a Portugal (ver Parte 1 deste Relatório). Em terceiro lugar, o contributo do rácio entre o capital e o produto foi positivo ao longo de todo o período em análise. Este facto reflete uma desaceleração da produtividade do trabalho mais acentuada que a observada no capital por trabalhador. Finalmente, a produtividade total dos fatores desacelerou ao longo do período analisado, apresentando um contributo negativo para o crescimento do PIB *per capita* na última década.

O quadro conceptual acima descrito pode ser igualmente utilizado com o objetivo de analisar os fatores que justificam o diferencial entre o PIB *per capita* de Portugal e a média europeia, bem como a ausência de convergência real na última década. O quadro 2.2.1 apresenta os principais resultados deste exercício. O PIB *per capita* português ascende atualmente a apenas 53 por cento da média dos quinze participantes iniciais na União Europeia (UE15). Este nível não decorre de uma mais baixa participação no mercado de trabalho, nem de um

menor nível relativo de capital (quando se controla para as diferenças relativas no nível de PIB *per capita*). Na verdade, o exercício sugere que o diferencial de rendimento entre Portugal e a média europeia é fundamentalmente explicado por diferenças no nível de capital humano e na produtividade total de fatores. Estas conclusões confirmam os resultados reportados em (Reis 2011). Nestas duas dimensões, o diferencial de Portugal face à média europeia não se alterou substancialmente nas duas últimas décadas. Em particular, o resultado para o nível relativo de capital humano revela que os progressos realizados em Portugal nas décadas recentes – e refletidos no importante contributo para o crescimento visível no gráfico 2.2.1 – foram próximos dos observados na média dos países europeus¹.

No caso da produtividade total de fatores, o diferencial face à média europeia é habitualmente atribuído à menor eficiência na afetação dos fatores produtivos entre empresas e setores. Esta resulta de uma interação complexa entre o enquadramento institucional, as regras de funcionamento dos mercados, as políticas macroeconómicas prosseguidas e a qualidade dos fatores de produção. No caso português, a literatura tem identificado como fatores importantes a morosidade e pouca previsibilidade do sistema judicial (Banco de Portugal, 2008), a pequena dimensão das empresas (Braguinsky *et al.*, 2011), o baixo produto económico da inovação, nomeadamente dado o atraso em questões como o número

Quadro 2.2.1 • Análise de convergência entre Portugal e a União Europeia (UE15) | Portugal em percentagem da União Europeia (UE15)

	1993-2002	2003-2010	2011-2013
PIB <i>per capita</i>	56.0	54.5	53.1
Rácio entre capital e produto	86.3	95.9	96.8
Emprego <i>per capita</i>	110.1	105.9	99.5
Produtividade total dos factores	78.8	78.9	79.9
Capital humano	80.1	76.4	77.2

Fontes: Barro e Lee (2013), Comissão Europeia (base de dados AMECO), Eurostat, INE, Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social (Quadros de Pessoal) e Banco de Portugal.

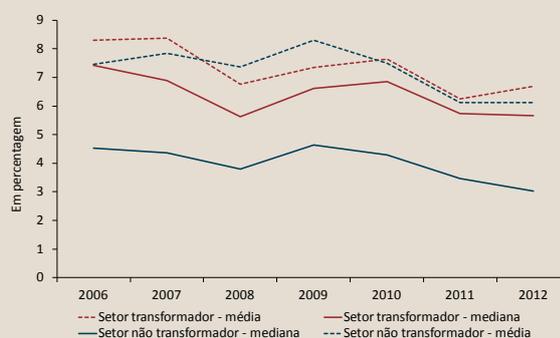
Notas: UE15 refere-se aos 15 Estados-membros iniciais da União Europeia. Os exercícios de contabilidade do crescimento do PIB *per capita* para Portugal e para a UE15 têm por base uma função de produção Cobb-Douglas descrita na equação (3) em Hsieh e Klenow (2010). As medidas de capital humano foram construídas a partir dos dados de Barro e Lee (2013). Para Portugal, estas séries foram anualizadas e prolongadas utilizando o perfil da série de anos médios de educação do emprego dos Quadros de Pessoal (até 2012) e do Inquérito ao Emprego do INE (para 2013). Para a UE15, as séries foram anualizadas e prolongadas utilizando o perfil da série de anos médios de educação do emprego do *Labour Force Survey* do Eurostat para o conjunto da UE15.

de patentes e licenças, as deficiências na qualidade de gestão empresarial (Bloom e Van Reenen, 2010), a prevalência de uma acentuada segmentação no mercado de trabalho (Centeno e Novo, 2012) ou a existência de mercados do produto com pouca concorrência e contestabilidade. Nesta última dimensão, o gráfico 2.2.2 ilustra a evolução recente da margem preço-custo na economia portuguesa (uma medida reconhecidamente imperfeita do grau de concorrência na economia). Na economia portuguesa, existem segmentos do setor não transformador com margens preço-custo relativamente elevadas. O gráfico 2.2.2 aponta igualmente para esta conclusão, dado que a margem preço-custo média no setor não transformador se situa claramente acima da mediana. Adicionalmente, importa notar que, nos anos mais recentes, a margem preço-custo apresentou uma tendência global de diminuição, tanto no setor transformador como no setor não transformador.

As razões subjacentes à desaceleração persistente na produtividade total de fatores deverão ser encontradas na conjugação das fragilidades acima descritas com algumas dinâmicas que afetaram de forma estrutural a economia portuguesa a partir da segunda metade dos anos 90. Em particular, merecem destaque o alargamento da União Europeia a leste, nomeadamente pelo seu impacto no desvio

de fluxos de investimento direto estrangeiro oriundos dos países do centro da Europa, bem como a participação crescente de economias de mercado emergentes nos fluxos de comércio globais, que apresentavam uma estrutura de vantagens comparativas reveladas próxima da da economia portuguesa (ver Eichenbaum *et al.*, 2013). Adicionalmente, a intermediação dos fluxos de capitais externos pelo sistema bancário terá também sido relativamente ineficiente (Reis, 2013). Alguma evidência neste sentido encontra-se nos gráficos 2.2.3 e 2.2.4. O gráfico 2.2.3 mostra que, desde 1995, os setores que mais aumentaram o grau de endividamento bancário, expresso em fração do respetivo valor acrescentado, foram a construção e as atividades imobiliárias. Em contraste, nas indústrias transformadoras, o rácio entre endividamento e o VAB diminuiu no conjunto deste período. Adicionalmente, o gráfico 2.2.4 revela que o *stock* de empréstimos bancários se encontra enviesado no sentido de empresas com risco relativamente elevado, tal como medido com base em *z-scores* (ver Antunes e Martinho, 2012). O gráfico sugere igualmente que, no período recente, a distribuição do risco na carteira de crédito dos bancos se alterou sensivelmente, embora este movimento seja fundamentalmente determinado pelo facto de a distribuição de risco das empresas, no seu todo, se ter deteriorado nos últimos

Gráfico 2.2.2 • Margem preço-custo



Fontes: Ministério da Justiça, Ministério das Finanças e Ministério da Administração Pública e cálculos do Banco de Portugal (IES).

Notas: As empresas com vendas de bens e serviços ou consumos intermédios nulos, ou que não reportaram valores para estas variáveis, foram excluídas da análise. Adicionalmente, as empresas do sector financeiro e da Zona Franca da Madeira foram também excluídas. A margem preço-custo foi calculada como o rácio da diferença entre as vendas de bens e serviços e a soma dos consumos intermédios com os custos de pessoal relativamente às vendas de bens e serviços. Os consumos intermédios são obtidos como a soma do custo das matérias vendidas e matérias consumidas e os fornecimentos e serviços externos. Por sua vez, os custos com pessoal correspondem a salários e outros benefícios, incluindo contribuições para a Segurança Social. Este indicador é utilizado na literatura como uma medida do nível de concorrência, ainda que apresente algumas limitações. Para mais informação sobre este indicador, ver Amador e Soares (2012).

anos. Estes fatores podem contribuir para explicar os resultados apresentados em Dias *et al.* (2014) para a economia portuguesa, que apontam para uma afetação de recursos entre empresas cada vez menos eficiente ao longo da última década e meia.

Como seria de esperar, o baixo crescimento observado na economia portuguesa resulta da conjugação de vários choques e fragilidades, cujo impacto se acentuou na década de 2000. Neste regime de baixo crescimento, o crescente desequilíbrio das contas externas tornou-se insustentável. No quadro institucional europeu vigente, a alteração de perceção dos investidores internacionais desencadeou assim uma crise de pagamentos, como se descreverá na secção seguinte.

3. A ausência de financiamento externo num país de uma união monetária

A acumulação de défices externos ao longo da primeira década do euro não foi exclusiva da economia portuguesa. De facto, ao longo deste período, a integração financeira a nível global intensificou-se significativamente, o que se refletiu num forte crescimento dos fluxos brutos e líquidos de dívida entre países (Lane e Milesi-Ferretti, 2012). Estes fluxos implicaram

uma acumulação de elevados desequilíbrios nas balanças corrente e de capital em vários países. Não obstante, os fluxos de endividamento ocorreram num quadro persistente de baixa aversão ao risco a nível global, tanto nos países que acumulavam défices como nos países que acumulavam excedentes externos. Esta complacência foi claramente visível na área do euro, o que terá contribuído para uma afetação ineficiente destes fluxos de capitais.

De facto, nos primeiros anos de integração monetária, os riscos económicos e financeiros associados à acumulação de desequilíbrios externos foram largamente ignorados. Embora fossem reconhecidas as implicações sobre a evolução da competitividade intra-área e a necessidade de correção dos desequilíbrios ao longo do tempo através do canal de competitividade, a ideia de que poderia ocorrer uma crise abrupta de pagamentos na área do euro não era seriamente ponderada (ver BCE, 2008). Portugal não era exceção neste âmbito. A realidade acabou por revelar que, no quadro institucional vigente à data, um país na área do euro era tão vulnerável a uma crise de pagamentos como um país emergente endividado em moeda estrangeira. A ausência de um prestamista de última instância aos soberanos da união monetária era o elemento

Gráfico 2.2.3 • Rácio entre empréstimos e VAB, por setor de atividade

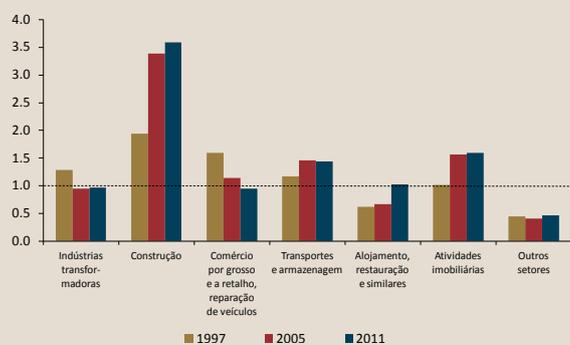
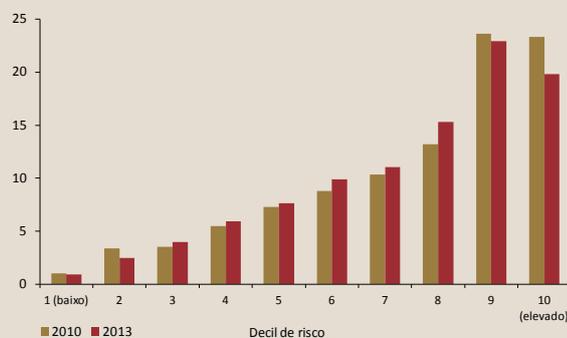


Gráfico 2.2.4 • Peso de cada decil de risco de crédito no total da carteira de crédito do sistema bancário | Em percentagem



Fontes: INE, Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) e cálculos do Banco de Portugal.

Fontes: Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: O risco de crédito e os respetivos decis foram calculados para cada ano separadamente.

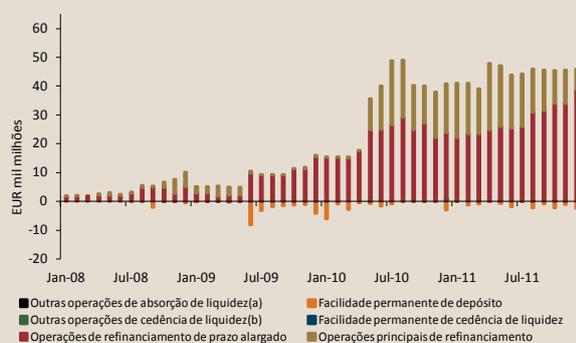
de vulnerabilidade fundamental neste âmbito (De Grauwe, 2011). Neste quadro institucional, a perda de confiança dos investidores na solvabilidade intertemporal de um soberano na área do euro pode implicar uma interrupção abrupta no seu financiamento (*sudden stop*). Adicionalmente, a existência de equilíbrios múltiplos – situações em que alterações nas expectativas dos agentes podem modificar significativamente o equilíbrio macroeconómico – tendem a exacerbar efeitos de contágio entre países. Refira-se que, em termos teóricos, pequenas diferenças nos fundamentais macroeconómicos entre países podem ser fortemente penalizadas pelos investidores financeiros, caso em que ocorre um “equilíbrio separador”, que segmenta os mercados de dívida soberana. De forma análoga, grandes diferenças de fundamentais podem ser ignoradas nos períodos em que os investidores não discriminam entre soberanos, caso em que ocorre um “equilíbrio agregador” (ver Banco de Portugal, 2012).

No caso de Portugal, o início da crise de financiamento externo pode ser datado em abril de 2010, mês em que ocorreu o pedido de assistência externa pela Grécia (ver também Merler e Pisani-Ferry, 2012). A evolução do recurso dos bancos portugueses ao financiamento junto do Eurosistema é particularmente ilustrativa neste âmbito (Gráfico 3.1). De facto, em maio, os bancos portugueses aumentaram de

forma descontínua o seu financiamento junto do BCE. Este aumento, num único mês, ascendeu a 18000 milhões de euros, o que corresponde a mais de 10 por cento do PIB. Esta evolução traduz uma deterioração acentuada das condições de acesso aos mercados de dívida internacional, em termos de preços e quantidades, que afetou todos os agentes da economia. O Gráfico 3.2 ilustra a reversão dos fluxos de capital dirigidos à economia portuguesa observada em 2010, e que persistiu nos anos seguintes. Sublinhe-se que, em paralelo, os setores residentes compensaram parcialmente a redução do financiamento obtido junto de não residentes através de uma diminuição dos ativos que detinham sobre o exterior. Estes dois movimentos implicaram uma inversão do processo de integração financeira observado ininterruptamente nos anos anteriores.

Uma economia que enfrenta uma interrupção abrupta de financiamento tem tipicamente de assegurar de forma rápida um re-equilíbrio dos fluxos de financiamento com o exterior. Este processo exige uma expansão relativa do setor transacionável, em particular das exportações, em contrapartida de uma contração do setor não transacionável. A eficiência desta reafetação de fatores depende da flexibilidade de transição de recursos físicos e humanos entre setores, bem como da capacidade do sistema financeiro assegurar um financiamento consistente com esta reafetação (Lane,

Gráfico 3.1 • Saldo das operações de política monetária dos bancos portugueses (2008-2011)



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Saldos de fim de mês, calculados a partir dos montantes das operações. (a) Inclui “Depósitos a prazo” e “Acordos de recompra”. (b) Inclui as “Operações ocasionais de regularização de liquidez” e as “Operações estruturais de ajustamento de liquidez”. Última observação: dezembro de 2011.

2013). Dada a existência de vários tipos de rigidez na economia, de natureza real e nominal, aquela transição é tipicamente associada a fortes contrações da economia e à materialização de riscos sobre a estabilidade financeira (Mendoza, 2010). Numa união monetária – e na ausência de movimentos cambiais significativos da moeda única propriamente dita – este processo de ajustamento tem o potencial de ser exacerbado, dado que o ajustamento da taxa de câmbio real exige alterações significativas nos preços relativos entre as várias economias. A existência de restrições a esta alteração de preços relativos, com destaque para a variação dos salários nominais, tende a acentuar o impacto de um *sudden stop* sobre a atividade e o emprego (Schmitt-Grohé e Uribe, 2011).

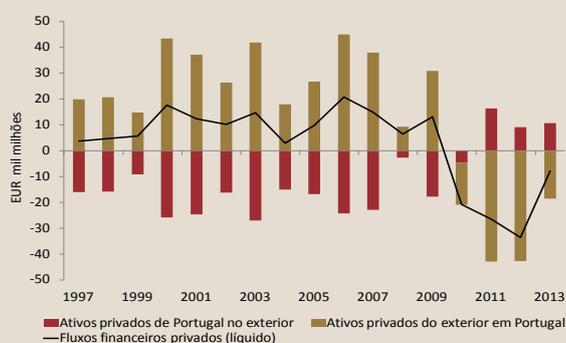
Em contraste com esta caracterização geral, importa sublinhar que o processo de ajustamento da economia portuguesa não ocorreu de forma abrupta. De facto, ao longo de 2010 e 2011, a economia portuguesa continuou a apresentar necessidades líquidas de financiamento externo. O Gráfico 3.3 revela como foi possível continuar a financiar défices externos na ausência de acesso aos mercados de dívida internacionais. Numa primeira fase, o financiamento privado externo foi substituído por financiamento junto do Eurosistema, como acima aludido. Numa segunda fase, o

financiamento foi assegurado através de fundos oficiais no âmbito do pedido de assistência financeira à União Europeia e ao Fundo Monetário Internacional. O desenho do pedido de assistência financeiro é o objeto da secção seguinte deste artigo. Refira-se que estes fluxos de financiamento oficiais contribuíram para assegurar um ajustamento gradual e ordenado da economia portuguesa e, simultaneamente, permitiram que os agentes nacionais re-embolessem as suas obrigações financeiras na maturidade.

4. A estratégia do Programa de Assistência Económica e Financeira

Em março de 2011, a crise das dívidas soberanas na área do euro abateu-se inexoravelmente sobre o soberano português. Num contexto de instabilidade política interna e de incertezas quanto aos mecanismos temporários e permanentes de assistência financeira na União Europeia, a perceção de risco quanto à sustentabilidade das finanças públicas e à dinâmica intertemporal da dívida externa portuguesa avolumaram-se de forma significativa. As agências de notação financeira efetuaram sucessivas revisões em baixa das notações da dívida do Estado português, bem como dos bancos e de algumas empresas não financeiras. Em junho de 2011 atingiam a maturidade obrigações do Tesouro de longo prazo que

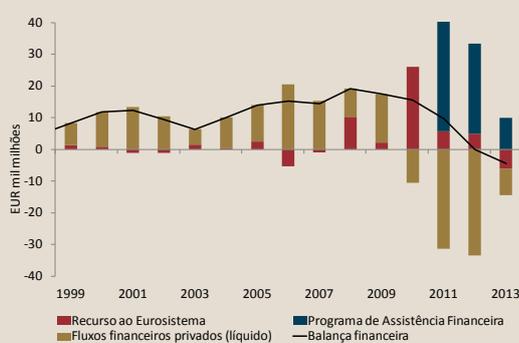
Gráfico 3.2 • Fluxos de financiamento privados



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Valores positivos indicam um aumento do endividamento face ao resto mundo. Os fluxos financeiros privados não incluem os montantes associados ao Programa de Assistência Económica e Financeira e o recurso ao Eurosistema.

Gráfico 3.3 • Fluxos financeiros



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Valores positivos indicam um aumento do endividamento face ao resto mundo. Os fluxos financeiros privados não incluem os montantes associados ao Programa de Assistência Económica e Financeira e o recurso ao Eurosistema.

ascendiam a mais de 5 mil milhões de euros, e cujo refinanciamento não podia ser assegurado pelo conjunto do sistema bancário nacional (cuja exposição ao soberano já tinha aumentado substancialmente nos meses anteriores). Deste modo, a ausência de alternativas sustentáveis de financiamento, conjugada com elevadas necessidades de refinanciamento de dívida pública e privada no curto prazo, tornaram inescapável o pedido de assistência financeira externa. Este pedido concretizou-se no início de abril de 2011.

O Programa de Assistência Económica e Financeira foi acordado com a Comissão Europeia, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Central Europeu em maio de 2011. O Programa incluiu um envelope financeiro de 78 mil milhões de euros, dos quais 12 mil milhões se encontravam consignados à eventual necessidade de recapitalização de bancos privados. Este montante total foi calibrado de modo a garantir essencialmente as necessidades de financiamento do Estado – excluindo emissões de muito curto prazo – por um período de três anos. Importa, no entanto, reconhecer que o Programa não cobria as necessidades de financiamento das empresas públicas classificadas fora do perímetro do setor das administrações públicas. Neste contexto, estas empresas públicas recorreram a financiamento junto do sistema bancário residente, o que terá condicionado o financiamento global ao setor privado.

O Programa apresentava como objetivos a correção estrutural dos desequilíbrios nas finanças públicas e nas contas externas, a desalavancagem da economia num quadro de estabilidade financeira, bem como a preparação e implementação de reformas necessárias à eliminação dos principais bloqueios estruturais ao crescimento da economia identificados na secção 2. O horizonte de três anos visava garantir que o ajustamento daqueles desequilíbrios decorresse de forma gradual e ordenada. Este processo contribuiria para recuperar a credibilidade e a confiança dos investidores internacionais e, deste modo, assegurar o retorno a um financiamento de mercado dos

emitentes nacionais em condições regulares. Não cabe neste texto detalhar as medidas específicas previstas nos memorandos iniciais – e nas suas avaliações trimestrais – acordadas com o FMI e com a União Europeia (ver, para mais detalhes, os relatórios trimestrais de avaliação do Programa publicados pelo FMI e pela Comissão Europeia).

O desenho do Programa foi condicionado pelas restrições decorrentes do quadro institucional em que Portugal está inserido, com destaque para a participação na área do euro. A ausência do instrumento cambial marca um contraste fundamental face aos acordos de estabilização com o FMI de 1977 e 1983. Uma comparação dos três processos de ajustamento permite retirar algumas ilações importantes sobre as trajetórias de ajustamento nos diferentes enquadramentos institucionais (para uma análise mais detalhada, ver Banco de Portugal, 2013a). O painel de gráficos 4.1-4.10 confronta alguns dos principais traços macroeconómicos dos três processos de ajustamento.

Nos anteriores acordos com o FMI, o ajustamento dos preços relativos necessário para o re-equilíbrio das contas externas foi alcançado com uma forte desvalorização cambial, não apenas em termos nominais mas também em termos reais (Gráficos 4.1 e 4.2). Esta estratégia implicou um forte aumento da inflação, traduzindo um aumento dos preços dos bens transacionáveis medidos em termos do preço dos bens não transacionáveis (Gráfico 4.3). Neste quadro, o setor exportador beneficiou de uma melhoria da sua competitividade-preço, que contribuiu para um significativo aumento das quotas de mercado (Gráfico 4.4). No atual processo de ajustamento, e apesar de uma alteração mitigada de preços relativos, ocorreram igualmente ganhos de quota de mercado das exportações, ainda que relativamente menores do que nos episódios anteriores. No que se refere ao ajustamento das variáveis reais, no atual Programa registou-se uma evolução claramente mais desfavorável em termos de atividade e desemprego (Gráficos 4.5 e 4.6). Nos anteriores processos de ajustamento, o

Gráficos 4 • Comparação dos vários programas de assistência financeira (t=ano do início do programa; índice=100 em t-1; dados em termos reais, exceto onde indicado)

Gráfico 4.1 • Taxa de câmbio efetiva nominal

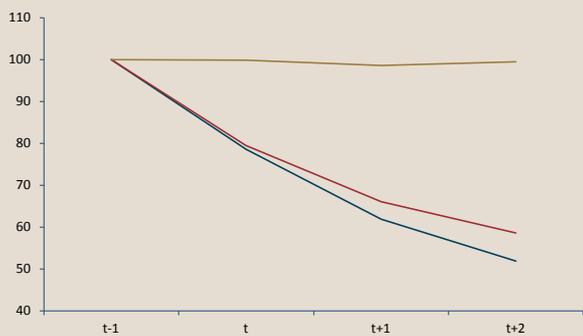


Gráfico 4.2 • Taxa de câmbio efetiva real^(a) (com base em custos unitários do trabalho)

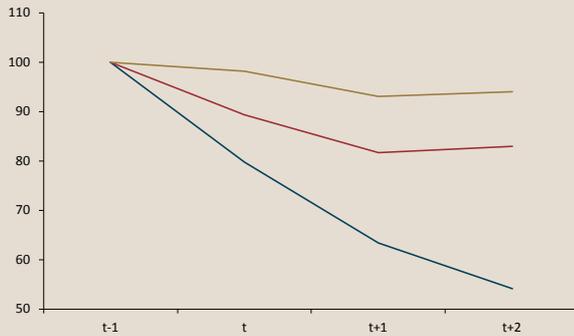


Gráfico 4.3 • Variação do deflator do consumo privado | Em percentagem

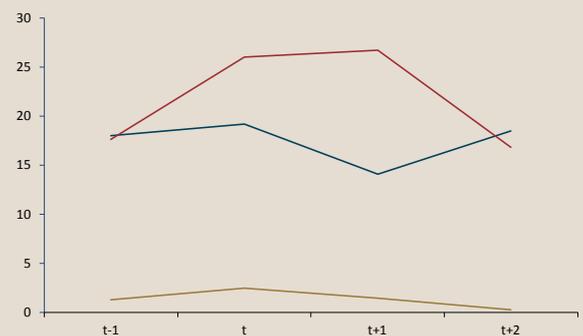


Gráfico 4.4 • Quota de mercado das exportações^(b)

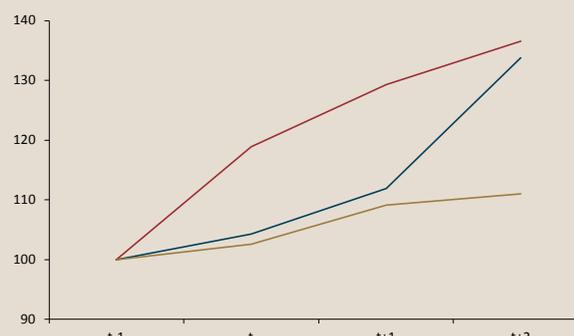


Gráfico 4.5 • PIB

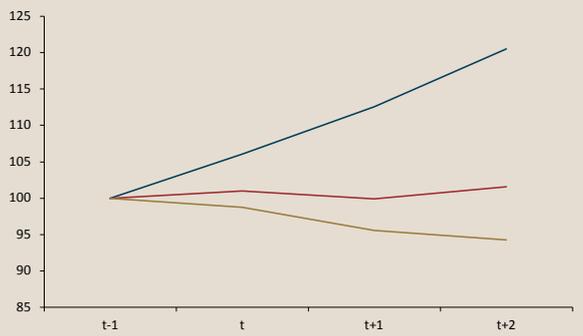
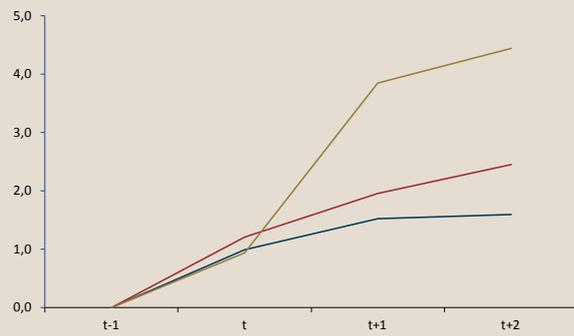


Gráfico 4.6 • Taxa de desemprego | Variação em pontos percentuais



—1977 —1983 —2011

Fontes: BCE, INE, OCDE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Existem diferenças na metodologia de cálculo das taxas de câmbio efetivas nominais e reais entre o período mais recente e os períodos dos anteriores acordos de assistência financeira, nomeadamente relativamente à cobertura em termos de moedas/países e respetivos pesos. (b) Procura externa de bens e serviços: fonte OCDE em 1977, fonte BCE em 1983 e 2011.

PIB não registou sequer uma contração em termos médios anuais. Vários fatores contribuíram para esta evolução das variáveis reais no atual Programa, sendo de destacar o enquadramento externo mais adverso, o elevado grau de endividamento dos agentes (Gráfico 2.1.3) e o maior esforço de consolidação orçamental exigido (Gráfico 4.7). Estes elementos serão objeto de análise mais detalhada na secção 5. Globalmente, a trajetória de correção do desequilíbrio externo foi muito similar nos três programas (Gráfico 4.8). Deste modo, a economia portuguesa surge como um importante exemplo de como é possível, no

quadro de uma união monetária, efetuar um ajustamento macroeconómico na sequência de um *sudden stop*.

A ausência do mecanismo cambial – ou a combinação equivalente de instrumentos de política (ver Correia, 2012) – merece uma reflexão adicional. Em primeiro lugar, importa sublinhar que uma desvalorização cambial nunca é substituta de verdadeiras reformas estruturais que aumentem a competitividade das empresas de um país. Na verdade, o recurso sistemático a uma estratégia de desvalorização cambial distorce os incentivos para as empresas melhorarem a sua produtividade face ao

Gráfico 4.7 • Saldo primário estrutural das administrações públicas^(c) | Em percentagem do PIB

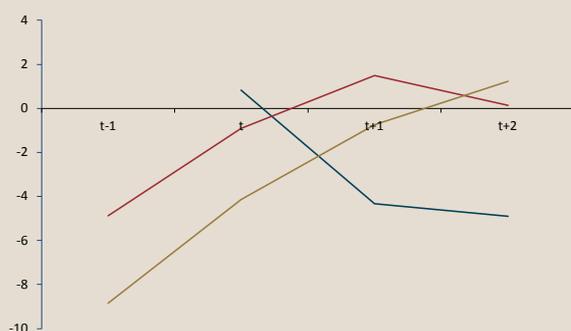


Gráfico 4.8 • Saldo da balança corrente e capital^(d) | Em percentagem do PIB

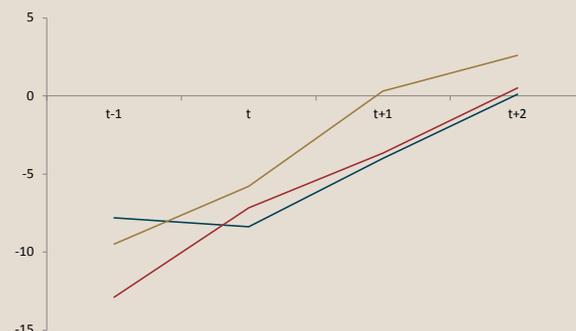


Gráfico 4.9 • Remunerações nominais por trabalhador – total da economia

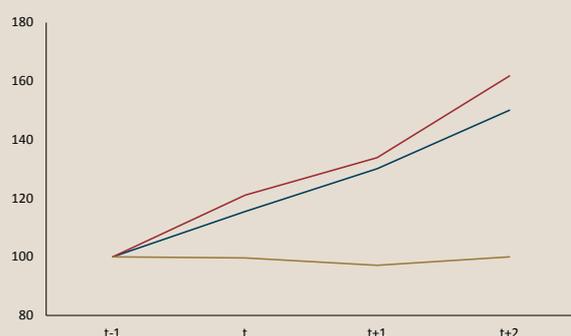
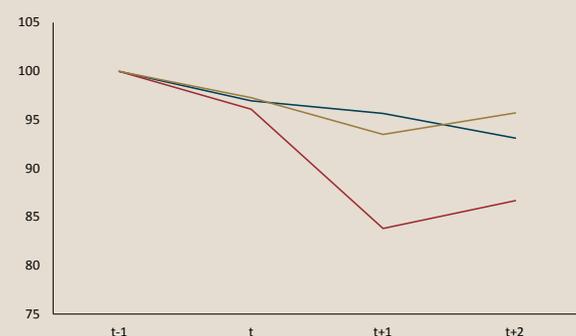


Gráfico 4.10 • Remunerações reais por trabalhador – total da economia



—1977 —1983 —2011

Fontes: BCE, INE, OCDE e Banco de Portugal.

Notas: (c) O saldo primário estrutural das administrações públicas é corrigido dos efeitos cíclicos. Para o período mais recente, é também ajustado de medidas temporárias e efeitos especiais. Existe uma quebra na série do saldo primário efetivo e na metodologia adotada para cálculo da componente cíclica entre o período mais recente e os períodos dos anteriores acordos de assistência financeira. (d) Saldo da balança de transações correntes em 1977 e 1983.

exterior. A capacidade recente das empresas portuguesas em aumentar as exportações claramente acima da procura externa atesta, por um lado, o papel fundamental dos fatores de competitividade não-preço e, por outro, a capacidade de reação dos agentes num quadro correto de incentivos. Em segundo lugar, o aumento abrupto da inflação decorrente de uma desvalorização tem importantes efeitos redistributivos. De facto, por detrás do véu da ilusão monetária escondem-se efeitos reais que não são imediatamente reconhecidos pelos agentes económicos. A título de exemplo, os gráficos 4.9 e 4.10 mostram que os salários reais por trabalhador caíram relativamente menos no atual programa de ajustamento, apesar de, em termos nominais, os salários terem aumentado de forma muito expressiva nos anteriores acordos com o FMI. O efeito redistributivo da inflação tem igualmente um forte impacto sobre segmentos da população

cujos rendimentos não são necessariamente indexados à inflação, como é o caso dos pensionistas. A estabilidade de preços assegura assim a transparência do efeito distributivo das políticas, o que contribui para uma maior racionalidade nas decisões dos agentes económicos. Finalmente, o atual ajustamento está a ocorrer num quadro de inflação particularmente baixa. Dada a existência de rigidez à baixa dos salários nominais, este facto poderá restringir o ajustamento de salários necessário a uma afetação eficiente dos recursos no mercado de trabalho.

5. A anatomia dos choques e o ajustamento macroeconómico

Ao longo dos últimos três anos, a economia portuguesa registou uma contração do PIB e do emprego de magnitude e duração sem precedente nas últimas décadas (ver Gráficos 5.1,

Gráfico 5.1 • Evolução do PIB nas últimas recessões (trimestre t=100)



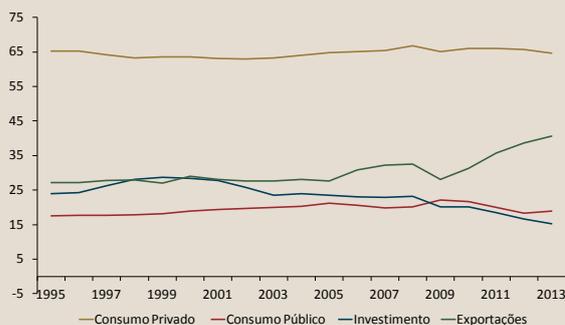
Fonte: INE.

Gráfico 5.2 • Evolução do emprego nas últimas recessões (trimestre t=100)



Fonte: INE.

Gráfico 5.3 • Peso das componentes da procura global no PIB | Em percentagem



Fonte: INE.

5.2 e 4.5). Esta conclusão seria naturalmente reforçada se se considerasse a totalidade do período subsequente à crise financeira global em 2008. No final de 2013, o PIB ainda se situa 4.5 por cento abaixo do nível observado no início de 2011 (7 por cento em termos de emprego). No ponto mais baixo da recessão, a queda da atividade ascendeu a mais de 6 por cento (9 por cento em termos de emprego).

O re-equilíbrio das contas externas – na ausência de um choque de produtividade permanente ou de instrumentos que promovam uma rápida correção dos preços relativos entre bens e serviços transacionáveis e não transacionáveis – implicaria sempre uma transferência real de recursos na economia, com uma queda da procura interna e uma orientação de recursos para o setor exportador (ver Blanchard, 2007, e Bento, 2010). Esta orientação de recursos constitui uma marca do atual processo de ajustamento, com um aumento do peso das exportações no PIB de quase 10 p.p. entre 2010 e 2013 (Gráfico 5.3).

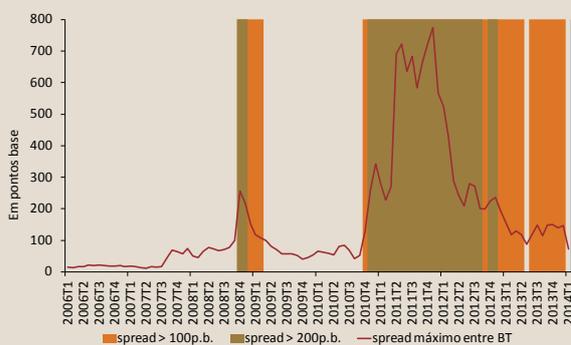
No entanto, como se descreverá nesta secção, o impacto deste processo sobre as variáveis reais da economia – com destaque para o emprego – foi acentuado. Para esta evolução

contribuíram diversos fatores, que enquadraram o inevitável processo de reafetação de recursos na economia portuguesa. Entre estes fatores destacam-se o contexto externo adverso (subsecção 5.1), a necessidade de um forte esforço de consolidação orçamental (subsecção 5.2), bem como o facto de o choque permanente sobre o rendimento permanente dos agentes ocorrer num quadro de elevado endividamento e de restritividade no financiamento bancário (subsecção 5.3). Adicionalmente, a interação entre estes fatores teve um impacto real mais acentuado devido aos constrangimentos estruturais a uma reafetação eficiente de recursos, descritos na Secção 2. A profundidade do período recessivo que se iniciou em 2011 e persistiu até ao início de 2013 está associada à conjugação destes elementos, que são objeto de análise na presente secção.

5.1. O enquadramento externo adverso

A urgência da correção do desequilíbrio externo da economia portuguesa coincidiu com a crise das dívidas soberanas e com a fragmentação financeira na área do euro. A partir do final de 2011, a economia da área do euro entrou num período recessivo, que se aproximou em

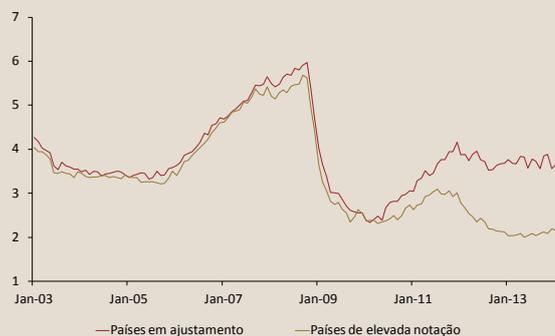
Gráfico 5.1.1 • Avaliação do risco de redenominação na área do euro | Diferença máxima entre rendibilidades de dívida soberana de curto prazo de países selecionados da área do euro



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Os períodos em que aumentaram significativamente os diferenciais nas taxas de juro dos Bilhetes de Tesouro dos soberanos da área do euro (títulos que têm um risco de incumprimento virtualmente nulo) podem ser interpretados como períodos de elevado risco de redenominação na área do euro. Os dados utilizados para o cálculo do gráfico não incluem a Grécia.

Gráfico 5.1.2 • Taxas de juro nos empréstimos bancários a sociedades não financeiras – novas operações | Em percentagem



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Países em ajustamento: Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha, Itália e Chipre. Países com elevada notação de crédito: Alemanha, França, Países Baixos, Finlândia, Áustria e Bélgica.

termos de duração do observado na economia portuguesa. Esta evolução esteve associada, por um lado, à necessidade de famílias e empresas intensificarem o processo de ajustamento dos balanços em vários países da área, bem como à sincronização generalizada de esforços de consolidação orçamental. Por outro lado, importa referir a elevada turbulência nos mercados financeiros a nível global e a incerteza quanto à capacidade da União Europeia aperfeiçoar o enquadramento institucional de forma a assegurar a estabilidade financeira. Neste contexto, os investidores internacionais questionaram a própria integridade da área do euro. Este facto é ilustrado no gráfico 5.1.1, que apresenta a evolução dos diferenciais das taxas de juro dos Bilhetes de Tesouro emitidos por soberanos da área do euro. Dado que estes títulos têm associado um risco de incumprimento virtualmente nulo, um aumento substancial daqueles diferenciais tenderá a traduzir a existência de risco de redenominação na área do euro.

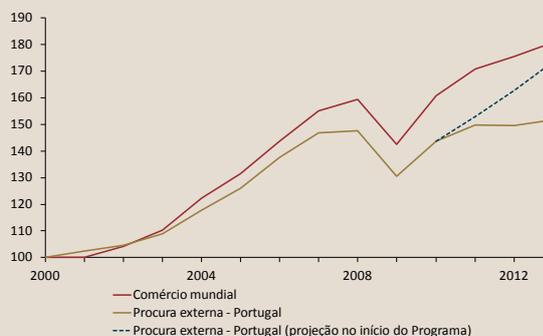
O sucessivo recrudescimento da crise das dívidas soberanas na área do euro contribuiu para a manutenção de uma elevada dispersão do desempenho macroeconómico e para a persistência da fragmentação financeira na área. A política monetária acomodatória do BCE continuou assim a não ser transmitida de forma homogénea a toda a área, não obstante o reforço significativo do conjunto de medidas não convencionais de política monetária

adotadas ao longo deste período. Esta segmentação foi particularmente visível na evolução das taxas de juro dos empréstimos a empresas não financeiras, onde se assistiu a uma diferenciação clara entre países com elevada notação de crédito e os países em ajustamento (Gráfico 5.1.2). Esta diferenciação só em pequena medida pode ser atribuída a um maior risco decorrente de características intrínsecas às empresas (ver Antunes e Martinho, 2012, para uma ilustração aplicada ao caso português).

A partir da segunda metade de 2012, o enquadramento externo da economia portuguesa melhorou sensivelmente. A nível global, a atividade económica e os fluxos de comércio continuaram a caracterizar-se por um crescimento moderado. No entanto, na área do euro, a turbulência nos mercados financeiros diminuiu e a perceção de risco dos investidores internacionais evoluiu favoravelmente. Na sequência de intervenções do BCE no sentido de influenciar as estratégias e as expectativas dos agentes económicos – com destaque para o anúncio do programa de Transações Monetárias Definitivas –, bem como de progressos na correção dos desequilíbrios macroeconómicos em vários Estados-membros, o risco de redenominação na área do euro foi virtualmente eliminado. Neste quadro, iniciou-se no conjunto da área um processo de recuperação económica gradual e moderado.

Estes desenvolvimentos condicionaram diretamente a duração e profundidade do processo

Gráfico 5.1.3
• Comércio global e procura externa dirigida à economia portuguesa (índice, 2000=100)



Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

de ajustamento da economia portuguesa, dada a sua forte integração real e financeira na área do euro. No desenho original do Programa, o cenário macroeconómico apontava para um forte crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa, em linha com a média observada antes da eclosão da crise financeira global. Esta projeção veio a revelar-se infundada. De facto, na sequência da crise financeira, a recuperação das economias desenvolvidas foi claramente mais fraca que a sugerida pela evidência passada e o ritmo de crescimento do comércio a nível global foi também mais mitigado do que o observado na década anterior à crise (Gráfico 5.1.3). Adicionalmente, a orientação geográfica das exportações portuguesas, relativamente concentrada nos países da UE, contribuiu negativamente para a evolução da procura externa dirigida à economia portuguesa. Deste modo, enquanto no início do Programa se projetava um crescimento real acumulado da procura externa de cerca de 20 por cento no triénio 2011-13, o crescimento observado foi de apenas 5.5 por cento.

Esta evolução teve implicações muito significativas nas projeções macroeconómicas (ver Quadro 5.1.1). De facto, assumindo a materialização da procura externa considerada inicialmente no Programa, bem como dos ganhos de quota de mercado observados, o modelo macroeconómico habitualmente utilizado nas projeções do Banco de Portugal

sugere que a queda acumulada do PIB nestes três anos seria mitigada em cerca de 3 p.p. e a queda do emprego em cerca de 1.2 p.p.. Neste cenário contrafactual, a correção dos desequilíbrios nas finanças públicas e nas contas externas seria igualmente facilitada. A evolução adversa no enquadramento externo explica assim uma parte substancial dos erros de projeção macroeconómica verificados ao longo do Programa. Outra parte não negligenciável decorreu do esforço adicional de consolidação orçamental, que é objeto da subsecção seguinte.

5.2. O exigente processo de consolidação orçamental

A situação das finanças públicas no início do Programa afigurava-se particularmente difícil. Desde a introdução do euro, o rácio da dívida pública tinha registado uma tendência crescente, num quadro de quase estagnação económica e de manutenção de défices orçamentais acima dos objetivos definidos no Pacto de Estabilidade e Crescimento. Na sequência da eclosão da crise financeira internacional, Portugal seguiu uma política orçamental contra-cíclica, que implicou uma significativa deterioração das finanças públicas em 2009 (Gráfico 5.2.1). Esta evolução foi observada na generalidade dos Estados-membros da União Europeia, embora em graus muito diferentes, na sequência do Plano Europeu de Recuperação Económica acordado no final de

Quadro 5.1.1 • Impacto macroeconómico da revisão da procura externa (face ao projetado no início do Programa de Assistência Económica e Financeira)

	Diferenças face ao observado (em pontos percentuais)			
	2011	2012	2013	(acum.)
Taxa de variação da procura externa	2.1	6.6	5.2	14.6
Taxa de variação do PIB	0.2	1.1	1.5	2.9
Taxa de variação do consumo privado	0.0	0.3	0.7	1.0
Taxa de variação da FBCF	0.2	1.1	1.8	3.1
Saldo orçamental (em % do PIB)	0.1	0.4	1.0	
Inflação (IHPC)	0.0	0.1	0.5	0.6
Taxa de variação do emprego	0.1	0.4	0.7	1.2
Balança corrente e de capital (em % do PIB)	0.2	1.1	2.2	

Fontes: BCE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Cálculos efetuados com o modelo macroeconómico trimestral ("M") do Banco de Portugal.

2008 (Gráfico 5.2.2). No entanto, as implicações para a economia portuguesa foram bem distintas. De facto, com a emergência da crise das dívidas soberanas na área do euro, a sustentabilidade das finanças públicas portuguesas começou a ser posta em causa pelos investidores internacionais. Esta evolução contribuiu para que a economia portuguesa fosse identificada como aquela que, a seguir à Grécia e à Irlanda, apresentava maiores fragilidades fundamentais. Num contexto de diferenciação das dívidas soberanas na área do euro (ver Secção 2), a condução da política orçamental contribuiu assim para o processo autossustentado que tornou inevitável o pedido de assistência financeira.

No domínio das finanças públicas, o Programa visava não apenas concretizar uma consolidação orçamental estrutural, de modo a corrigir a posição de défice excessivo das contas públicas, mas também o aperfeiçoamento das regras e procedimentos orçamentais, na linha dos requisitos do Pacto de Estabilidade sobre os quadros orçamentais nacionais (ver Cunha e Braz, 2014). Em termos da composição do esforço de consolidação orçamental, o Programa preconizava que esse ajustamento se deveria centrar na diminuição estrutural da despesa e, apenas em menor medida, no aumento estrutural da receita. Desta forma, seria corrigida a trajetória associada a

um crescimento insustentável da despesa. Adicionalmente, esta estratégia de consolidação está de acordo com a ideia de que uma carga fiscal elevada cria incentivos adversos ao crescimento económico e que um aumento da eficiência nos programas de despesa pública poderia permitir poupanças significativas. A análise do impacto em equilíbrio geral de uma diminuição permanente da despesa pública, acompanhada de uma diminuição de impostos consistente com a redução do peso da despesa com juros, permite confirmar a racionalidade económica desta estratégia (Gráfico 5.2.3). Em particular, sublinhe-se que, embora a consolidação orçamental tenha um impacto contracionista no curto prazo, existe um efeito positivo permanente sobre o nível da atividade no longo prazo, por via da diminuição dos efeitos distorcionários da carga fiscal.

A política orçamental manteve uma orientação restritiva ao longo de todo o processo de ajustamento. Sublinhe-se que o esforço de consolidação orçamental foi muito substancial. De facto, o saldo primário estrutural (ou seja, corrigido do efeito do ciclo, das medidas temporárias e dos fatores especiais) em percentagem do PIB aumentou cerca de 8.5 p.p. (Gráfico 5.2.4). Este esforço de consolidação foi relativamente mais acentuado em 2011 e 2012. Em 2013, o saldo primário estrutural apresentou um excedente de 1.2 por cento do PIB, pela

Gráfico 5.2.1 • Evolução do saldo orçamental e da dívida pública, em percentagem do PIB

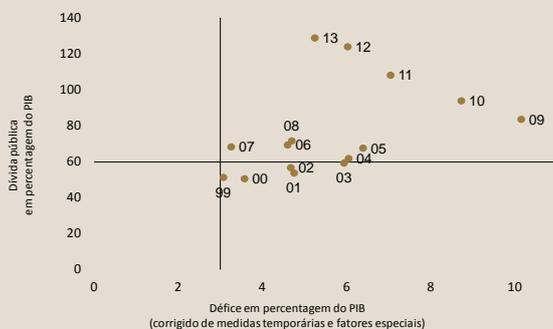
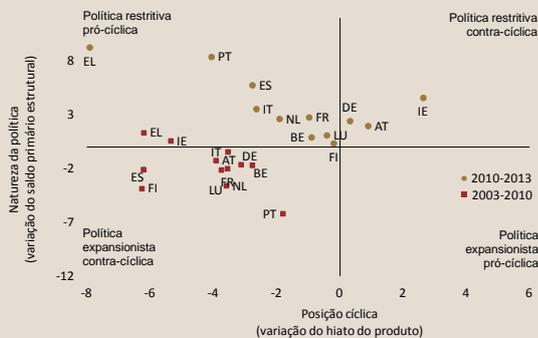


Gráfico 5.2.2 • Natureza da política orçamental na União Europeia



Fontes: INE e Banco de Portugal.

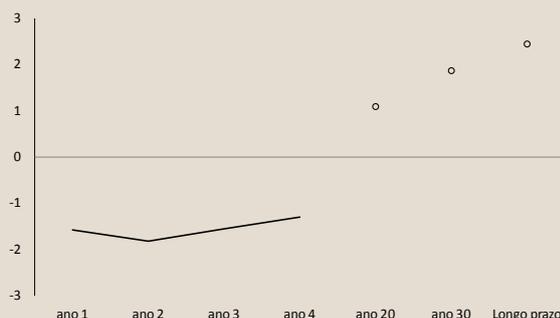
Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

Notas: Hiato do produto medido de acordo com os cálculos da Comissão Europeia, exceto para Portugal, em que é apresentado o valor apurado pelo Banco de Portugal (tendo em conta a metodologia do Eurosistema e corrigindo a variação do saldo primário estrutural de fatores especiais).

primeira vez desde a introdução do euro. Em termos de composição do ajustamento, os contributos acumulados da receita e da despesa para a consolidação orçamental neste período assumiram uma magnitude semelhante. Note-se, no entanto, que o esforço de consolidação pelo lado da despesa no triénio 2011-13 apenas foi suficiente para reverter o aumento estrutural de despesa observado nos três anos anteriores (Gráfico 5.2.4). Não obstante os progressos registados na evolução do saldo orçamental, o rácio da dívida pública aumentou de forma contínua ao longo do horizonte do Programa, de 94.0 por

cento do PIB em 2010 para 129.0 por cento do PIB em 2013 (um aumento de 35 por cento do PIB). O gráfico 5.2.5 decompõe os contributos subjacentes a esta variação. O contributo mais importante resulta de ajustamentos défice-dívida. Em termos acumulados, o valor destes ajustamentos ascendeu a cerca de 15 por cento do PIB, destacando-se pela sua magnitude a acumulação de depósitos das administrações públicas (que ascendiam a 12.6 por cento do PIB no final de 2013) e o impacto da emissão de instrumentos de capital contingente no âmbito dos processos de capitalização de um conjunto de bancos nacionais. O segundo

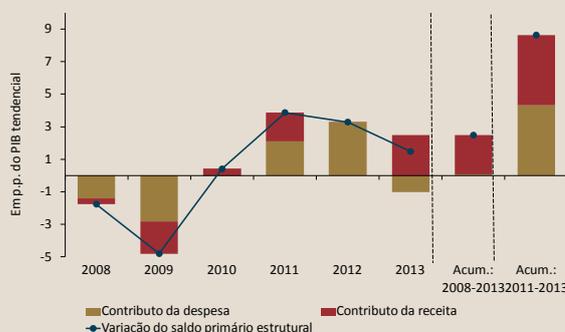
Gráfico 5.2.3 • Impacto no nível do PIB de uma consolidação orçamental permanente na despesa | Desvios percentuais no nível do PIB relativamente ao *steady-state* inicial



Fonte: Almeida *et al.* (2013).

Nota: Simulações efetuadas com o modelo de equilíbrio geral PESSOA. A estratégia de consolidação simulada corresponde a uma diminuição permanente do consumo público e das transferências para as famílias, cada uma correspondendo a 0.5% do PIB inicial. Os impostos sobre o trabalho variam endogenamente de forma a assegurar a estabilização da dívida pública em percentagem do PIB.

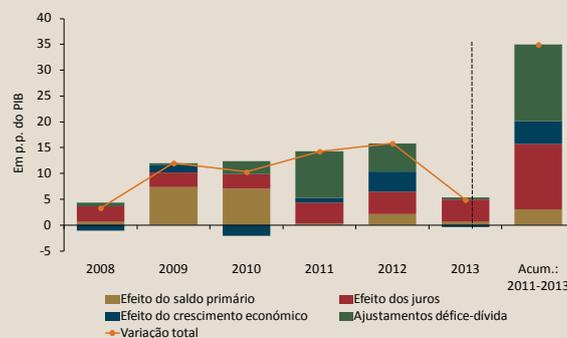
Gráfico 5.2.4 • Composição do ajustamento orçamental | em pontos percentuais do PIB tendencial



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

Gráfico 5.2.5 • Contributos para a variação da dívida pública



Fontes: INE e Banco de Portugal.

contributo mais relevante para o aumento da dívida pública resultou da despesa com juros (12.6 por cento do PIB no conjunto dos três anos). Finalmente, sublinhe-se que, em termos acumulados, os efeitos do défice primário e da variação do PIB nominal também contribuíram, ainda que em menor medida, para o aumento do rácio da dívida. Na secção 6 apresenta-se uma avaliação da sustentabilidade da dívida pública no médio e longo prazos.

A comparação da ambição inicial dos objetivos orçamentais do Programa com a revisão sucessiva das medidas de consolidação orçamental e dos objetivos para o défice orçamental revela alguns traços da implementação do Programa que importa destacar (Quadro 5.2.1). A execução orçamental, excluindo medidas temporárias e fatores especiais, esteve sempre aquém dos objetivos inicialmente traçados. A execução orçamental apenas superou o objetivo traçado em 2013 (e já após uma segunda revisão do mesmo). Adicionalmente, a estimativa do impacto das medidas de consolidação orçamental inscritas nos sucessivos

Orçamentos do Estado superou sempre a estimativa inicial do conjunto de medidas inscrito no Programa inicial. Finalmente, o esforço de consolidação orçamental, ainda que sem precedente, foi inferior ao inicialmente considerado no Programa.

Estas considerações parecem, à primeira vista, mutuamente inconsistentes. No entanto, importa ter em conta três factos que contribuem para explicar a aparente contradição. Em primeiro lugar, a quantificação das medidas orçamentais, bem como do seu impacto nos desenvolvimentos orçamentais, veio a revelar-se manifestamente imperfeita. Na verdade, o conjunto de medidas de consolidação inicialmente previstas não era consentâneo com a ambição dos objetivos orçamentais então traçados. Deste modo, os sucessivos Orçamentos de Estado foram introduzindo novas medidas, ainda que para atingir objetivos de consolidação orçamental menos ambiciosos. Em segundo lugar, refira-se que o não cumprimento dos objetivos implicou um efeito dinâmico sobre os anos seguintes decorrente da alteração da

Quadro 5.2.1 • Evolução dos objetivos orçamentais ao longo do Programa | Pontos percentuais do PIB

	2011	2012	2013
DÉFICE ORÇAMENTAL^(a)	2.1	6.6	5.2
Objetivos			
Objetivos iniciais (maio 2011)	5.9	4.5	3.0
1ª revisão (5ª avaliação, agosto 2012)		5.0	4.5
2ª revisão (7ª avaliação, fevereiro 2013)			5.5 ^(b)
Execução			
Défice	4.3	6.4	4.9
Défice excluindo medidas temporárias e fatores especiais	7.1	6.0	5.3
CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL			
Estimativas <i>ex-ante</i>			
Variação do saldo primário estrutural - DEO agosto 2011	5.7	4.1	1.4
Impacto de medidas no Programa inicial (Comissão Europeia e FMI)	5.7	3.0	1.9
Impacto de medidas no DEO agosto 2011		4.6	2.5
Impacto de medidas no OE2012		5.3	
Impacto de medidas no OE2013			3.2
Execução			
Variação do saldo primário estrutural - DEO abril 2014	3.5	2.9	0.8

Fontes: Comissão Europeia, FMI, INE, Ministério das Finanças e Banco de Portugal.

Notas: (a) Défice do setor das administrações públicas, em contabilidade nacional. (b) Incluindo o efeito da reclassificação do aumento de capital no Banif, o objetivo comparável com a execução seria um défice de 5.9 por cento do PIB.

base (efeito de *carry-over*). Em terceiro lugar, como aludido na subsecção anterior, o cenário macroeconómico foi sendo ajustado em baixa no contexto das revisões do Programa, em particular até meados de 2013. A revisão da procura externa dirigida à economia portuguesa só por si justificaria integralmente a alteração do objetivo orçamental acordado em agosto de 2012 (que ascendeu a 0.5 p.p.) e cerca de metade da alteração do objetivo para 2013 (que foi revisto em alta em duas ocasiões, 1.5 p.p. em agosto de 2012 e 1.0 p.p. em fevereiro de 2013). Por outro lado, a implementação de medidas adicionais de consolidação orçamental teve igualmente um impacto contracionista no curto prazo – em particular dado o contexto de crise (Castro *et al.*, 2013) –, contribuindo deste modo para as revisões em baixa do cenário macroeconómico.

5.3. O choque no rendimento permanente das famílias e das empresas

Os agentes económicos reagiram rapidamente à alteração de incentivos decorrente do processo de ajustamento. Em termos agregados, as decisões das famílias e das empresas foram consistentes com uma expectativa de queda acentuada e persistente do rendimento na economia portuguesa. Num quadro de contração da procura interna e de deterioração das condições no mercado de trabalho, os agentes ajustaram os seus balanços no sentido de assegurar a sua sustentabilidade intertemporal – ainda que com elevada heterogeneidade, sobretudo nas empresas não financeiras. Esta subsecção apresenta os principais traços da reação dos agentes privados no âmbito do processo de ajustamento económico em curso. Refira-se que as decisões dos diferentes agentes têm uma forte interação e são tomadas em simultâneo. No entanto, por facilidade de exposição, esta subsecção irá centrar-se inicialmente na evidência relativamente às empresas não financeiras e posteriormente na respeitante às famílias.

Ao longo dos últimos três anos, observou-se uma orientação crescente das empresas para os mercados externos e uma maior tendência

de crescimento da produtividade nos setores transacionáveis. Estes factos são consistentes com o processo de correção estrutural do desequilíbrio externo da economia. O contraste entre a evolução do VAB real gerado nos vários setores de atividade e a evolução da respetiva produtividade por trabalhador permite ilustrar estas tendências (Gráficos 5.3.1 e 5.3.2). De facto, nos últimos três anos, observou-se uma queda do VAB na generalidade dos setores da economia, que coexistiu com fortes ganhos de produtividade, em particular nos setores da indústria e da agricultura. Em termos agregados, a melhoria da produtividade nestes setores transacionáveis decorreu essencialmente da destruição de emprego em termos líquidos. Refira-se que, na medida em que esta evolução tenha estado associada a uma maior resiliência das empresas com maior produtividade e à eliminação de empresas sem viabilidade económica, o progresso observado na produtividade agregada assumirá uma natureza estrutural.

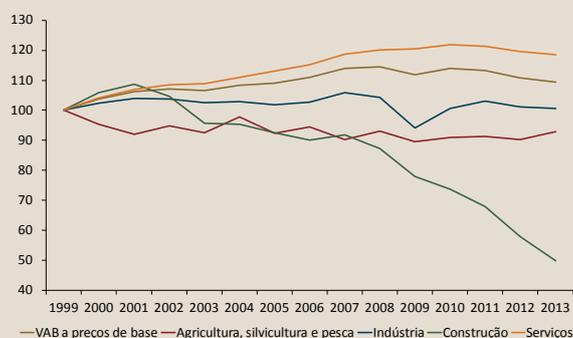
Subjacente à evolução macroeconómica, em termos agregados, existe sempre uma miríade de situações, cuja heterogeneidade nem sempre é facilmente apercebida. A economia portuguesa não é exceção neste âmbito. A comparação da distribuição do nível do VAB e da sua taxa de variação é ilustrativa deste facto (Gráficos 5.3.3 e 5.3.4). Em particular, pode constatar-se que em 2012 existiu uma clara deslocação para a esquerda da distribuição do VAB (bem como da distribuição da taxa de variação do VAB). Não obstante, sublinhe-se que, mesmo neste ano de forte contração da atividade, cerca de 40 por cento das empresas que permaneceram ativas registaram um aumento do VAB.

De entre as empresas com maior dinamismo no passado recente destacam-se as empresas exportadoras. De facto, a orientação crescente das empresas nacionais para a atividade de exportação é um traço marcante do atual processo de ajustamento. Esta dinâmica insere-se num processo gradual de adaptação das empresas ao padrão evolutivo de vantagens comparativas e de integração nas cadeias de

valor globais. Este processo – visível tanto nas exportações de bens como de serviços – antecedeu o atual período de ajustamento (ver Banco de Portugal, 2013b). De facto, a evidência disponível sugere que, entre 2010 e 2012, as empresas que tinham iniciado a sua atividade há menos de 10 anos foram responsáveis por cerca de um terço do crescimento médio nominal das exportações e por cerca de um quarto do nível de exportações em 2012 (Gráfico 5.3.5).

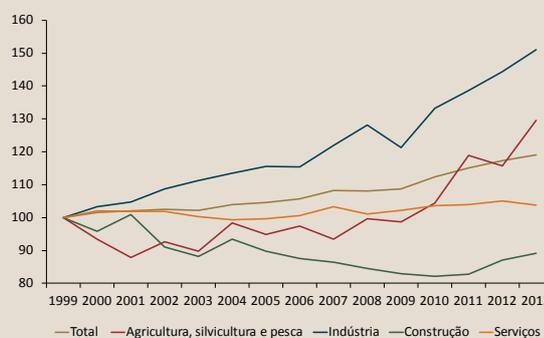
Mais recentemente, esta dinâmica foi reforçada pela queda persistente da procura interna na economia portuguesa, que também promoveu uma reorientação dos fatores produtivos para a atividade exportadora. Neste contexto, registaram-se significativos ganhos de quota de mercado entre 2011 e 2013, que ascenderam em termos acumulados a cerca de 12 p.p.. Este desempenho favorável das empresas exportadoras sugere que não haveria um problema significativo de competitividade

Gráfico 5.3.1 • VAB real nos principais setores de atividade (índice 1999=100)



Fonte: INE.

Gráfico 5.3.2 • VAB real por trabalhador, por setor de atividade (índice 1999=100)



Fonte: INE.

Gráfico 5.3.3 • Distribuição do VAB nominal (em euros)

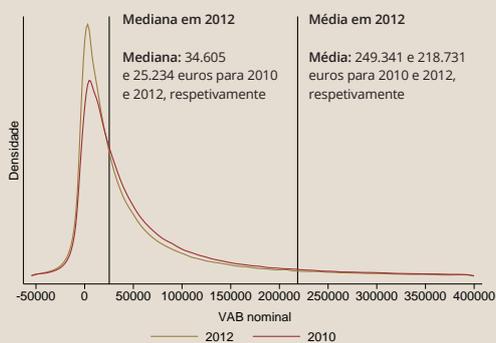
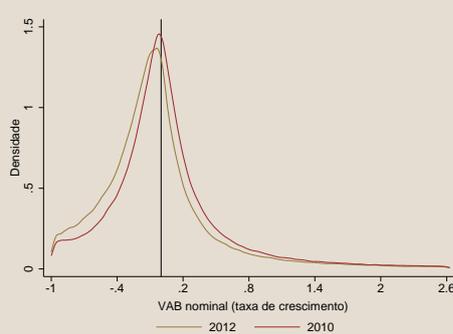


Gráfico 5.3.4 • Distribuição da taxa de variação nominal do VAB



Fontes: Ministério da Justiça, Ministério das Finanças e Ministério da Administração Pública e cálculos do Banco de Portugal (IES).

Notas: O valor acrescentado bruto corresponde à diferença entre o valor da produção deduzido dos consumos intermédios. O valor da produção consiste nas vendas de bens e serviços acrescido da variação da produção e dos trabalhos para a própria empresa. Os consumos intermédios foram obtidos através da soma das matérias vendidas e matérias consumidas e dos fornecimentos e serviços externos. As empresas com vendas de bens e serviços ou consumos intermédios nulos, ou que não reportaram valores para estas variáveis foram excluídas da análise. Adicionalmente, as empresas do setor financeiro e da Zona Franca da Madeira foram também excluídas. A distribuição do VAB nominal encontra-se truncada em 400.000 euros e -50.000 euros. As médias e medianas foram calculadas na distribuição original. A distribuição da taxa de crescimento do VAB foi calculada apenas para empresas que apresentam VAB positivo em anos consecutivos. Esta distribuição está truncada nos percentis 5 e 95.

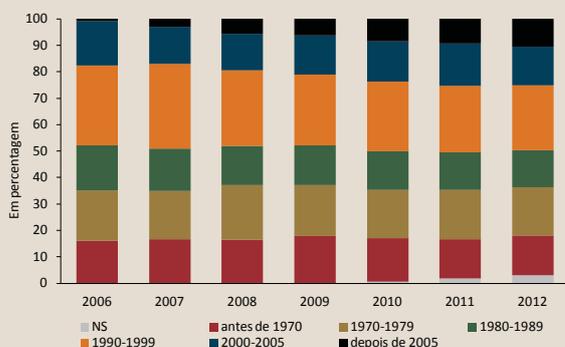
preço na economia portuguesa, o que é igualmente indiciado pela apreciação moderada da taxa de câmbio real registada desde o início da união monetária. Esta apreciação real foi revertida integralmente nos anos mais recentes (Gráfico 5.3.6). Uma questão relevante neste contexto refere-se ao grau de persistência dos ganhos de quota registados nos últimos anos. Importa aqui sublinhar que uma decisão de exportação exige o investimento de recursos pelas empresas, em particular no caso de uma nova empresa exportadora (Amador e Opromolla, 2013). Quando o retorno deste investimento é favorável, a evidência sugere que as empresas tendem a não abandonar a sua atividade exportadora, mesmo num contexto de recuperação da procura interna.

A experiência das empresas exportadoras não foi naturalmente representativa do conjunto da economia portuguesa. De facto, no triénio 2011-13, as empresas orientadas preferencialmente para o mercado interno enfrentaram um choque de procura (corrente e prospetivo) sem precedente². Em muitos casos, a contração da procura interna assumiu uma natureza permanente, com destaque para empresas dos setores da construção, das atividades imobiliárias, da restauração e do comércio a retalho. Esta contração interagiu com duas restrições adicionais sobre as empresas ao longo deste período: a maior restritividade

nos critérios de concessão de crédito pelo sistema financeiro e os desafios decorrentes da rigidez da sua estrutura de custos, com destaque para a rigidez nominal dos salários no sentido da baixa. Em seguida, procurar-se-á avaliar brevemente o contributo potencial de cada um destes fatores.

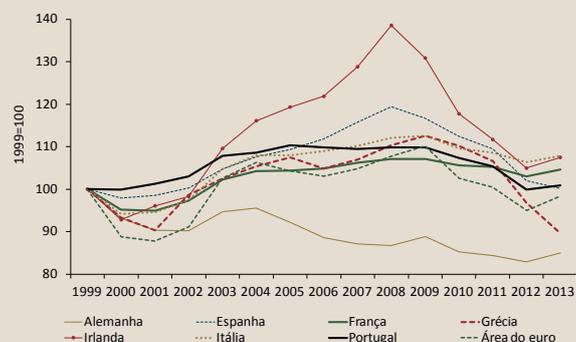
Como referido na secção 5.1, a crise das dívidas soberanas na área do euro implicou uma fragmentação dos mercados financeiros e uma perturbação na transmissão da política monetária. Neste contexto, os bancos portugueses alteraram significativamente os critérios de concessão de crédito ao longo de 2011 e 2012, tornando-os efetivamente mais restritivos em termos de preços e quantidades. No que se refere às taxas das novas operações de crédito às empresas, o gráfico 5.3.7 revela uma significativa deslocação para a direita de toda a distribuição de taxas de juro naquele período. Este movimento esteve relacionado, por um lado, com um aumento da materialização do risco de crédito e da perceção de risco pelos bancos. Refira-se que a deterioração da qualidade do crédito, que afetou negativamente a rendibilidade dos bancos, foi generalizada aos vários setores de atividade, embora tenha sido particularmente concentrada nos setores mais expostos aos desenvolvimentos internos da economia. Por outro lado, a subida das taxas de juro dos empréstimos bancários

Gráfico 5.3.5 • Decomposição das exportações, por ano de criação da empresa



Fonte: Ministério da Justiça, Ministério das Finanças e Ministério da Administração Pública e cálculos do Banco de Portugal (IES).
Nota: Este gráfico foi publicado em Banco de Portugal (2013b).

Gráfico 5.3.6 • Evolução do índice cambial efetivo deflacionado pelos custos unitários do trabalho relativos – comparação internacional



Fonte: BCE.

esteve associada ao aumento do custo de financiamento dos bancos, que permaneceu elevado face à rentabilidade dos ativos geradores de juros detidos nos respetivos balanços. Ao longo de 2013 e 2014, a distribuição de taxas de juro deslocou-se gradualmente para a esquerda, num quadro de melhoria significativa dos níveis agregados de solvabilidade e de liquidez do sistema bancário, de adoção de um conjunto alargado de medidas convencionais e não convencionais pelo Eurosistema e de melhoria da situação macroeconómica.

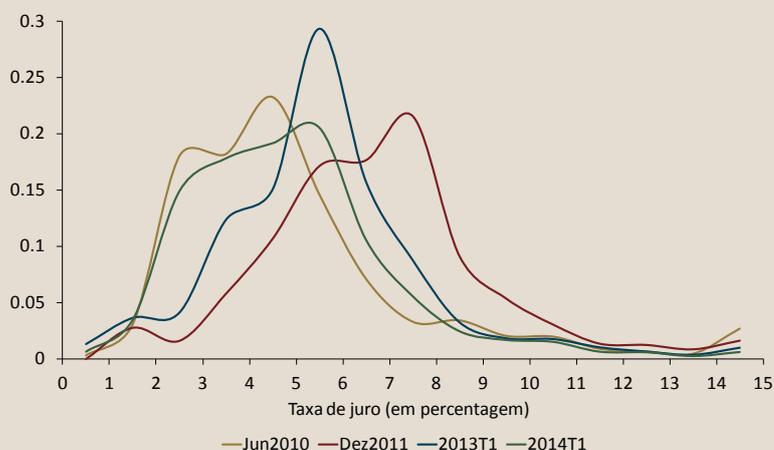
Neste quadro, os empréstimos bancários registaram uma significativa contração no triénio 2011-13, em particular nas empresas de menor dimensão e mais expostas ao mercado interno (com exceção das empresas públicas). Refira-se que é particularmente difícil identificar se esta redução dos empréstimos decorreu de efeitos do lado da procura ou do lado da oferta, em particular dada a segmentação observada na área do euro (ver Banco de Portugal, 2013c). Por seu turno, o crédito total³ às empresas de maior dimensão e às empresas mais dinâmicas – incluindo as exportadoras – permaneceu resiliente e consistente com o re-equilíbrio setorial da economia no sentido dos setores produtores de bens e serviços transacionáveis (Gráfico 5.3.8). Neste âmbito, importa, no entanto, referir que a fração do

crédito bancário concedido a novas empresas diminuiu substancialmente ao longo destes anos (de cerca de 4 por cento do total antes da crise financeira internacional para menos de 1 por cento nos anos mais recentes). Esta evolução pode ter implicações sobre as perspetivas de crescimento da economia, dado que o dinamismo das novas empresas é crucial para a incorporação de inovação e conhecimento, bem como para a criação rápida e sustentável de emprego.

Para além da restritividade das condições de crédito, um segundo elemento que terá condicionado as decisões das empresas foi o facto de a rigidez nominal à baixa dos salários se ter tornado uma restrição cada vez mais ativa, num quadro de contração económica e baixa inflação. Esta rigidez nominal decorre da relutância dos empregadores em cortarem salários nominais, dado o impacto sobre o empenho dos trabalhadores que são sujeitos a esses cortes (Bewley, 2002)⁴. Num quadro de baixa inflação e de baixo crescimento do produto, esta restrição pode condicionar uma afetação eficiente dos recursos (Akerlof *et al.*, 1996). Esta situação tende a ser potenciada na ausência de mecanismos de negociação salarial descentralizados (Portugal *et al.*, 2010). O gráfico 5.3.9 apresenta evidência da existência de uma elevada rigidez à baixa dos salários

Gráfico 5.3.7
• Distribuição da taxa de juro nos novos empréstimos a sociedades não financeiras privadas

Fonte: Banco de Portugal.
Nota: As taxas de juro nos novos empréstimos a sociedades não financeiras privadas foram ponderadas pelos montantes dos empréstimos.

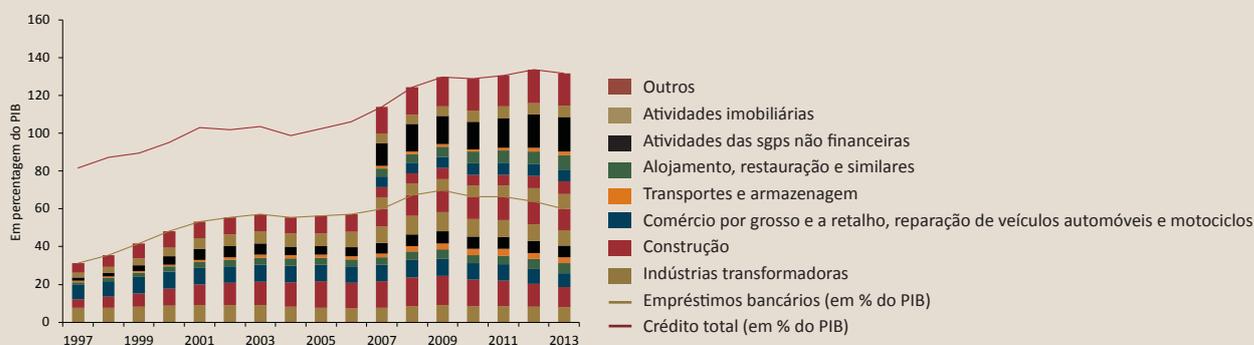


nominais em Portugal, em particular no caso dos salários base (a percentagem de salários base inalterados atingiu um máximo histórico de 75 por cento em 2012). Neste contexto, as empresas recorreram a margens de ajustamento alternativas dos seus custos salariais por trabalhador. Entre estes mecanismos, importa destacar, para algumas empresas, a diminuição de retribuições acima do salário base, que terá contribuído para a menor prevalência de variações nulas no caso das remunerações totais (Gráfico 5.3.9)⁵. Adicionalmente,

aumentou de forma significativa o peso das novas contratações com salários iguais ou próximos do salário mínimo (Gráfico 5.3.10). Em 2012, cerca de 45 por cento dos novos contratados pelas empresas auferiam menos de 535 euros.

Ao longo de 2011, 2012 e início de 2013, o investimento das empresas em capital físico e a contratação de trabalhadores, em termos líquidos, atingiu níveis particularmente baixos. Num quadro de elevada incerteza, de perspetivas de procura adversas e de capacidade

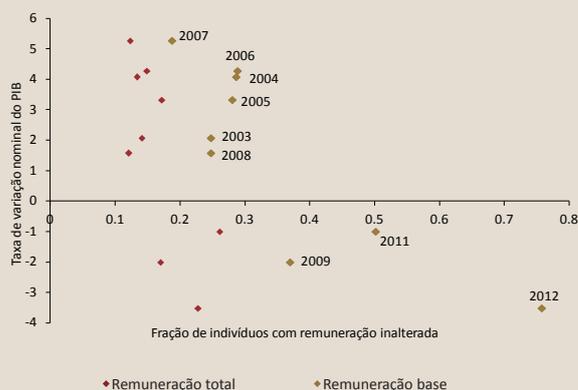
Gráfico 5.3.8 • Evolução da dívida das empresas



Fonte Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) do Banco de Portugal.

Notas: A desagregação do crédito total às empresas não está disponível para o período anterior a 2007. O crédito total inclui empréstimos e títulos de dívida (concedidos por residentes e não residentes).

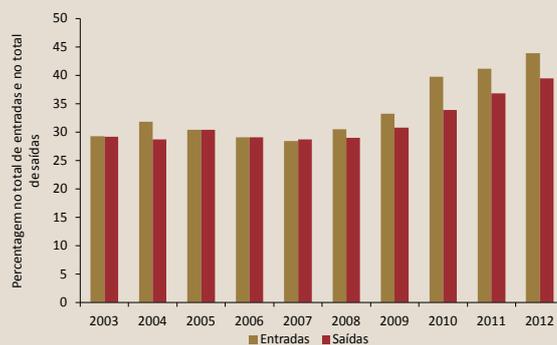
Gráfico 5.3.9 • Evolução da fração de remunerações inalteradas



Fontes: Ministério da Solidariedade, Emprego e Segurança Social (Quadros de Pessoal) e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Os salários nominais correspondem a trabalhadores com remuneração completa e tempo completo que permanecem na mesma empresa trabalhando o mesmo número de horas. Os valores para 2010 não são apresentados, pois apresentam uma quebra estatística decorrente da transição dos Quadros de Pessoal para o Inquérito Único.

Gráfico 5.3.10 • Peso das entradas e saídas de trabalhadores com salários próximos do salário mínimo



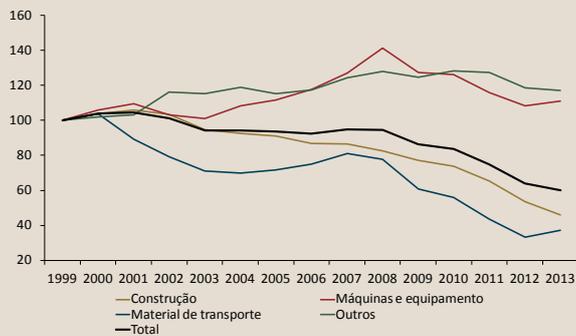
Fontes: Dados dos registos de remunerações da Segurança Social e Banco de Portugal.

Notas: Em cada ano é apresentada a percentagem de pares trabalhador/empresa para cada um dos fluxos - entradas e saídas - cujo salário pertence ao intervalo entre o salário mínimo e até 10 por cento acima do salário mínimo. O salário refere-se à remuneração permanente regular, em termos nominais.

produtiva não utilizada, as decisões de investimento em capital físico acentuaram a tendência de queda observada antes do início do programa de ajustamento (Gráfico 5.3.11). Refira-se que esta queda foi generalizada aos vários tipos de investimento. Por seu turno, a criação líquida de emprego foi muito negativa ao longo deste período. Esta dinâmica esteve associada principalmente a uma menor taxa de contratação das empresas e, em menor medida, a um aumento da taxa de separações (Gráfico 5.3.12). Neste contexto, o emprego registou uma forte queda e o desemprego

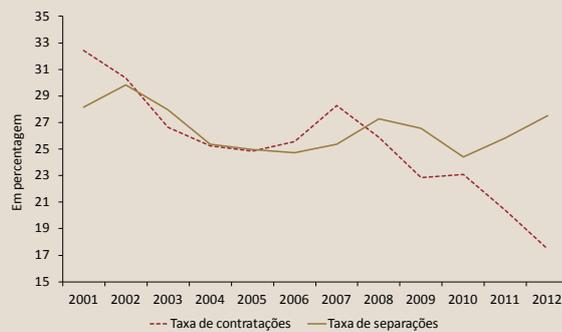
ascendeu a níveis superiores a 16 por cento, claramente acima da média europeia (Gráficos 5.3.13 e 5.3.14). Em particular, o desemprego de longa duração apresentou uma tendência ascendente especialmente marcada. Este movimento ascendente do desemprego foi mitigado por uma queda da população ativa, bem como ao aumento do número de desencorajados. Refira-se que, nos trimestres mais recentes, os fluxos de investimento em capital físico e a criação líquida de emprego iniciaram uma trajetória ascendente.

Gráfico 5.3.11 • Evolução do investimento, por tipo de investimento | Variação acumulada; índice 1995=100



Fonte: INE.

Gráfico 5.3.12 • Taxa de contratações e separações no mercado de trabalho



Fontes: Segurança Social e Banco de Portugal.

Notas: Taxa de contratações: quociente entre o número de contratações em todas as empresas da economia e o emprego total. Taxa de separações: quociente entre o número de separações realizadas em todas as empresas da economia e o emprego total. Para mais detalhes, ver “O mercado de trabalho em Portugal” neste Relatório Anual.

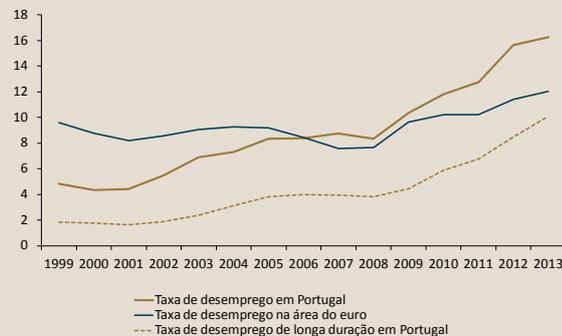
Gráfico 5.3.13 • População total, população ativa e emprego | Índice 1999 = 100



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: As séries do emprego e da população ativa foram corrigidas da quebra de série.

Gráfico 5.3.14 • Taxa de desemprego | Em percentagem da população ativa: Portugal e área do euro



Fontes: Eurostat, INE e Banco de Portugal.

Notas: A série da taxa de desemprego portuguesa foi corrigida da quebra de série registada em 2011. O desemprego de longa duração inclui os indivíduos desempregados à procura de emprego há 12 ou mais meses.

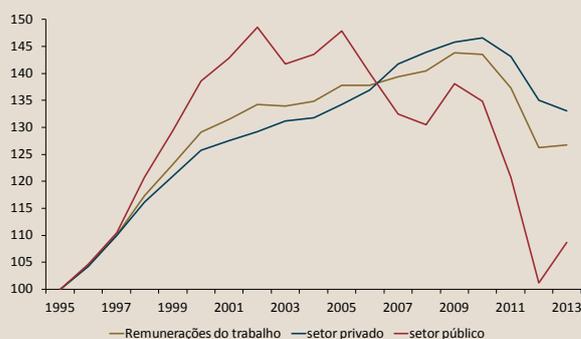
Neste quadro de deterioração acentuada das condições no mercado de trabalho, as remunerações do trabalho caíram, em termos reais, cerca de 10 por cento entre 2010 e 2013 (Gráfico 5.3.15). Em termos setoriais, esta evolução foi especialmente acentuada no caso das remunerações do setor público – por via da queda do emprego e, em menor medida, pela diminuição da remuneração nominal por trabalhador –, mas foi igualmente observada no caso do setor privado, neste caso predominantemente por via da queda do emprego. Esta evolução das remunerações do trabalho contribuiu em grande medida para a queda do rendimento disponível das famílias em 2011 e 2012 (Gráfico 5.3.16). Em 2013, o maior contributo para a diminuição do rendimento disponível resultou do significativo aumento do IRS.

Neste contexto, o rendimento disponível das famílias recuou em três anos para o nível observado em meados da década passada (Gráfico 5.3.17). Por seu turno, o consumo diminuiu para o nível observado no início da última década. Deste modo, a poupança e a taxa de poupança das famílias atingiram em 2013 níveis máximos desde o início da área do euro (Gráfico 5.3.18). Num quadro de elevada restritividade na concessão de crédito pelos bancos, as famílias continuaram um processo de desalavancagem gradual dos seus balanços, em linha com o observado desde 2009 (Gráfico 2.1.3).

Estes resultados sugerem que as famílias interpretaram o choque sobre o rendimento disponível como essencialmente permanente. Naturalmente, outros fatores contribuíram também para o aumento da taxa de poupança das famílias, incluindo uma elevada incerteza associada aos desenvolvimentos no mercado de trabalho, bem como um nível de confiança que persistiu em valores mínimos entre o final de 2011 e o final de 2012. O perfil da confiança dos consumidores foi comum aos vários escalões de rendimento (Gráfico 5.3.19). No seu conjunto, estes fatores promoveram um aumento da poupança por motivo de precaução, em particular nas famílias de maior rendimento⁶. À medida que os fatores subjacentes a esta poupança por motivos de precaução se tornem menos ativos, é expectável uma ligeira reversão da taxa de poupança. Neste contexto, importa sublinhar que a sustentação da taxa de poupança das famílias em níveis próximos dos atualmente observados é um elemento fundamental para a manutenção de um excedente da balança corrente no médio e longo prazo.

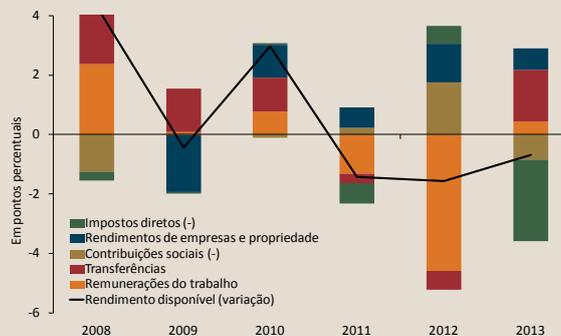
No que se refere à situação das famílias com menores rendimentos, a evidência disponível aponta para uma inversão da tendência descendente da taxa de pobreza (Gráfico 5.3.20). De facto, a taxa de pobreza – definida como a fração de indivíduos com um rendimento inferior ao limiar de pobreza – aumentou

Gráfico 5.3.15 • Remunerações do trabalho, em termos reais (índice 1995=100)



Fonte: INE.

Gráfico 5.3.16 • Rendimento disponível das famílias: Contributos para a taxa de variação anual, em p.p.



Fonte: INE.

0.8 p.p. em 2012, o que corresponde a cerca de 85 mil indivíduos. Note-se que a queda do rendimento mediano nos anos recentes implicou uma diminuição do limiar de pobreza⁷. Considerando, em alternativa, o habitualmente designado limiar de pobreza “ancorado no tempo”, ou seja, um limiar que se mantém constante em termos reais, o aumento da taxa de pobreza seria mais acentuado (Gráfico 5.3.20). Refira-se, finalmente, que a taxa de pobreza em Portugal continua a ser uma das mais elevadas na área do euro, para o que contribui uma significativa fração de trabalhadores numa situação de pobreza (cerca de 10 por cento). Em contraste, a taxa de pobreza dos reformados tem diminuído de forma sustentada nos últimos anos. Esta

evolução insere-se numa tendência estrutural de maturação do sistema de Segurança Social em Portugal, em que o valor médio das novas pensões é relativamente mais elevado.

A evolução recente da taxa de pobreza encontra-se particularmente associada ao aumento do desemprego. Em 2012, a taxa de pobreza dos indivíduos desempregados ascendia a cerca de 40 por cento, mais do dobro da taxa de pobreza do conjunto da população (Gráfico 5.3.20). O impacto sobre os rendimentos familiares terá sido acentuado pelo aumento significativo do desemprego não subsidiado, bem como pelo aumento do número de desencorajados (indivíduos disponíveis para trabalhar mas que não procuraram ativamente emprego). Entre o início de 2011 e o final de 2012,

Gráfico 5.3.17 • Rendimento disponível e consumo privado (em termos reais) | Índice: 1999=100

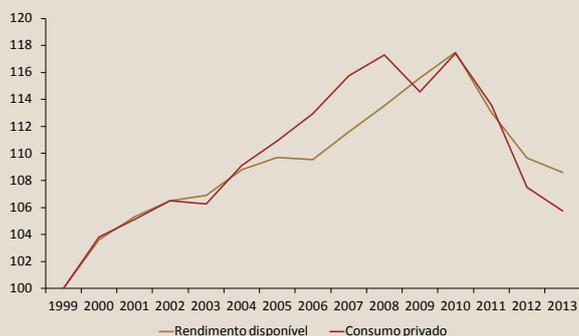
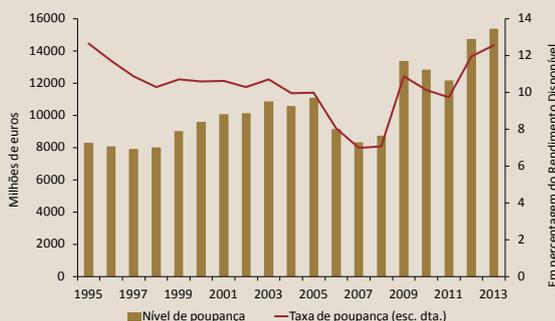


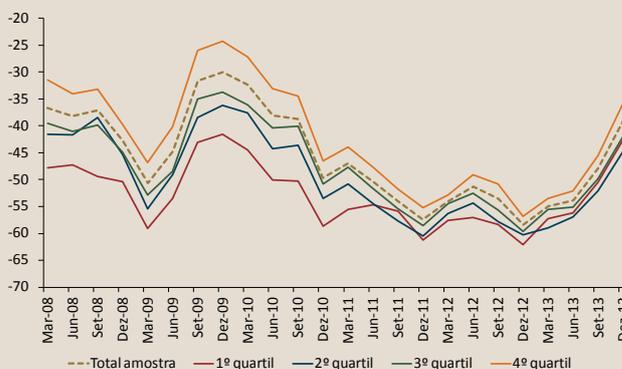
Gráfico 5.3.18 • Nível de poupança e taxa de poupança das famílias



Fonte: INE.

Fonte: INE.

Gráfico 5.3.19 • Indicadores de confiança dos consumidores, por quartil de rendimento



Fonte: Comissão Europeia.
Nota: Média trimestral do indicador de confiança.

o número de indivíduos nestas duas situações aumentou em mais de 250 mil, descendo apenas ligeiramente nos trimestres recentes (Gráfico 5.3.21). Sublinhe-se finalmente que, em Portugal, enquanto as transições “de entrada” numa situação de pobreza se situam em níveis comparáveis com a média europeia, as transições “de saída” são claramente inferiores, o que contribui para uma persistência da pobreza em Portugal relativamente elevada no quadro europeu (ver Comissão Europeia, 2013). Estas transições de saída de uma situação de pobreza estão primariamente associadas à criação de emprego que, como evidenciado no Gráfico 5.3.12, se tem situado em níveis particularmente baixos nos anos recentes.

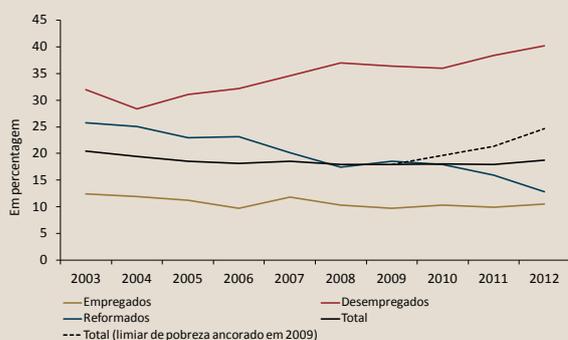
6. Desafios do caminho ainda por percorrer

No final do Programa de Assistência Económica e Financeira, é possível concluir que foram globalmente cumpridos os objetivos originalmente traçados. O quadro de financiamento previsível proporcionado pelo Programa garantiu que o processo de ajustamento da economia portuguesa decorresse de forma gradual e não abrupta. Neste contexto, os principais desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa registaram uma correção assinalável nos últimos três anos. A evolução macroeconómica foi, no entanto, substancialmente mais adversa do que o projetado inicialmente, com

destaque para o elevado nível de desemprego prevaemente na economia. Num quadro de importantes desenvolvimentos institucionais a nível europeu – incluindo uma maior abrangência de intervenção do BCE –, bem como de uma recuperação gradual da economia, o soberano recuperou o acesso aos mercados de dívida internacionais. No entanto, o processo de re-equilíbrio estrutural da economia ainda está incompleto. Os desafios associados a este processo não podem ser minorizados e são o objeto desta secção final.

O ajustamento macroeconómico efetuado nos últimos anos permitiu corrigir, numa perspectiva de fluxos, importantes desequilíbrios que caracterizavam a economia portuguesa. Neste âmbito, importa destacar a melhoria assinalável da balança corrente e de capital, que passou de um défice de 9.5 por cento do PIB em 2010 para um excedente de 2.6 por cento em 2013. Esta evolução beneficiou simultaneamente de uma crescente orientação, de natureza eminentemente estrutural, dos fatores produtivos para o setor exportador de bens e serviços, e de uma diminuição da procura interna, que conjugou elementos cíclicos e estruturais. Em termos das finanças públicas, o saldo primário ajustado do ciclo, de medidas temporárias e de fatores especiais registou uma melhoria de 8.5 pontos percentuais do PIB entre 2010 e 2013, apresentando um excedente de 1.2 por cento do PIB em 2013. A economia portuguesa demonstra assim a

Gráfico 5.3.20 • Taxa de risco de pobreza, segundo a condição perante o trabalho



Fonte: INE.

Gráfico 5.3.21 • Evolução do número de desempregados e desencorajados | Em milhares



Fonte: INE.

possibilidade de ajustamento de desequilíbrios macroeconómicos no quadro de uma união monetária.

Este ajustamento de fluxos exige aprofundamento e sustentação no futuro, de forma a promover a correção dos desequilíbrios acumulados ao nível dos *stocks*. Num quadro em que a dívida pública ascende atualmente a 129 por cento do PIB e em que a posição devedora (líquida) da economia portuguesa face ao resto do mundo é de 119 por cento do PIB, não existe margem para complacência na prossecução do processo de ajustamento. Esta conclusão é reforçada pelos riscos – de ordem interna e externa – que a economia portuguesa ainda enfrenta. Neste contexto, é expectável que o escrutínio dos mercados financeiros seja particularmente sensível a eventuais choques económicos adversos ou à condução de políticas erráticas. Refira-se que a avaliação da dívida portuguesa permanece atualmente mais exigente que a da média da área do euro (Gráfico 6.1). Neste contexto, é fundamental manter um compromisso firme com a continuação do processo de ajustamento.

A adesão estrita aos compromissos assumidos

pelas autoridades no âmbito do Pacto de Estabilidade e do "Tratado Orçamental" é imperativa. Neste contexto, relevam três objetivos: a correção de uma situação de défice excessivo até 2015; a convergência para um saldo orçamental estrutural de -0.5 por cento do PIB (o designado "objetivo de médio prazo" no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento) a um ritmo de pelo menos 0.5 p.p. do PIB por ano; e, a diminuição do rácio da dívida pública para o valor de referência de 60 por cento do PIB, com um ritmo de redução anual que corresponde, em média, a um vigésimo da diferença entre o rácio da dívida observado em cada ano e aquele valor de referência. Na atual posição orçamental da economia portuguesa, e tendo por base as mais recentes projeções macroeconómicas, é possível concluir que estes três elementos são mutuamente consistentes. Sublinhe-se que, não obstante os progressos realizados nos últimos anos, o esforço orçamental ainda requerido é significativo e exigirá a concertação em torno de uma efetiva reforma do Estado (Cardoso, 2013). Os desafios associados ao envelhecimento da população tornam

Gráfico 6.1 • Diferença entre a rendibilidade observada das taxas de obrigações a 2 anos e o *fair yield*: média da área do euro e Portugal



Fonte: Comissão Europeia.

Notas: O *fair yield* do soberano é determinado usando um painel de países com periodicidade mensal e tendo em consideração os períodos de equilíbrios separadores (com base em fundamentos macroeconómicos como a taxa de juro nominal, a taxa de inflação, a rendibilidade nos mercados de ações e a previsão a um ano da taxa de crescimento do PIB). Os países da área do euro usados no painel foram Áustria, Bélgica, Alemanha, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Países Baixos e Portugal, cobrindo o período de janeiro de 2001 a janeiro de 2014 e considerando efeitos aleatórios ao nível do país. A média é ponderada pelo PIB. Para mais detalhes, ver Banco de Portugal (2012).

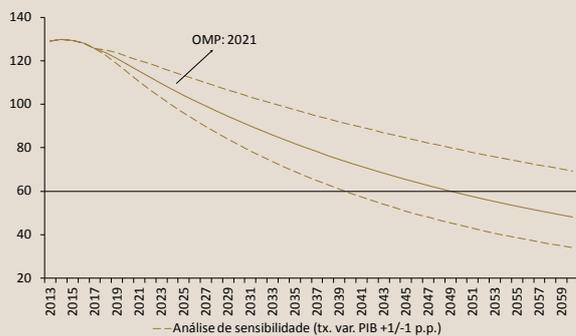
esta reforma ainda mais premente.

O cumprimento estrito destes compromissos orçamentais assegura a sustentabilidade da dívida pública, mesmo num cenário macroeconómico conservador (Gráfico 6.2). A prossecução dos compromissos inscritos no "Tratado Orçamental" surge assim, não como uma restrição ativa, mas como a política adequada para a economia portuguesa numa perspetiva intertemporal. Refira-se adicionalmente que a evolução macroeconómica atualmente projetada é também consistente com uma correção da posição de investimento internacional da economia (Gráfico 6.3).

Simultaneamente, as políticas públicas devem orientar-se para a criação de incentivos à inovação, à mobilidade de fatores e ao investimento em capital físico e humano. Adicionalmente, o enquadramento legal e institucional deve orientar os recursos produtivos no sentido da integração crescente das empresas nas cadeias de valor globais. Uma maior capitalização das empresas, bem como a aposta em capital intangível, serão determinantes neste processo. Refira-se que esta

orientação crescente para o exterior é condição necessária para garantir a sustentabilidade da correção dos desequilíbrios externos observada nos últimos anos. Adicionalmente, este processo determinará as possibilidades de reinício da convergência real entre Portugal e a média da área do euro. Este desafio é particularmente exigente no quadro de saída do Programa. Por um lado, como é bem reconhecido, a recuperação económica após uma crise financeira profunda tende a ser relativamente lenta. No caso português, esta tendência é reforçada pelo elevado grau de endividamento da economia, com destaque para o setor das empresas não financeiras. Por outro lado, importa reconhecer que o forte enquadramento recessivo ao longo do último triénio teve implicações não negligenciáveis sobre o produto potencial da economia. Neste âmbito, relevam a diminuição da população ativa – em particular com a inversão dos fluxos migratórios líquidos face ao passado recente –, a elevada duração do desemprego – com uma diminuição permanente do capital humano acumulado –, e o adiamento de decisões de investimento, que condicionou a incorporação

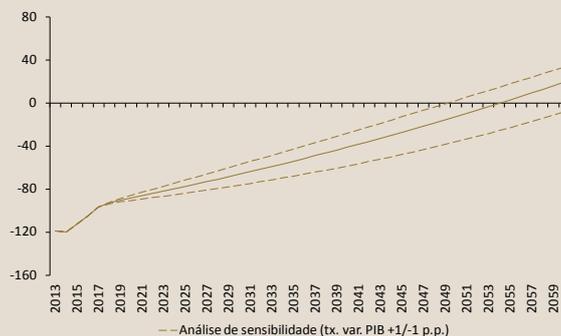
Gráfico 6.2 • Evolução do rácio da dívida pública: cenário de cumprimento das atuais regras orçamentais europeias | Em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Até 2017 os pressupostos assumidos no exercício seguem as projeções do Banco de Portugal publicadas no *Boletim Económico* da primavera de 2014. Assume-se adicionalmente um crescimento do PIB nominal de 3 por cento ao ano e uma taxa de juro implícita na dívida de 4.3 por cento. Considera-se que o saldo primário melhora anualmente 0.5 p.p. do PIB até que o saldo total atinja o Objetivo de Médio Prazo (-0.5% do PIB). Esta hipótese é mantida na análise de sensibilidade.

Gráfico 6.3 • Evolução da Posição de Investimento Internacional | Em percentagem do PIB



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Até 2017 os pressupostos assumidos no exercício seguem as projeções do Banco de Portugal publicadas no *Boletim Económico* da primavera de 2014. A partir de 2018 considera-se que o saldo da balança de bens e serviços diminui gradualmente, atingindo uma posição equilibrada em 2020, e que as transferências correntes e a balança de capital estabilizam em 2020 em 1.5 por cento do PIB. Assume-se adicionalmente um crescimento do PIB nominal de 3 por cento ao ano e uma taxa de juro implícita na dívida de 4.3 por cento.

de novas tecnologias e de qualificações acrescentadas no processo produtivo.

A prossecução destes objetivos exige uma consistência de políticas e uma estabilidade institucional que ancore os incentivos dos agentes por um período prolongado. Esta visão de longo prazo requer uma forte concertação, tendo por base o reconhecimento de que estamos perante um desígnio nacional que ainda não está cumprido. Os riscos que impendem sobre a economia portuguesa deveriam contribuir para alargar o consenso em torno desta necessidade. Sublinhe-se que a ausência desta perspetiva intertemporal esteve na base das recorrentes situações de crise económica observadas nas últimas décadas, com elevados custos económicos e sociais. A consensualização de uma agenda de longo prazo para a economia portuguesa impõe um processo exigente de negociação, compromisso e, em última instância, apropriação pelos agentes políticos e sociais de um conjunto fundamental de opções estratégicas. Esta apropriação é um desafio incontornável do processo de ajustamento ainda em curso.

Notas

1. Refira-se ainda que, no exercício acima apresentado, cada ponto percentual de diminuição do hiato na produtividade de fatores implica uma redução de 1.5 pontos percentuais no diferencial do PIB *per capita*, enquanto no caso do capital humano, a elasticidade é unitária (para mais detalhes, ver Hsieh e Klenow, 2010). Sublinhe-se ainda que um processo de convergência real em qualquer destas dimensões implicaria um aumento consentâneo do capital por trabalhador.
2. Refira-se que menos de 20 por cento das empresas em Portugal têm atividade exportadora.
3. O crédito total inclui empréstimos, títulos de dívida e créditos comerciais (concedidos por residentes e não residentes).
4. No caso português, existem adicionalmente restrições legais e institucionais à descida dos salários base.
5. A menor prevalência de congelamentos salariais nas remunerações totais está também relacionada com rendimentos auferidos pelos trabalhadores que dependem do número de dias úteis (por exemplo os subsídios de alimentação).
6. Refira-se que os dois decis superiores da distribuição do rendimento são responsáveis por mais de 80 por cento da poupança em Portugal (ver Banco de Portugal, 2013d).
7. De acordo com a definição da União Europeia, o limiar de pobreza corresponde a 60 por cento do rendimento mediano por adulto equivalente.

Referências

- Akerlof, G., W. Dickens e G. Perry (1996), "The macroeconomics of low inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996-1.
- Alexandre, F., P. Bação, P. Lains, M. Martins, M. Portela e M. Simões (Eds.) (2014), *A Economia Portuguesa na União Europeia*, Actual Editora.
- Almeida, V., G. Castro, R. Félix e J. R. Maria (2013), "Fiscal Consolidation in a Small Euro-Area Economy", *International Journal of Central Banking*, vol. 9(4), December.
- Amador, J. e A. C. Soares (2012), "Competition in the Portuguese economy: An overview of classical indicators", Banco de Portugal *Working Paper*, 08.
- Amador, J. e L. Opromolla (2013), "Product and destination mix in export markets", *Review of World Economics*, Springer, vol. 149(1), pag. 23-53.
- Antunes, A. e R. Martinho (2012), "Acesso ao crédito por empresas não financeiras", *Relatório de Estabilidade Financeira Maio 2012*, Banco de Portugal.
- Banco de Portugal (2008), "Caixa 3.3: O impacto da qualidade da educação e do sistema judicial no PIB per capita", *Relatório do Conselho de Administração 2007*.
- Banco de Portugal (2012), "Tema em Destaque: Transmissão da política monetária na área do euro", *Boletim Económico - Verão 2012*.
- Banco de Portugal (2013a), "Caixa 1: Uma comparação do ajustamento da economia portuguesa com anteriores experiências nacionais e internacionais", *Relatório do Conselho de Administração - A economia portuguesa em 2012*.
- Banco de Portugal (2013b), "Tema em Destaque: A atividade exportadora nas empresas portuguesas", *Boletim Económico do Inverno 2013*.
- Banco de Portugal (2013c), "Caixa 1.2.1: Uma decomposição do crescimento do crédito com base no Inquérito aos Bancos sobre o mercado de crédito", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira - Novembro 2013*.
- Banco de Portugal (2013d), "Caixa 5.1: A subida da taxa de poupança das famílias em 2012: uma explicação com base em evidência macro e microeconómica", Banco de Portugal, *Relatório do Conselho de Administração - A Economia Portuguesa em 2012*.
- Barro, R. J. e Lee, J. W. (2013), "A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010", *Journal of Development Economics* 104, pp. 184-198.
- BCE (2008), *Boletim Mensal do BCE - 10 anos do BCE*, Banco Central Europeu.
- Bento, V. (2010), *O Nó Cego da Economia*, bnomics.
- Bewley, T. (2002), *Why Wages Don't Fall during a Recession*, Harvard University Press.
- Blanchard, O. (2007), "Adjustment within the euro: the difficult case of Portugal", *Portuguese Economic Journal*, 6.
- Blanchard, O. e F. Giavazzi (2002), "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2002.
- Bloom, N. e J. Van Reenen (2010), "Human resource management and productivity", in Ashenfelter, Orley e Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Elsevier.
- Braguinsky, S., L. Branstetter e A. Regateiro (2011), "The incredible shrinking Portuguese firm", *NBER Working Paper* 17265.
- Cao, D. e Jean-Paul L'Huillier (2014), "Technological Revolutions and Debt Hangovers: Is There a Link?", *mimeo*.
- Cardoso, T. (2013), "A Reforma do Estado: Considerações de Política Económica", Conselho das Finanças Públicas, Outubro.
- Castro, G., R. Félix, P. Júlio e J. R. Maria (2013),

- "Fiscal multipliers in a small euro area economy: How big can they get in crisis times? ", Banco de Portugal, *Working Paper 11*.
- Centeno, M. e A. Novo (2012), "Segmentação", Banco de Portugal, *Boletim Económico Primavera 2012*.
- Correia, I. H. (2012), "Desvalorização fiscal", Banco de Portugal, *Boletim Económico Inverno 2011*.
- Comissão Europeia (2013), *Employment and Social Developments in Europe 2012*.
- Cunha, J. C. e C. Braz (2014), "Portugal's fiscal policy in a context of low growth and macroeconomic imbalances", *mimeo*.
- De Grauwe, P. (2011), "The Governance of a Fragile Eurozone", *Economic Policy, CEPS Working Documents*.
- Departamento de Estudos Económicos (2009), *A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*, Banco de Portugal.
- Dias, D., C. R. Marques e C. Richmond (2014), "Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis", *mimeo*.
- Eichenbaum, M., N. Vincent e S. Rebelo (2013), "The China Effect", trabalho em curso.
- Fagan, G. e V. Gaspar (2007), "Adjusting to the euro", Banco de Portugal, *Working Paper*, 2007-03.
- Hsieh, C-T e Klenow, P. J. (2010), "Development Accounting", *American Economic Journal: Macroeconomics*, (2) 1, pp. 207-223.
- Lane, P. (2013), "Capital flows in the euro area", *European Economy Economic Papers*, Abril.
- Lane, P. e G. M. Milesi-Ferretti (2012), "External adjustment and the global crisis", *Journal of International Economics*, 88(2).
- Mendoza, E. (2010), "Sudden stops, financial crisis and leverage", *American Economic Review*, 100(5).
- Merler, S. e J. Pisani-Ferry (2012), "Sudden stops in the euro area", *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2012/6, March.
- Pereira, M. (2011), "Uma análise da evolução do desempenho dos estudantes portugueses no Programme for International Student Assessment (PISA) da OCDE", Banco de Portugal, *Boletim Económico do Outono 2011*.
- Portugal, P., A. Carneiro e P. Guimarães (2010), "Sobre a sensibilidade cíclica dos salários", Banco de Portugal, *Boletim Económico do Inverno 2010*.
- Reis, R. (2011), "Solução para Portugal: Fazer mais com os Portugueses." In Jorge Vasconcellos e Sá, ed., *Portugal e o Futuro: Homenagem a Ernâni Lopes*, Vida Económica, Portugal.
- Reis, R. (2013), "The Portuguese Slump and Cash and the Euro Crisis", *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2013.
- Schmitt-Grohé, S. e M. Uribe (2011), "Pegs and Pain", *NBER Working Papers No.16847*.

