



# RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

**A Economia Portuguesa em 2011**



*Banco de Portugal*

EUROSISTEMA



**RELATÓRIO**  
**DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**  
**A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2011**

*Lisboa, 2011*  
*[www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)*



***Banco de Portugal***  
EUROSISTEMA

**BANCO DE PORTUGAL**

Av. Almirante Reis, 71

1150-012 Lisboa

[www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt)

***Edição***

Departamento de Estudos Económicos

Departamento de Contabilidade e Controlo

***Design e Distribuição***

Departamento de Serviços de Apoio

Área de Documentação, Edições e Museu

Serviço de Edições e Publicações

***Impressão***

Departamento de Serviços de Apoio

Área de Documentação, Edições e Museu

Serviço de Edições e Publicações

***Tiragem***

600 exemplares

ISBN 978-989-678-128-6 (impresso)

ISBN 978-989-678-129-3 (*on-line*)

ISSN 2182-5874 (impresso)

ISSN 2182-5882 (*on-line*)

Depósito Legal n.º 342675/12

*Este Relatório foi redigido segundo o novo Acordo Ortográfico.*

# ÍNDICE

## ÓRGÃOS DO BANCO

## RESPONSÁVEIS PELOS ÓRGÃOS DE DIREÇÃO E DELEGAÇÕES

### I. A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2011

19	AVALIAÇÃO GLOBAL
27	1. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL
57	Caixa 1.1 Desenvolvimentos na governação económica da UE: supervisão dos desequilíbrios macroeconómicos
61	Caixa 1.2 Medidas não convencionais de política monetária na área do euro e o seu impacto nos mercados financeiros
65	2. POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE E CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA
65	2.1. Política monetária do BCE
74	2.2. Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa
97	3. POLÍTICA E SITUAÇÃO ORÇAMENTAL
97	3.1. Caracterização geral
102	3.2. Desenvolvimentos orçamentais em 2011
109	3.3. Área do euro
111	Caixa 3.1 Enquadramento institucional das finanças públicas em Portugal: desenvolvimentos recentes
113	Caixa 3.2 Desenvolvimentos no quadro de supervisão orçamental da União Europeia
117	Caixa 3.3 Transferências de fundos de pensões e o seu impacto nas contas públicas em Portugal: 1997-2011
119	4. OFERTA
119	4.1. Valor acrescentado bruto
121	4.2. Emprego e desemprego
128	4.3. Produtividade e questões estruturais
135	Caixa 4.1 Os fluxos de emprego e de trabalhadores no mercado de trabalho

139	<i>Caixa 4.2 Concorrência na economia portuguesa no período de 2000 a 2009</i>
145	<b>5. PROCURA</b>
163	<i>Caixa 5.1 A evolução recente da taxa de poupança dos particulares em Portugal</i>
167	<i>Caixa 5.2 A evolução recente da competitividade internacional da economia portuguesa ao nível dos custos unitários do trabalho</i>
171	<i>Caixa 5.3 A evolução das exportações portuguesas de bens em 2011 por principais produtos e destinos geográficos</i>
181	<b>6. PREÇOS</b>
189	<b>7. BALANÇA DE PAGAMENTOS</b>
201	<b>QUADROS SUPLEMENTARES</b>
203	A.1.1 Economia mundial – Produto interno bruto, taxa de variação real, em percentagem
204	A.1.2 Economia mundial – Índice de preços no consumidor, taxa de variação, em percentagem
205	A.1.3 Economia mundial – Balança corrente, em percentagem do PIB
206	A.1.4 Economias avançadas – Taxa de desemprego, em percentagem
207	A.1.5 Economias avançadas – Indicadores de finanças públicas, em percentagem do PIB
208	A.2.1 Taxas de juro oficiais do Banco Central Europeu, em percentagem
209	A.2.2 Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa
210	A.2.3 Empréstimos concedidos por outras instituições financeiras monetárias a sociedades não financeiras, desagregação setorial, taxa de variação anual, em fim de período
211	A.3.1 Contas das administrações públicas (contabilidade nacional), em milhões de euros
212	A.3.2 Contas das administrações públicas (contabilidade nacional), em percentagem do PIB
213	A.3.3 Contas das administrações públicas (contabilidade nacional), variação em percentagem
214	A.3.4 Efeitos temporários nas contas das administrações públicas (contabilidade nacional), em milhões de euros
215	A.3.5 Dívida das administrações públicas por instrumentos e por detentores, em milhões de euros
216	A.3.6 Défice e variação da dívida das administrações públicas, em milhões de euros
217	A.3.7 Défice e variação da dívida das administrações públicas, em percentagem do PIB
218	A.4.1 Valor acrescentado bruto por ramo de atividade, taxa de variação real, em percentagem
219	A.4.2 População, emprego e desemprego, em milhares
220	A.4.3 População, emprego e desemprego, em percentagem
221	A.4.4 Indicadores estruturais – Portugal e União Europeia, em percentagem
222	A.5.1 Produto interno bruto – Ótica da despesa, preços correntes, em milhões de euros

<b>223</b>	A.5.2	Produto interno bruto – Ótica da despesa, taxa de variação real, em percentagem
<b>224</b>	A.5.3	Produto interno bruto – Ótica da despesa, taxa de variação dos deflatores implícitos, em percentagem
<b>225</b>	A.5.4	Procura externa de bens, exportações portuguesas e quota de mercado, taxa de variação real, em percentagem
<b>226</b>	A.5.5	Exportações portuguesas de bens por zonas económicas e países de destino
<b>227</b>	A.5.6	Importações portuguesas de bens por zonas económicas e países de origem
<b>228</b>	A.5.7	Exportações portuguesas de bens por grupos de produtos, taxa de variação nominal, em percentagem
<b>228</b>	A.5.8	Importações portuguesas de bens por grupos de produtos, taxa de variação nominal, em percentagem
<b>229</b>	A.5.9	Rendimento disponível dos particulares, em milhões de euros
<b>230</b>	A.6.1	Indicadores de preços e custos não salariais, taxa de variação, em percentagem
<b>231</b>	A.6.2	Custos do trabalho, taxa de variação média, em percentagem
<b>232</b>	A.6.3	IPC – Principais classes e agregados, taxas de variação média anual, em percentagem
<b>233</b>	A.6.4	Portugal e área do euro – Principais agregados do IHPC, taxas de variação média, em percentagem
<b>234</b>	A.7.1	Capacidade / necessidade líquida de financiamento por setor institucional, em percentagem do PIB
<b>235</b>	A.7.2	Balança de pagamentos, em milhões de euros
<b>236</b>	A.7.3	Balança de pagamentos, em percentagem do PIB
<b>237</b>	A.7.4	Transferências com a União Europeia, em milhões de euros
<b>238</b>	A.7.5	Balança financeira, em percentagem do PIB.
<b>241</b>	A.7.6	Posição de investimento internacional, posições em fim de período, em milhões de euro
<b>242</b>	A.7.7	Posição de investimento internacional, posições em fim de período, em milhões de euro





# ÓRGÃOS DO BANCO



7

Órgãos do Banco





## GOVERNADOR

Carlos da Silva Costa

## CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

### Governador

Carlos da Silva Costa

### Vice-Governadores

Pedro Miguel de Seabra Duarte Neves

José Joaquim Berberan e Santos Ramalho<sup>1</sup>

### Administradores

José António da Silveira Godinho

Maria Teodora Osório Pereira Cardoso<sup>2</sup>

João José Amaral Tomaz<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Nomeado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º16/2011 de 16 de setembro, publicada no Diário da República, 2.ª série, n.º176 de 13 de setembro de 2011.

<sup>2</sup> Nomeada Presidente do Conselho Superior do Conselho das Finanças Públicas pela Resolução do Conselho de Ministros n.º1/2012 de 22 de dezembro de 2011, publicada no Diário da República, 2.ª série, n.º14 de 19 de janeiro de 2012, tendo tomado posse em 16 de fevereiro de 2012.

<sup>3</sup> Nomeado pela Resolução do Conselho de Ministros n.º16/2011 de 16 de setembro, publicada no Diário da República, 2.ª série, n.º176 de 13 de setembro de 2011.



## 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

Almerindo da Silva Marques

Alberto Manuel Sarmento Azevedo Soares

Roberto de Sousa Rocha Amaral

Rui Manuel Teixeira Gonçalves





# RESPONSÁVEIS PELOS ÓRGÃOS DE DIREÇÃO E DELEGAÇÕES







**Gabinete do Governador e dos Conselhos (GAB)**

Paulo Ernesto Carvalho Amorim

**Secretário dos Conselhos (SEC)**

Paulo Ernesto Carvalho Amorim

**Departamento de Auditoria (DAU)**

Francisco Martins da Rocha

**Departamento de Averiguação e Ação Sancionatória (DAS)**

José da Cunha Nunes Pereira

**Departamento de Contabilidade e Controlo (DCC)**

José Pedro Silva Ferreira

**Departamento de Emissão e Tesouraria (DET)**

António Pinto Pereira

**Departamento de Estatística (DDE)**

João António Cadete de Matos

**Departamento de Estudos Económicos (DEE)**

Ana Cristina de Sousa Leal

**Departamento de Gestão e Desenvolvimento de Recursos Humanos (DRH)**

António Manuel Marques Garcia

**Departamento de Mercados e Gestão de Reservas (DMR)**

Rui Manuel Franco Rodrigues Carvalho

**Departamento de Organização, Sistemas e Tecnologias de Informação (DOI)**

António Jacinto S. 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<sup>4</sup>

**Departamento de Supervisão Comportamental (DSC)**

Maria Lúcia de Almeida Leitão

**Departamento de Supervisão Prudencial (DSP)**

Vasco Manuel da Silva Pereira

**FILIAL (Porto)**

Manuel Maia Marques

**DELEGAÇÕES REGIONAIS****Delegação Regional dos Açores**

Ibéria Maria de Medeiros Cabral Serpa

**Delegação Regional da Madeira**

Maria Heliadora Vieira Geraldês Matos

**AGÊNCIAS DISTRITAIS****Braga**

Fernanda da Conceição C. Carvalho Barros

**Castelo Branco**

Rui António da Silva Santa Rajado

**Coimbra**

Maria João Botelho Simões Raposo de Sousa

**Évora**

Paulo Ruben Alvernaz Rodrigues

**Faro**

Victor Manuel Geraldês Ribeiro

**Viseu**

Gentil Pedrinho Amado

---

<sup>4</sup> A exercer funções interinamente desde 6 de julho de 2011.

# A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2011

AVALIAÇÃO GLOBAL	I
ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL	1
POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE E CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA	2
POLÍTICA E SITUAÇÃO ORÇAMENTAL	3
OFERTA	4
PROCURA	5
PREÇOS	6
BALANÇA DE PAGAMENTOS	7



## AVALIAÇÃO GLOBAL

O ano de 2011 fica marcado pelo pedido de assistência financeira internacional e pelo assinalável ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos previamente acumulados pela economia portuguesa, que deverá continuar nos próximos anos no quadro do Programa de Assistência Económica e Financeira. No início do ano, no contexto de um recrudescimento da crise da dívida soberana na área do euro, os receios dos investidores internacionais quanto à sustentabilidade das finanças públicas e à dinâmica intertemporal da dívida externa portuguesa avolumaram-se de forma significativa. A deterioração das condições de acesso aos mercados de financiamento internacionais tornou inadiável o recurso a assistência financeira externa, concretizado no início de abril. O Programa de Assistência Económica e Financeira acordado com a União Europeia (UE), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Central Europeu (BCE) garantiu o financiamento da economia portuguesa por um período que possibilite uma correção estrutural e gradual dos desequilíbrios nas finanças públicas e nas contas externas, bem como a preparação e implementação das reformas estruturais necessárias à reversão dos principais bloqueios estruturais ao crescimento potencial da economia. Paralelamente, as medidas não convencionais de política monetária do BCE permitiram assegurar o financiamento regular do sistema bancário doméstico. Não obstante, as condições monetárias e financeiras da economia portuguesa deterioraram-se ao longo de 2011.

Neste quadro global, a economia portuguesa registou uma forte contração da atividade, que se acentuou ao longo do ano, refletindo um ajustamento dos balanços dos setores público e privado, não obstante o crescimento robusto das exportações. No início de 2012, a queda na atividade económica apresentou alguns sinais de estabilização. Este quadro recessivo da economia portuguesa traduziu-se numa redução particularmente acentuada do emprego e num aumento da taxa de desemprego para níveis máximos históricos. Paralelamente, observou-se uma significativa diminuição das necessidades de financiamento externo. Estas dinâmicas tenderão a reforçar-se no futuro próximo, dado que o processo de ajustamento económico ainda se encontra longe de concluído. Os riscos em torno da implementação do Programa permanecem significativos, incluindo não só elementos de natureza interna – associados nomeadamente à resistência expectável de alguns agentes económicos à concretização do vasto conjunto de reformas previsto na área estrutural – mas também fatores de natureza externa, que se manifestam no recrudescimento recorrente das tensões associadas à crise da dívida soberana na área do euro. Estes riscos exigem a implementação rigorosa do Programa e o cumprimento estrito dos objetivos acordados, e reforçam a importância de um consenso social e político alargado em torno do Programa. Neste âmbito, importa sublinhar que a correção dos desequilíbrios macroeconómicos não é um fim em si mesmo, mas é indispensável para criar as bases para um crescimento equilibrado e sustentado, única fonte de aumento do bem-estar económico no longo prazo.

***O enquadramento externo da economia portuguesa caracterizou-se por uma forte heterogeneidade no crescimento das economias a nível global, por importantes intervenções não convencionais de política monetária do BCE e por inovações institucionais assinaláveis na área do euro***

A recuperação da atividade económica global na sequência da grande recessão de 2009 tem sido moderada, em comparação com anteriores episódios recessivos. Este fraco dinamismo decorre da conjugação de vários fatores, nomeadamente o facto de recessões originadas por crises financeiras e bancárias serem tipicamente caracterizadas por recuperações lentas da atividade económica, a necessidade de famílias e empresas continuarem o processo de ajustamento dos seus balanços e a sincronização de esforços de consolidação orçamental num número alargado de países europeus. Refira-se que persiste um elevado grau de heterogeneidade no crescimento económico entre regiões, sendo as economias avançadas

particularmente afetadas pelos traços estruturais acima descritos, ao passo que a generalidade das economias de mercado emergentes mantiveram um forte crescimento económico em 2011. Adicionalmente, a heterogeneidade no crescimento económico entre os países da área do euro atingiu máximos desde a unificação monetária. Em termos intra-anuais, e em resultado da intensificação da turbulência financeira associada à crise da dívida soberana na área do euro, a atividade económica global registou um abrandamento ao longo de 2011.

Neste quadro de fraco dinamismo da atividade económica na área do euro, a política monetária do BCE manteve-se acomodatória em 2011. Adicionalmente, dada a forte segmentação do mercado monetário na área e a turbulência exacerbada nos mercados financeiros, o Conselho do BCE decidiu reforçar o conjunto de medidas não convencionais de política monetária, com destaque para a decisão de conduzir operações de cedência de liquidez a taxa de juro fixa, com satisfação integral da procura e por prazos particularmente longos, bem como o alargamento do colateral elegível para o financiamento dos bancos junto do Eurosistema (ver “Caixa 1.2 *Medidas não convencionais de política monetária na área do euro e o seu impacto nos mercados financeiros*”, deste Relatório). Estas medidas contribuíram não só para homogeneizar o mecanismo de transmissão monetária na área, mas também para diminuir o risco de liquidez no sistema bancário. Sublinhe-se, no entanto, que estas intervenções não diminuem a necessidade de reforçar a dinâmica de reforma estrutural e de consolidação orçamental em vários países da área, bem como a agenda de maior integração institucional a nível europeu. Neste âmbito, em 2011 foram introduzidas importantes alterações no desenho institucional da UE, com destaque para a nova arquitetura de supervisão financeira da União Europeia e o reforço da governação económica (ver “Caixa 1.1 *Desenvolvimentos na governação económica da UE: supervisão dos desequilíbrios macroeconómicos*” e “Caixa 3.2 *Desenvolvimentos no quadro de supervisão orçamental da União Europeia*”, deste Relatório).

***As condições monetárias e financeiras da economia portuguesa deterioraram-se ao longo de 2011, apesar do contributo favorável das medidas não convencionais de política monetária do BCE***

No decurso de 2011 e início de 2012, as condições de financiamento em Portugal continuaram a ser condicionadas pela persistência de tensões nos mercados financeiros internacionais e pelo processo de ajustamento em curso da economia portuguesa. Dada a virtual ausência de financiamento externo de mercado aos bancos portugueses, estes iniciaram um processo de desalavancagem com vista a alcançar uma posição de financiamento estável no médio prazo. Importa sublinhar que as medidas de política não convencional do BCE contribuíram decisivamente para assegurar que este processo assumisse uma natureza gradual e ordenada. Neste quadro, os bancos portugueses continuaram a aumentar significativamente o grau de restritividade na concessão de crédito, em particular no final de 2011 e no início de 2012. No que se refere às taxas de juro dos empréstimos, observou-se um aumento continuado em 2011, e alguma estabilização no início de 2012. Esta evolução esteve associada essencialmente a dois fatores: por um lado, as instituições bancárias repercutiram a intensificação do risco de crédito e a elevada incerteza nos diferenciais de taxas de juro relativamente às taxas sem risco; por outro lado, e mais importante, num contexto de virtual ausência de acesso aos mercados de dívida por grosso internacionais, os bancos aumentaram significativamente as taxas de depósito, com o objetivo de maximizar esta fonte de financiamento. De modo a assegurar a manutenção da margem de taxa de juro, a globalidade das instituições transmitiu o movimento nas taxas de depósito às taxas dos empréstimos.

Neste quadro de condições de financiamento restritivas, os agregados de crédito às empresas e às famílias continuaram a apresentar uma tendência descendente ao longo de 2011 e no início de 2012. Dada a forte contração da atividade económica e o aumento do prémio de risco, esta evolução do crédito não configura, em termos agregados, uma situação de restrição quantitativa abrupta do lado da oferta. Existe, no entanto, uma elevada heterogeneidade a nível das empresas/setores, dado que o risco de crédito tenderá a ser exacerbado em empresas de alguns setores de bens não transacionáveis, mais penalizados

pela contração da procura interna e pelo ajustamento estrutural em curso. Refira-se que as empresas com melhor posição financeira e com ligações ao exterior reforçaram o recurso a financiamento externo no final de 2011, num quadro de forte aumento das taxas de juro ativas, com particular relevo para as grandes empresas. Deste modo, foram as empresas sem acesso ao mercado de crédito externo – tipicamente mais pequenas e com risco mais elevado – as que registaram uma queda mais significativa no crédito total, que se acentuou a partir do final do ano. Neste âmbito, é importante avaliar o contributo relativo para a evolução do crédito das restrições do lado da oferta e da dinâmica da procura de crédito. Encontrar um grau adequado de apoio a uma desalavancagem gradual da economia, que seja compatível com o financiamento das empresas mais produtivas e dinâmicas, é um objetivo fundamental do Programa de Assistência Económica e Financeira.

### ***A política orçamental em 2011 foi fortemente restritiva e pró-cíclica***

Em 2011 observou-se um esforço de consolidação orçamental sem precedentes. Esta consolidação baseou-se num aumento de receita – essencialmente por via de alterações legislativas consubstanciando um aumento de impostos – e, sobretudo, numa forte contração da despesa – em particular as despesas com pessoal e o investimento. A política orçamental assumiu assim um carácter fortemente restritivo, registando-se uma variação de 3.3 pontos percentuais do PIB do saldo primário corrigido do efeito do ciclo, de medidas temporárias e de outros fatores especiais extraordinários. Num contexto de correção inadiável dos desequilíbrios das finanças públicas, a política orçamental apresentou, adicionalmente, uma natureza pró-cíclica, tal como na maioria dos anos desde a introdução do euro. Não obstante, a meta anunciada e inscrita no Programa para o défice orçamental apenas foi cumprida com recurso a um montante muito significativo de medidas temporárias, com destaque para a transferência parcial de fundos de pensões dos empregados bancários para a Segurança Social (ver “Caixa 3.3 *Transferências de fundos de pensões e o seu impacto nas contas públicas em Portugal: 1997-2011*”, deste Relatório). Por seu turno, o rácio da dívida pública manteve uma trajetória de subida, atingindo no final do ano um nível historicamente elevado. No entanto, em contraste com o observado em anos anteriores, o principal contributo para o aumento da dívida em 2011 não foi o défice primário, mas os ajustamentos défice-dívida. Estes refletiram nomeadamente o aumento das aplicações em depósitos das administrações públicas no final do ano, resultante, em particular, dos fundos recebidos no âmbito do Programa mas ainda não utilizados, bem como da parte da transferência dos fundos de pensões dos empregados bancários concretizada em 2011. Globalmente, o esforço de consolidação orçamental deverá intensificar-se em 2012, prosseguindo nos próximos anos, de forma a atingir os objetivos de médio prazo inscritos no Programa e acordados no contexto da supervisão orçamental na UE. Neste âmbito, refira-se que em 2011 foram aprovadas importantes medidas legislativas referentes à governação orçamental em Portugal, com destaque para as alterações à Lei de Enquadramento Orçamental e para a criação do Conselho de Finanças Públicas (ver “Caixa 3.1 *Enquadramento institucional das finanças públicas em Portugal: desenvolvimentos recentes*”, deste Relatório).

### ***O significativo ajustamento do desequilíbrio externo em 2011 resultou da conjugação de uma forte contração da procura interna com um crescimento robusto das exportações***

A necessidade de ajustamento dos balanços dos setores público e privado implicou uma queda acentuada da procura interna. Em particular, o consumo privado registou a maior queda das últimas décadas, em linha com a forte redução do rendimento disponível real e com o aumento da restritividade no acesso ao crédito, num quadro de agravamento da situação no mercado de trabalho. Refira-se que o comportamento das famílias – com destaque para a queda vincada do consumo corrente de bens e serviços e a diminuição ténue da taxa de poupança – é consistente não só com um quadro de elevada incerteza e de maiores restrições de liquidez, mas também com uma perceção de que a queda do rendimento disponível assumirá uma natureza permanente (ver “Caixa 5.1 *A evolução recente da taxa de poupança dos*

*particulares em Portugal*", deste Relatório). Por seu turno, o investimento diminuiu de forma acentuada, reforçando as quedas acumuladas ao longo da última década. Neste quadro, as pressões inflacionistas internas encontram-se muito mitigadas. De facto, a aceleração dos preços no consumidor registada em 2011 foi essencialmente condicionada por alterações fiscais e nos preços administrados de alguns bens e serviços, no quadro do processo de consolidação orçamental.

Em contraste com a forte contração da procura interna, as exportações de bens e serviços apresentaram um crescimento robusto e uma elevada diversificação em termos de produtos e destinos geográficos (ver "Caixa 5.3 A evolução das exportações portuguesas de bens em 2011 por principais produtos e destinos geográficos", deste Relatório). Este dinamismo foi igualmente generalizado por grau de intensidade tecnológica. Refira-se adicionalmente que o crescimento das exportações portuguesas foi superior ao aumento da procura externa, traduzindo-se num aumento da quota de mercado tanto nos mercados intra como extra-comunitários. O significativo ganho de quota de mercado, que se intensificou no início de 2012, estará inter alia associado a uma maior diversificação e a um redirecionamento da oferta para os mercados externos mais dinâmicos, num quadro de forte contração da procura interna. Adicionalmente, refira-se que, tal como em 2010, os custos unitários de trabalho relativos diminuíram em 2011, contribuindo para melhorar a competitividade internacional da economia em termos de preços/custos (ver "Caixa 5.2 A evolução recente da competitividade internacional da economia portuguesa ao nível dos custos unitários do trabalho", deste Relatório).

A conjugação de uma forte contração da procura interna com uma robustez assinalável das exportações implicou um ajustamento significativo da balança de bens e serviços e, deste modo, da balança corrente e de capital. Esta diminuição das necessidades de financiamento externo refletiu a redução da taxa de investimento da economia e o aumento da taxa de poupança interna. Os dados evidenciam um perfil muito marcado de redução das necessidades de financiamento ao longo do ano, particularmente acentuado após o início do Programa. Adicionalmente, refira-se que o perfil de financiamento externo diferiu substancialmente do observado desde o início da área do euro, tendo o financiamento da balança financeira sido feito através da redução de ativos financeiros face ao resto do mundo, em contraste com o habitual financiamento por via de aumento de passivos externos. Este perfil acentua uma dinâmica iniciada desde o começo da crise financeira internacional em 2007, e que reflete uma cada vez menor integração financeira da economia portuguesa com o exterior.

### ***O desafio da diminuição do desemprego estrutural em Portugal***

No quadro de agravamento da situação económica em Portugal, o emprego registou uma forte queda em 2011, particularmente acentuada no final do ano. A criação de emprego registou, em 2011, os níveis mais baixos da última década e a taxa de desemprego ascendeu a um novo máximo histórico. A composição do desemprego continua a ser caracterizada maioritariamente por indivíduos de baixas qualificações e mais velhos, cuja dificuldade em encontrar um emprego se tem vindo a agudizar nos últimos anos. Adicionalmente, o desemprego estrutural continuou a aumentar e a sua redução tornou-se um desafio ainda mais premente.

A evolução do desemprego na economia portuguesa tem ocorrido num contexto de segmentação do mercado de trabalho, em que a dinâmica de criação e destruição de emprego se encontra muito associada a contratos de trabalho com termo, que têm particular incidência nos mais jovens. Esta forte segmentação do mercado de trabalho em Portugal será o principal fator explicativo para os elevados fluxos de saída e de entrada no emprego, em comparação com outros países europeus (ver "Caixa 4.1 Os fluxos de emprego e de trabalhadores no mercado de trabalho", deste Relatório).

O custo económico e social do processo de reestruturação da economia apenas poderá ser aliviado se este for assente num conjunto de mecanismos de mercado que promovam o crescimento do emprego. Em particular, uma redução da segmentação do mercado de trabalho tenderá a induzir um aumento



da produtividade e um alargamento das possibilidades de emprego para todos os trabalhadores, ainda que tal envolva uma maior rotação entre empregos no curto prazo. No entanto, esta reestruturação da economia poderá não ser suficiente para garantir um retorno ao mercado de trabalho dos trabalhadores menos qualificados, pelo que se exige um esforço suplementar de requalificação da mão-de-obra disponível. É igualmente importante assegurar a manutenção de uma rede de apoio pública eficiente.

### ***O desafio do retorno aos mercados de financiamento a partir de meados de 2013***

As restrições de financiamento com que se confronta a economia portuguesa resultam dos elevados níveis de endividamento acumulados ao longo de mais de uma década, num contexto financeiro artificialmente benigno. O endividamento externo acumulado – tornado possível pela integração de Portugal na área do euro – foi fruto de um comportamento dos agentes privados e de políticas públicas profundamente desadequados às exigências do regime que resultou da adoção da moeda única. A interrupção do acesso a financiamento de mercado no início de 2011 tornou inadiáveis o ajustamento dos balanços dos setores público e privado, a par da desalavancagem do setor bancário. O Programa de Assistência Económica e Financeira permite evitar o ajustamento abrupto e desordenado que, de outra forma, ocorreria.

Dada a posição de investimento internacional muito negativa da economia portuguesa, o retorno ao financiamento de mercado, de forma estável, constitui uma condição *sine qua non* para o sucesso do Programa. A reabertura plena dos mercados financeiros aos agentes nacionais exige que se assegurem previamente as condições de solvabilidade intertemporal dos vários setores institucionais, com destaque para as administrações públicas. Neste âmbito, a concretização efetiva de reformas estruturais que aumentem o nível e o crescimento da produtividade no médio prazo deve assumir um papel proeminente (ver “Caixa 4.2 *Concorrência na economia portuguesa no período de 2000 a 2009*”, deste Relatório). Este ajustamento, sem precedente recente na economia portuguesa, implica uma desalavancagem simultânea dos setores público e privado, no sentido da eliminação do hiato entre a poupança e o investimento do conjunto dos setores institucionais. A prossecução estrita do Programa representa uma oportunidade de concretizar estes objetivos de forma gradual e equilibrada e, deste modo, restabelecer a prazo a confiança dos investidores internacionais. Sublinhe-se, no entanto, que os riscos em torno deste processo são substanciais e estão associados, não só à concretização da estabilização macroeconómica em Portugal, mas também à evolução da envolvente externa da economia portuguesa. Neste âmbito, importa sublinhar que os Estados-Membros da área do euro já declararam que estão disponíveis para apoiar Portugal até que o país consiga regressar aos mercados, desde que as autoridades nacionais continuem a apostar numa execução rigorosa do Programa.

Redigido com informação até 11 de maio de 2012.



## Quadro 1

### PORTUGAL – PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS, 2008-2011

	Unidades	2008	2009	2010	2011
<b>I. Preços, salários e custos unitários de trabalho</b>					
Inflação (IHPC)	tva em %	2.7	-0.9	1.4	3.6
Bens	tva em %	2.4	-2.4	1.7	4.4
Serviços	tva em %	3.1	1.3	1.0	2.4
Inflação (IPC)	tva em %	2.6	-0.8	1.4	3.7
Deflator do PIB	tva em %	1.6	0.9	1.1	0.7
Deflator do consumo privado	tva em %	2.6	-2.2	1.6	3.7
Deflator das exportações de bens e serviços	tva em %	2.5	-5.0	4.2	5.5
Deflator das importações de bens e serviços	tva em %	5.0	-9.2	4.8	8.0
Remunerações nominais por trabalhador, total da economia <sup>(a)</sup>	tva em %	3.0	2.8	1.4	-0.8
Remunerações nominais por trabalhador, setor privado <sup>(b)</sup>	tva em %	3.3	1.6	1.8	1.0
Custos unitários de trabalho, total da economia <sup>(a)</sup>	tva em %	3.5	3.1	-1.5	-0.8
Custos unitários de trabalho, setor privado <sup>(b)</sup>	tva em %	3.6	1.7	-1.6	1.1
<b>II. Despesa, rendimento e poupança</b>					
Produto interno bruto (PIB)	tv em %	0.0	-2.9	1.4	-1.6
Procura interna total	tv em %	0.8	-3.3	0.8	-5.7
Consumo privado	tv em %	1.3	-2.3	2.1	-3.9
Consumo público	tv em %	0.3	4.7	0.9	-3.9
Formação bruta de capital fixo	tv em %	-0.3	-8.6	-4.1	-11.4
Exportações de bens e serviços	tv em %	-0.1	-10.9	8.8	7.4
Importações de bens e serviços	tv em %	2.3	-10.0	5.4	-5.5
Rendimento disponível dos particulares (RD)	tv em %	1.7	1.8	1.5	-4.5
Rendimento disponível dos particulares, excluindo transferências externas	tv em %	1.8	2.3	1.4	-4.6
Taxa de poupança interna	em % do PIB	10.6	9.4	9.9	10.8
Setor privado <sup>(c)</sup>	em % do PIB	11.9	16.4	16.8	15.7
Particulares	em % do RD	7.1	10.9	10.2	9.7
Particulares, excluindo transferências externas	em % do RD	4.8	9.2	8.5	7.8
Empresas	em % do PIB	6.8	8.4	9.3	8.6
Administrações públicas	em % do PIB	-1.3	-6.9	-6.9	-4.9
<b>III. Emprego e desemprego</b>					
Emprego total <sup>(d)</sup>	tva em %	0.5	-2.7	-1.5	-1.5
Emprego por conta de outrem <sup>(d)</sup>	tva em %	0.3	-2.6	-0.4	-0.3
Taxa de desemprego <sup>(e)</sup>	média anual em %	7.6	9.5	10.8	12.7
<b>IV. Balança de pagamentos (base de transações)</b>					
Balança corrente + Balança de capital	em % do PIB	-11.1	-10.1	-8.9	-5.2
Balança corrente	em % do PIB	-12.6	-10.9	-10.0	-6.4
Balança de bens	em % do PIB	-13.4	-10.6	-10.5	-7.7
Balança de capital	em % do PIB	1.5	0.8	1.1	1.2
<b>V. Taxas de câmbio</b>					
Índice cambial efetivo nominal <sup>(f)</sup>	tva em %	0.9	0.4	-1.5	-0.1
Índice cambial efetivo real					
Ajustado pelos custos unitários de trabalho relativos <sup>(g)</sup>	tva em %	0.4	0.2	-2.2	-1.4
Ajustado pelo índice de preços no consumidor relativo	tva em %	-0.1	-0.9	-1.9	0.6
<b>VI. Taxas de juro</b>					
Taxa de juro Euribor a 3 meses	em %, Dez.	3.3	0.7	1.0	1.4
Taxa de rentabilidade das OT a taxa fixa a 10 anos	em %, Dez.	4.0	3.9	6.5	13.1
Taxas de juro sobre saldos de OIFM <sup>(h)</sup>					
Empréstimos a particulares, habitação	em %, Dez.	5.9	2.0	2.1	2.7
Empréstimos a sociedades não financeiras	em %, Dez.	6.1	3.3	3.8	5.1
Depósitos e equiparados até 2 anos	em %, Dez.	4.0	1.7	2.2	3.7
<b>VII. Índice de cotações de ações (PSI-Geral)</b>					
	tvh 31-Dez.	-49.7	40.0	-6.2	-20.4
<b>VIII. Depósitos e empréstimos bancários ao setor residente<sup>(i)</sup></b>					
Depósitos do setor privado não financeiro	tvh Dez.	10.6	2.1	5.4	5.5
Empréstimos <sup>(j)</sup>					
Instituições financeiras não monetárias	tva Dez.	17.4	4.5	2.5	-7.2
Sociedades não financeiras	tva Dez.	9.9	1.8	1.0	-1.6
Particulares	tva Dez.	4.6	2.3	2.0	-2.2
<b>IX. Finanças públicas</b>					
Saldo global das administrações públicas <sup>(k)</sup>	em % do PIB	-3.6	-10.2	-9.8	-4.2
Saldo primário das administrações públicas	em % do PIB	-0.6	-7.3	-7.0	-0.4
Dívida pública bruta consolidada	Dez., em % do PIB	71.6	83.1	93.3	107.8

**Notas:** (a) As remunerações por trabalhador por conta de outrem incluem: valores das tabelas salariais, benefícios complementares e contribuições patronais para a Segurança Social. Série consistente calculada a partir da informação e metodologia das Contas Nacionais base 2006. Para mais detalhes, ver "Caixa 2. Custos unitários de trabalho relativos em Portugal: questões metodológicas e evolução na última década", Banco de Portugal, *Boletim Económico* – Verão 2010. (b) Setor privado – conjunto da economia excluindo as administrações públicas e os hospitais empresariais. (c) Poupança agregada de todos os agentes económicos exceto as administrações públicas. (d) Dados das Contas Nacionais do INE. (e) Em 2011 a série da taxa de desemprego foi afetada pela quebra da série do Inquérito ao Emprego. (f) Uma variação positiva representa uma apreciação em termos efetivos; uma variação negativa representa uma depreciação. (g) Custos unitários de trabalho relativos no total da economia. Uma variação positiva significa uma subida dos custos relativos dos produtores portugueses. (h) Calculadas como médias das taxas de juro sobre saldos de empréstimos e depósitos de OIFM, denominados em euros face a residentes na área do euro, para cada setor e/ou finalidade, em cada classe de prazo contratual, ponderadas pelos respetivos montantes em dívida em final de mês. (i) Saldos em fim do mês. (j) As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários de fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preço. Os valores são adicionalmente ajustados dos efeitos de vendas de carteiras de crédito bem como de outras operações de montante significativo sem impacto significativo no financiamento dos setores. (k) De acordo com as regras do Procedimento dos Défices Excessivos. **tva:** Taxa de variação anual; **tvh:** Taxa de variação homóloga; **tv:** Taxa de variação real.



## 1. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

Em 2011, a atividade económica mundial continuou a recuperar da profunda recessão observada em 2009 na sequência da crise financeira que emergiu no final de 2007. No entanto, o crescimento económico registado em 2011 ficou aquém do ocorrido em 2010, sobretudo devido a um progressivo e significativo abrandamento da atividade económica a partir de meados do segundo trimestre. Esta desaceleração foi resultado da combinação de fatores de natureza persistente, destacando-se a intensificação da turbulência financeira associada à crise da dívida soberana na área do euro.

De facto, a preocupação dos investidores internacionais em torno da sustentabilidade das finanças públicas e com a assunção de eventuais perdas no setor bancário, inicialmente incidindo apenas sobre os países que requereram assistência financeira externa – Grécia, Irlanda e Portugal – começou a estender-se a outros países da área do euro, nomeadamente à Espanha e Itália. Em resultado destas tensões, registaram-se quedas abruptas nos mercados bolsistas que se traduziram num aumento generalizado da aversão ao risco. Neste cenário, começaram a observar-se dificuldades de liquidez nos mercados monetários e maiores custos de financiamento nos países considerados como mais vulneráveis pelos participantes nos mercados financeiros. A incerteza sobre a capacidade dos líderes europeus em adotarem medidas concretas e suficientes para a resolução da crise da dívida soberana na área do euro e, em particular, a incerteza em torno da necessidade de um segundo pacote de assistência financeira à Grécia, principalmente a partir de julho, contribuiu para aumentar a turbulência nos mercados financeiros.

A crise da dívida soberana contribuiu para enfraquecer uma recuperação económica mundial ainda frágil. Um conjunto de fatores adicionais ajuda a explicar a fraqueza da atual recuperação face a anteriores episódios. Em primeiro lugar, recessões originadas por crises financeiras e bancárias são tipicamente caracterizadas por contrações significativas do produto e por recuperações mais lentas da atividade. Em segundo lugar, a procura interna nas principais economias avançadas permaneceu relativamente fraca, em resultado da necessidade de famílias e empresas continuarem os processos de ajustamento dos balanços e de redução do endividamento. Em terceiro lugar, o processo de consolidação das finanças públicas também contribuiu para manter o crescimento da procura interna em níveis relativamente reduzidos na generalidade das economias. O enfraquecimento da procura interna tem-se refletido numa relativa estagnação dos mercados de trabalho e habitação em níveis bastante reduzidos, face a normas históricas, principalmente nos Estados Unidos da América (EUA). Finalmente, o abrandamento da atividade económica mundial também resultou do desastre natural no Japão, em março, e de um forte aumento dos preços das matérias-primas na primeira metade do ano, em especial do petróleo, impulsionados principalmente pelas tensões geopolíticas em países do Médio Oriente e Norte de África.

No início de 2012, a recuperação da economia mundial parecia estar a beneficiar de alguma acalmia das tensões nos mercados financeiros, em resultado da aprovação do segundo pacote de assistência financeira à Grécia, conjuntamente com a introdução de medidas não convencionais de política monetária adicionais por parte do Banco Central Europeu (BCE). Com efeito, as medidas implementadas pelo BCE contribuíram para reduzir o risco de liquidez e eliminar a possibilidade da ocorrência de uma crise bancária sistémica na área do euro. No entanto, o ressurgimento da desconfiança dos investidores internacionais sobre a sustentabilidade das finanças públicas da Espanha e da Itália e a incerteza prevalecente em relação à resolução da crise da dívida soberana na área do euro refletiram-se em subidas das taxas de rendibilidade da dívida soberana de alguns países da área do euro a partir de meados de março de 2012, em particular da Espanha e da Itália.

### **A economia mundial continuou a recuperar em 2011, mas a um ritmo mais lento e num contexto de elevada incerteza**

A economia mundial registou um crescimento médio anual de 3.9 por cento em 2011, após um crescimento de 5.3 por cento em 2010<sup>1</sup> (Quadro 1.1). A divergência entre os padrões de crescimento à escala global continuou a observar-se entre regiões, com as economias avançadas a serem significativamente mais afetadas do que as economias de mercado emergentes pelo contágio da crise da dívida soberana na área do euro. O PIB no conjunto das economias avançadas cresceu 1.6 por cento em 2011, sensivelmente metade da taxa de variação no ano anterior. A procura interna permaneceu relativamente condicionada nestas economias durante 2011 num contexto de fraco crescimento da riqueza e rendimento disponível das famílias e de um agravamento significativo das condições de financiamento do setor privado. A necessidade das famílias e das empresas continuarem os respetivos processos de ajustamento dos balanços, em particular a necessidade de diminuição do endividamento privado, também condicionou a recuperação quer do consumo privado quer do investimento. Além disso, a fraca prestação do mercado de habitação nas principais economias avançadas, aliada à reduzida criação de emprego e à manutenção da taxa de desemprego em níveis elevados, continuaram a afetar negativamente a confiança dos consumidores. Por outro lado, a consolidação orçamental em curso na maior parte dos países penalizou a atividade económica no curto prazo.

O ritmo do crescimento económico nas economias avançadas foi diminuindo à medida que o ano avançava. No primeiro trimestre do ano, o crescimento do PIB revelou-se especialmente forte nestas economias, confirmando os sinais positivos evidenciados no final de 2010. Porém, esse crescimento veio a revelar-se de curta duração. A evolução da atividade económica nas economias avançadas começou

**Quadro 1.1**

PIB   TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM				
	Peso no PIB mundial em 2011 <sup>(a)</sup>	2009	2010	2011
<b>Economia mundial</b>	100.0	-0.6	5.3	3.9
Com base em taxas de câmbio de mercado		-2.2	4.2	2.8
<b>Economias avançadas</b>	51.1	-3.6	3.2	1.6
EUA	19.1	-3.5	3.0	1.7
Japão	5.6	-5.5	4.5	-0.7
Área do euro	14.2	-4.3	1.9	1.5
Alemanha	3.9	-5.1	3.7	3.0
França	2.8	-2.6	1.4	1.7
Itália	2.3	-5.5	1.8	0.5
Espanha	1.8	-3.7	-0.1	0.7
Reino Unido	2.9	-4.4	2.1	0.7
Novas economias industrializadas da Ásia <sup>(b)</sup>	3.9	-0.7	8.5	4.0
<b>Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento</b>	48.9	2.8	7.5	6.2
Europa Central e de Leste	3.5	-3.6	4.5	5.3
Comunidade de Estados Independentes	4.3	-6.4	4.8	4.9
Rússia	3.0	-7.8	4.3	4.3
Países asiáticos em desenvolvimento	25.1	7.1	9.7	7.8
China	14.3	9.2	10.4	9.2
Índia	5.7	6.6	10.6	7.2
América Latina	8.7	-1.6	6.2	4.5
Brasil	2.9	-0.3	7.5	2.7
Médio Oriente e Norte de África	4.9	2.7	4.9	3.5
África subsariana	2.5	2.8	5.3	5.1

**Fontes:** Eurostat, FMI e Thomson Reuters.

**Notas:** (a) Com base no PIB avaliado em paridades de poder de compra. (b) Coreia, Hong-Kong, Taiwan e Singapura.

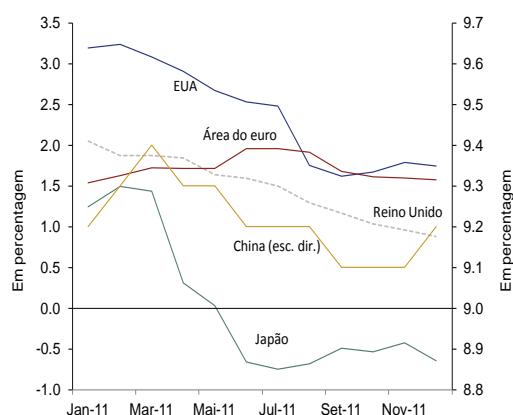
<sup>1</sup> Valores baseados no PIB avaliado em paridades de poder de compra. Com base em taxas de câmbio de mercado, a taxa de variação anual do PIB mundial cifrou-se em 2.8 por cento, face a 4.2 por cento no ano anterior.

gradualmente a ser condicionada por diversos choques globais no lado da oferta. De facto, a rutura nas cadeias de produção à escala global, decorrente do sismo ocorrido no Japão, provocou danos consideráveis nas indústrias automóvel e de componentes eletrónicos, dado que o Japão desempenha um papel de destaque no fornecimento de materiais, componentes e bens finais nessas indústrias. As novas economias industrializadas da Ásia foram particularmente afetadas por estes problemas devido às fortes relações comerciais com o Japão. Ao mesmo tempo, observaram-se aumentos generalizados dos preços das matérias-primas na primeira metade do ano, reflexo das tensões geopolíticas em alguns países do Médio Oriente e Norte de África e do incremento da procura em economias de mercado emergentes cujo crescimento se tem revelado bastante intensivo na utilização de diversas matérias-primas. Esta rápida escalada dos preços condicionou o crescimento do consumo privado, através da redução do rendimento disponível real das famílias nas economias avançadas.

Na segunda metade do ano, a crise da dívida soberana na área do euro conheceu novos desenvolvimentos, contribuindo desta forma para um adensar da incerteza a nível global, levando a sucessivas reduções em baixa nas perspectivas de crescimento das maiores economias mundiais (Gráfico 1.1) e a uma quebra significativa da confiança dos agentes económicos (Gráfico 1.2 e Gráfico 1.3). Podem ser identificados dois tipos de episódios marcantes que levaram ao agravamento da turbulência financeira a nível mundial. O primeiro episódio esteve relacionado com as crescentes especulações sobre um eventual segundo pacote de assistência financeira à Grécia, que implicaria medidas adicionais de austeridade, e um novo compromisso dos líderes europeus para chegarem a um consenso sobre esse novo plano de assistência financeira. De facto, no início do mês de julho tornou-se claro que não seria possível para a Grécia o retorno a uma trajetória sustentável para a evolução da dívida pública sem ajuda externa adicional, tendo sido requerido um segundo pacote de apoio financeiro à União Europeia (UE) e ao Fundo Monetário Internacional (FMI). Paralelamente, começavam a surgir sinais de contágio da crise, limitada até então aos outros países sob assistência financeira externa, a outras economias da área do euro, nomeadamente à Espanha e Itália. O segundo acontecimento marcante surgiu em novembro quando o contágio da crise da dívida soberana se intensificou, começando a estender-se a grandes economias da área do euro com notações de crédito de triplo A. De referir que a confiança dos agentes económicos esteve sempre condicionada pela persistência da incerteza dos investidores internacionais sobre a capacidade das autoridades europeias em adotarem medidas para a resolução da crise da dívida soberana na área do euro.

**Gráfico 1.1**

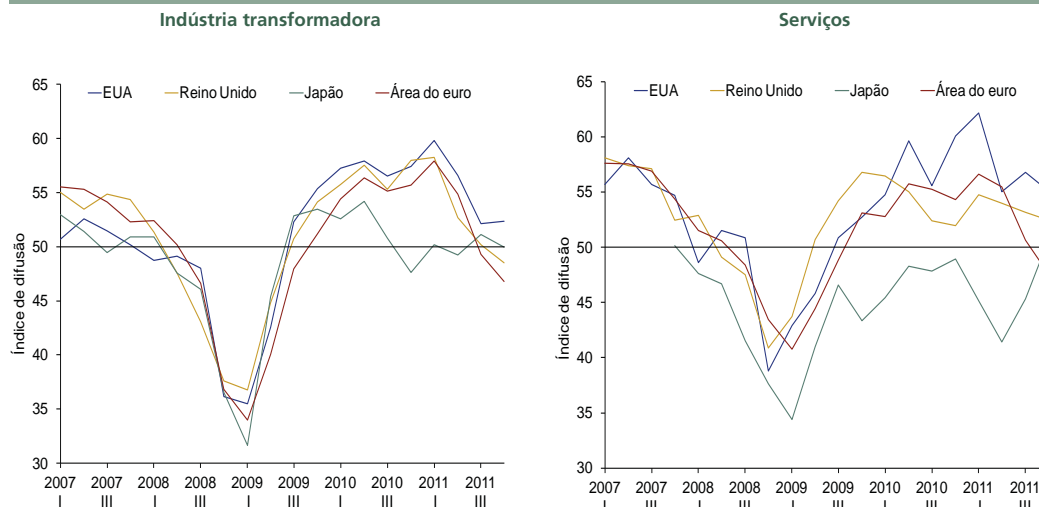
**PREVISÃO DA CONSENSUS PARA O CRESCIMENTO REAL DO PIB EM 2011**



Fonte: Consensus Economics.

Gráfico 1.2

## INDICADORES PMI DE CONFIANÇA DOS EMPRESÁRIOS

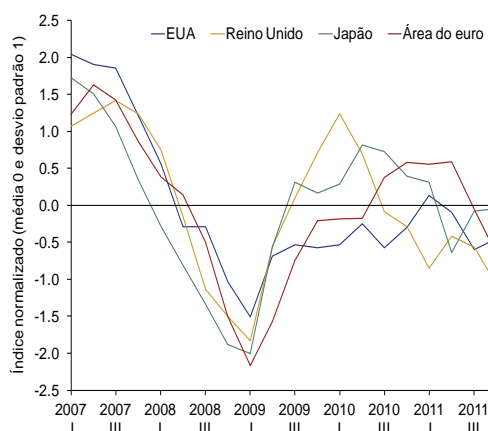


Fonte: Markit.

**Nota:** Índice de difusão ajustado de sazonalidade, onde valores acima de 50 indicam uma expansão da economia, enquanto valores abaixo de 50 representam uma contração da economia.

Gráfico 1.3

## INDICADORES DE CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES NAS PRINCIPAIS ECONOMIAS AVANÇADAS



Fontes: Comissão Europeia, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

As economias de mercado emergentes e em desenvolvimento registaram um crescimento médio anual de 6.2 por cento em 2011, após uma expansão de 7.5 por cento no ano anterior (Quadro 1.1). A procura interna manteve-se relativamente robusta na primeira metade do ano, enquanto as exportações beneficiaram do ímpeto positivo induzido pelo sentimento económico favorável no primeiro trimestre. Na segunda metade do ano, a procura interna registou um abrandamento moderado, induzido pela subida dos preços das matérias-primas e pelos efeitos desfasados de políticas monetárias mais restritivas e refletindo também o impacto da instabilidade financeira em torno das dívidas soberanas na área do euro. A desaceleração foi particularmente notória no final do ano, com as principais economias de mercado emergentes, tais como a China, Índia e Brasil, a reverterem parte de algumas medidas restritivas de política monetária que tinham sido tomadas anteriormente. As exportações, o principal motor de crescimento de muitas economias de mercado emergentes, desaceleraram na segunda metade do ano, no seguimento do abrandamento significativo da procura oriunda das economias avançadas. De



destacar que em alguns países asiáticos em desenvolvimento e na América Latina, o agravamento da turbulência financeira à escala global levou à saída considerável de capitais desses países no final do ano, em alguns casos conduzindo a depreciações expressivas das moedas, como foi o caso do real no Brasil.

### ***A recuperação do comércio internacional prosseguiu mas o ritmo de crescimento reduziu-se significativamente na segunda metade do ano***

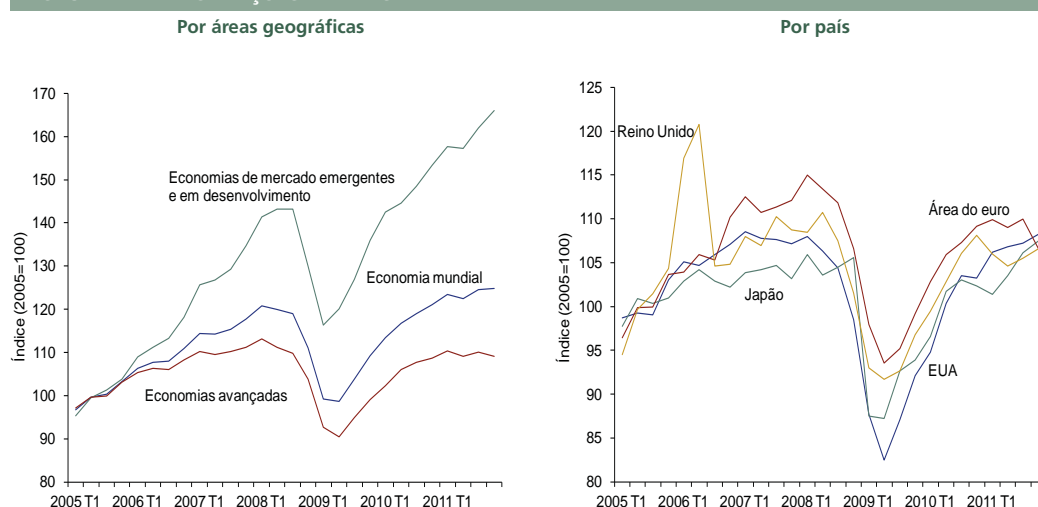
O comércio internacional continuou a crescer em 2011, embora a um ritmo substancialmente mais moderado do que em 2010. As importações mundiais de bens registaram um aumento médio de 5.3 por cento em 2011, face a um crescimento de mais de 14 por cento em 2010 (Gráfico 1.4). O abrandamento do volume das importações foi mais notório nas economias avançadas, sendo que, neste caso, os níveis máximos no período pré-crise não foram ainda atingidos. Em termos do perfil intra-anual, as importações mundiais em 2011 foram marcadas por um forte abrandamento na segunda metade do ano, na sequência do ressurgimento da turbulência financeira a nível global e do sismo no Japão, afetando especialmente as economias avançadas (taxa de variação homóloga de 1.3 por cento no segundo semestre, face a 5.4 por cento no primeiro semestre). Em oposição, as economias de mercado emergentes e em desenvolvimento mantiveram um perfil de crescimento das importações relativamente robusto (8.7 por cento no segundo semestre, após 9.7 por cento no primeiro semestre).

### ***A recuperação das principais economias avançadas tem sido mais lenta do que em recessões anteriores***

A recuperação da atividade económica nas economias avançadas na sequência da crise financeira internacional tem prosseguido de forma mais lenta do que em recessões anteriores. Este facto está em linha com a teoria económica e com a evidência empírica de que recessões originadas por crises financeiras e bancárias são caracterizadas por contrações do produto mais pronunciadas e por recuperações mais lentas da atividade. Efetivamente, a recuperação do PIB nas quatro maiores economias avançadas tem-se situado abaixo da média das recuperações económicas anteriores (Gráfico 1.5). No caso do Reino Unido e da área do euro, a recuperação atual situa-se inclusivamente abaixo dos níveis mínimos registados em anteriores recuperações. Neste contexto, apenas os EUA fecharam o ano de 2011 com níveis do PIB ligeiramente acima dos máximos alcançados antes da crise financeira. Em relação às outras economias,

**Gráfico 1.4**

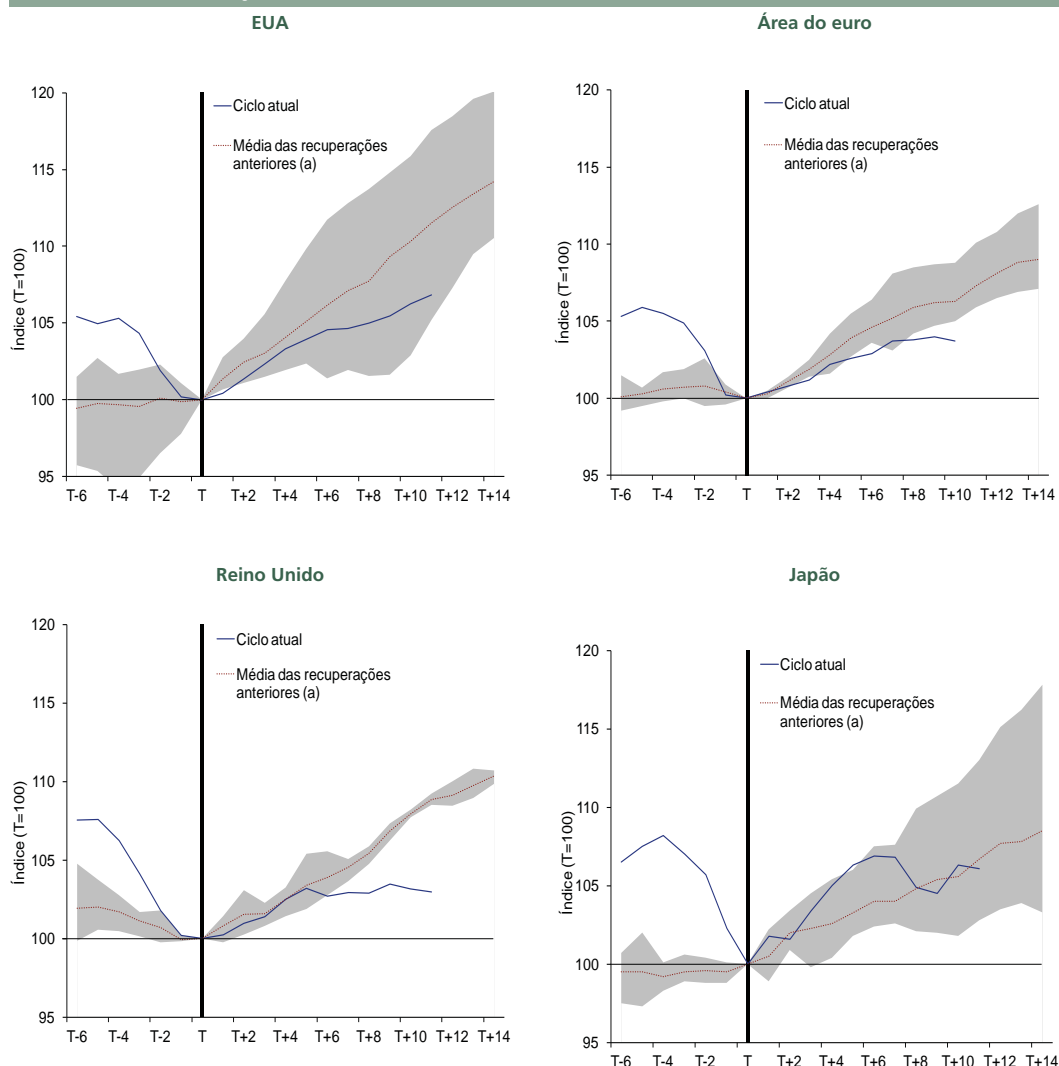
#### **VOLUME DE IMPORTAÇÕES DE BENS**



**Fontes:** CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 1.5

## PIB REAL - COMPARAÇÃO DOS CICLOS ECONÓMICOS DESDE 1970



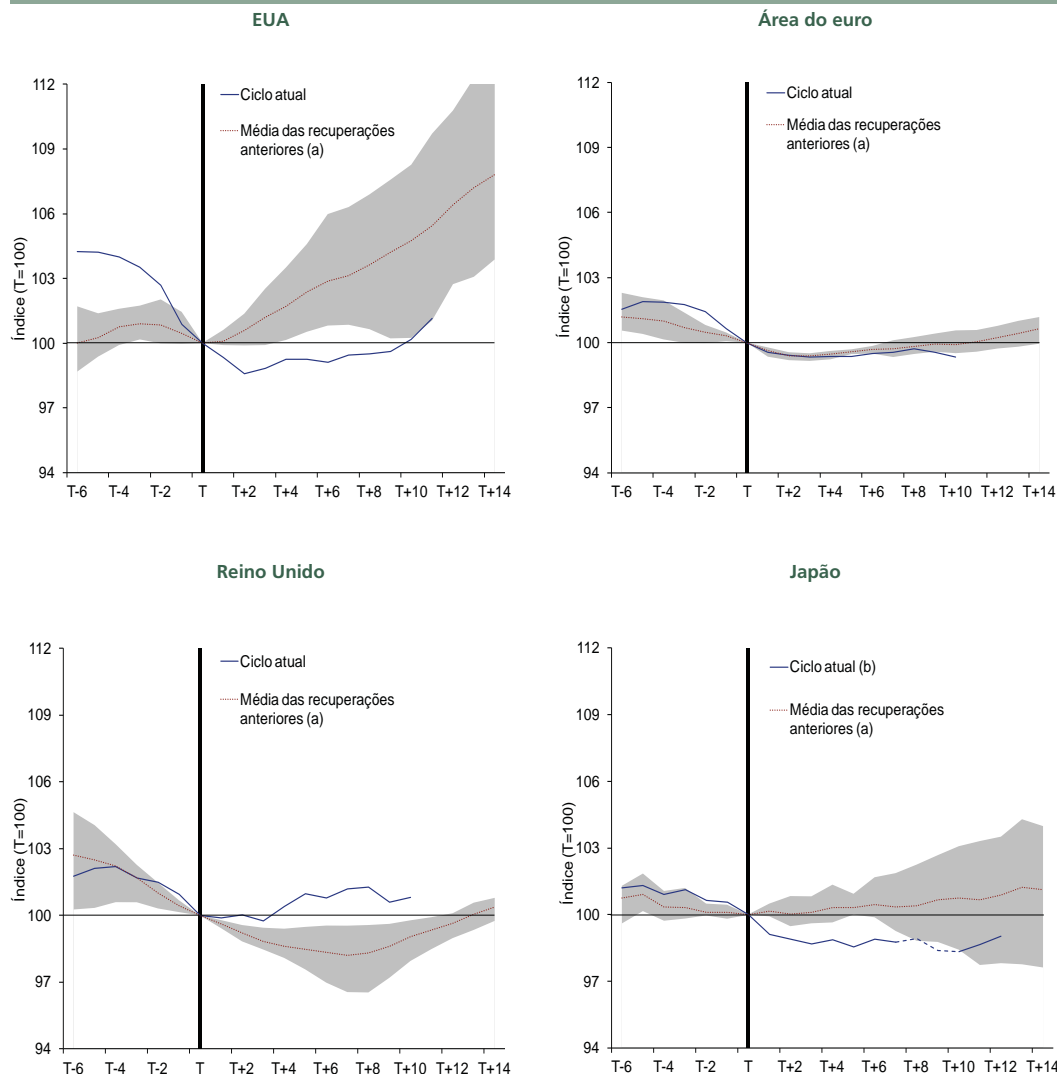
**Fontes:** CEPR, Economic Cycle Research Institute (ECRI), Eurostat, NBER e Thomson Reuters.

**Notas:** T corresponde ao ponto mais baixo das respetivas recessões, de acordo com a datação definida pelo NBER para os EUA, pelo CEPR para a área do euro e pelo ECRI para o Reino Unido e Japão. De acordo com essas datações e excluindo a última recessão, os EUA apresentam 6 recessões desde 1970, o Japão 4, e o Reino Unido e a área do euro 3 cada. O ponto mais baixo do ciclo atual é 2009 T1 para o Japão, e 2009 T2 para os EUA, a área do euro e o Reino Unido. a) Nível médio das recuperações desde 1970. A área a sombreado representa o intervalo entre o máximo e o mínimo das recuperações anteriores.

o PIB no Reino Unido e no Japão, no final de 2011, mantinha-se cerca de 4 por cento abaixo dos níveis máximos atingidos no ciclo anterior, enquanto o PIB na área do euro se situava cerca de 2 por cento abaixo desse ponto. No que diz respeito ao emprego, a recuperação atual tem sido marcada por um ritmo lento na criação de postos de trabalho nas maiores economias avançadas, situando-se em linha com os mínimos registados em episódios anteriores. O Reino Unido é a exceção, na medida em que o emprego tem recuperado a um ritmo sem precedentes desde 1970 (Gráfico 1.6).

Gráfico 1.6

## EMPREGO - COMPARAÇÃO DOS CICLOS ECONÓMICOS DESDE 1970



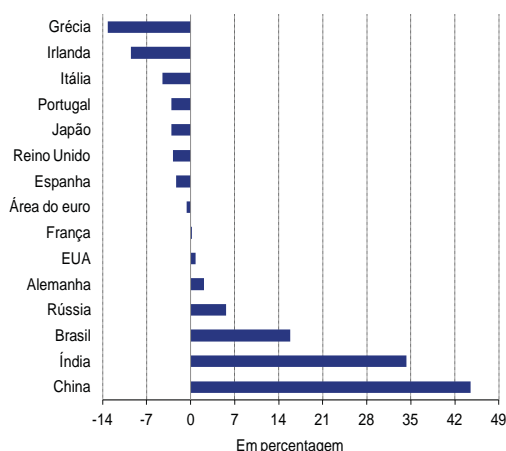
**Fontes:** CEPR, ECRI, Eurostat, NBER e Thomson Reuters.

**Notas:** T corresponde ao ponto mais baixo das respetivas recessões, de acordo com a datação definida pelo NBER para os EUA, pelo CEPR para a área do euro e pelo ECRI para o Reino Unido e Japão. De acordo com essas datações e excluindo a última recessão, os EUA apresentam 6 recessões desde 1970, o Japão 4, e o Reino Unido e a área do euro 3 cada. O ponto mais baixo do ciclo atual é 2009 T1 para o Japão, e 2009 T2 para os EUA, a área do euro e o Reino Unido. **a)** Nível médio das recuperações desde 1970. A área a sombreado representa o intervalo entre o máximo e o mínimo das recuperações anteriores. **b)** A série do emprego no Japão incorpora uma quebra de série a partir de março de 2011 e até agosto de 2011, período para o qual não existem dados para as regiões de Iwate, Miyagi e Fukushima, na sequência do sismo ocorrido no Japão em março de 2011.

A maior parte das economias avançadas apresentava no final de 2011 níveis de produto inferiores aos atingidos em 2007, quando os primeiros sinais da crise financeira começaram a emergir (Gráfico 1.7). São de destacar os casos da Irlanda e da Grécia que se encontravam, respetivamente, cerca de 13 e 10 por cento abaixo dos valores de 2007. Por outro lado, a Alemanha, cuja recuperação económica tem sido alicerçada no acentuado dinamismo das exportações, é uma das poucas economias avançadas a já ter recuperado totalmente os níveis de produto real registados em 2007. As economias de mercado emergentes, com destaque para a China, Índia e Brasil, situavam-se consideravelmente acima dos valores observados em 2007.

Gráfico 1.7

PIB REAL | VARIAÇÃO ENTRE 2007 E 2011



Fontes: Eurostat e FMI.

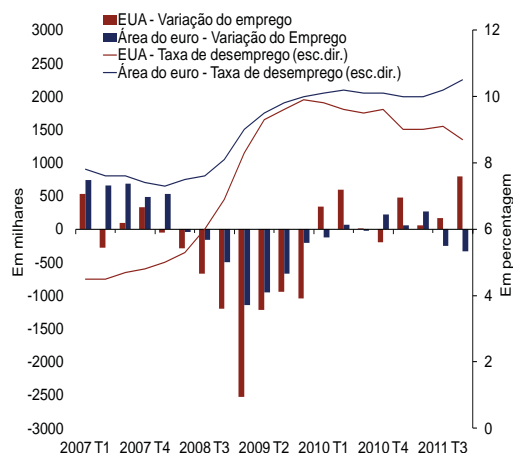
**Em 2011, a economia dos EUA cresceu a um ritmo inferior ao registado no ano anterior**

Em 2011, a atividade económica nos EUA continuou a crescer, embora a um ritmo mais lento do que no ano anterior (a taxa de variação média anual do PIB real cifrou-se em 1.7 por cento, face a 3 por cento em 2010). O crescimento em 2011 resultou quase exclusivamente do contributo da procura interna, já que o contributo das exportações líquidas para o crescimento foi residual. A subida das exportações em 6.7 por cento e das importações em 4.9 por cento permitiu uma relativa estabilização do défice da balança corrente, em cerca de 3 por cento do PIB. Do lado da procura interna, destaca-se o contributo do consumo privado que cresceu 2.2 por cento (2.0 por cento em 2010), num quadro de virtual estagnação ou queda do rendimento disponível real das famílias e de deterioração da confiança dos consumidores. Observou-se uma redução da taxa de poupança ao longo do ano, que atingiu o valor mais baixo dos últimos 2 anos no quarto trimestre de 2011 (4.5 por cento do rendimento disponível face a 5.2 por cento no período homólogo). A manutenção de condições desfavoráveis no mercado de trabalho ao longo do ano impediu o consumo privado de crescer a taxas mais robustas. De facto, embora o ritmo de criação de emprego tenha sido mais forte do que em 2010, revelou-se insuficiente para compensar a destruição observada em 2008 e 2009 (Gráfico 1.8). A taxa de desemprego em termos médios anuais reduziu-se de 9.6 por cento em 2010 para 9.0 por cento em 2011. Embora a taxa de desemprego tenha assumido uma trajetória descendente ao longo de 2011, especialmente no final do ano, permaneceu em níveis muito elevados. Adicionalmente, uma grande parte da redução da taxa de desemprego resultou de uma retração da taxa de participação da força de trabalho.

Em relação a outras rubricas da procura interna, o investimento privado também desempenhou um papel importante no incremento da atividade económica nos EUA em 2011. A manutenção de baixas taxas de juro e resultados das empresas acima do esperado foram fatores que favoreceram uma expansão do investimento não residencial em quase 9 por cento em 2011 (4.4 por cento em 2010). Porém, o investimento residencial continuou fraco em virtude de perspectivas pouco favoráveis para o mercado de habitação. A fraca prestação do mercado de habitação traduziu-se numa queda dos preços de venda face a 2010, que se mantém cerca de 30 por cento abaixo dos níveis atingidos em 2007. As vendas de habitações novas e existentes também se mantiveram relativamente anémicas. Por fim, a despesa pública contribuiu negativamente para o crescimento do PIB em 2011, após ter registado uma queda de 2.1 por cento (crescimento de 0.7 em 2010), num quadro de tensões políticas ao longo do ano que criou incerteza relativamente ao processo de consolidação das finanças públicas.

Gráfico 1.8

EUA E ÁREA DO EURO | VARIAÇÃO TRIMESTRAL DO EMPREGO E TAXA DE DESEMPREGO



Fontes: Eurostat e Thomson Reuters.

### A economia da área do euro abrandou em 2011

O PIB na área do euro registou uma moderação no seu crescimento médio anual, de 1.9 por cento em 2010 para 1.5 por cento em 2011. Os principais motores do crescimento em 2011 residiram nas exportações e no investimento. As exportações cresceram a um ritmo mais rápido do que as importações (respetivamente 6.3 e 3.9 por cento), determinando um contributo da procura externa líquida de 1 ponto percentual (p.p.) para o crescimento do PIB (0.7 p.p. em 2010). O crescimento das exportações foi mais evidente para mercados de destino fora da área do euro, nomeadamente países asiáticos e países da América Latina. Por sua vez, a formação bruta de capital fixo (FBCF) cresceu 1.5 por cento em 2011, recuperando parcialmente da queda de cerca de 14 por cento acumulada nos últimos três anos. O consumo privado cresceu apenas 0.2 por cento, um ritmo inferior ao observado em 2010 (0.9 por cento), reflexo de desenvolvimentos desfavoráveis no rendimento disponível real, em particular da combinação da moderação salarial com uma inflação mais elevada do que no ano transato. O consumo das famílias foi ainda condicionado pela fraca criação de postos de trabalho, traduzindo-se numa manutenção da taxa de desemprego em níveis elevados (10.2 por cento em 2011, praticamente inalterada face a 2010) (Gráfico 1.8). Por fim, o consumo público manteve-se fraco, resultado do processo de consolidação orçamental levado a cabo na maioria dos países da área do euro, o que implicou, por exemplo, uma forte restrição na evolução das remunerações dos funcionários públicos.

Em termos do perfil infra-anual, o comportamento do PIB na área do euro foi caracterizado por um abrandamento progressivo. A taxa de crescimento do PIB no primeiro trimestre foi relativamente forte (variação em cadeia de 0.7 por cento), influenciada sobretudo pelo elevado dinamismo das exportações e pela recuperação do setor da construção, que tinha sido muito condicionado por um inverno rigoroso, em 2010, em alguns países da área do euro. A ocorrência de eventos adversos não antecipados na economia mundial, mencionados anteriormente, levou a que o PIB abrandasse marcadamente no segundo e terceiro trimestres (variação em cadeia de 0.1 por cento). No quarto trimestre de 2011, o PIB registou uma contração de 0.3 por cento, a primeira variação em cadeia negativa registada desde o primeiro trimestre de 2009.

### A heterogeneidade no crescimento dos países da área do euro acentuou-se em 2011

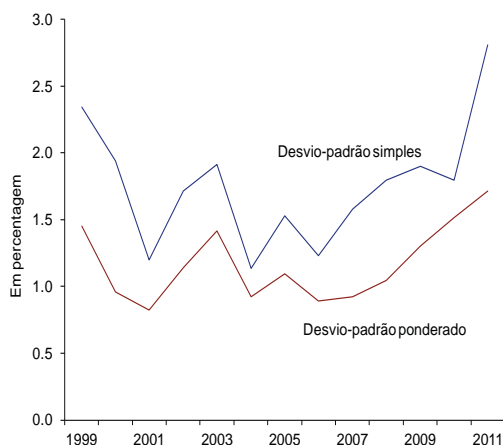
O crescimento do PIB na área do euro em 2011 escondeu uma significativa heterogeneidade no desempenho dos Estados-Membros. De facto, analisando a dispersão das taxas de crescimento do PIB real nos países da área do euro, medida através do desvio-padrão simples ou ponderado, conclui-se que o nível de dispersão em 2011 aumentou significativamente face a 2010, constituindo o valor mais elevado desde 1999 (Gráfico 1.9). Parte deste resultado deve-se ao facto de um conjunto de países se ter revelado mais resiliente aos choques externos provocados pela crise financeira, o que lhes permitiu uma recuperação mais rápida da atividade económica nos últimos anos, acentuando deste modo a heterogeneidade observada nas taxas de crescimento do PIB dos países da área do euro, particularmente em 2011 (Gráfico 1.10).

Entre as quatro maiores economias da área do euro, destacou-se a Alemanha com um crescimento de 3.0 por cento em 2011, face a 3.7 por cento no ano anterior. A procura interna contribuiu com mais de dois terços para o crescimento do PIB, reflexo da evolução da FBCF (6.6 por cento) e do consumo privado (1.4 por cento). As condições favoráveis no mercado de trabalho, onde a taxa de desemprego atingiu níveis mínimos de 20 anos, situando-se significativamente abaixo da média da área do euro, terão sido particularmente importantes para apoiar a expansão do consumo privado. O contributo da procura externa líquida permaneceu positivo mas reduziu-se face ao ano anterior. As exportações cresceram em torno de 10 por cento na primeira metade do ano, abrandando para cerca de 7 por cento na segunda metade, num quadro de desaceleração da procura mundial. Em termos de perfil intra-anual, após uma variação em cadeia de 1.3 por cento no primeiro trimestre, o PIB da economia alemã abrandou, acabando por registar uma queda de 0.2 por cento no quarto trimestre. Apesar desta contração trimestral, o PIB no último trimestre de 2011 situou-se acima do ponto mais alto atingido no anterior ciclo económico (primeiro trimestre de 2008).

A França, por sua vez, apresentou um crescimento mais moderado do que a Alemanha mas superior ao registado em 2010 (1.7 por cento em 2011, após 1.4 por cento em 2010). Este crescimento foi alicerçado na expansão da procura interna, nomeadamente na variação de existências e na FBCF. O consumo privado permaneceu relativamente fraco (taxa de variação média de 0.4 por cento, face a 1.3 por cento em 2010), dada a prevalência de elevadas taxas de desemprego e de um crescimento anémico do rendimento disponível. Nas contas externas, as exportações cresceram em linha com as importações (taxa de variação anual de 5.0 e 4.8 por cento, respetivamente).

**Gráfico 1.9**

**DISPERSÃO DO CRESCIMENTO REAL DO PIB NOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO**

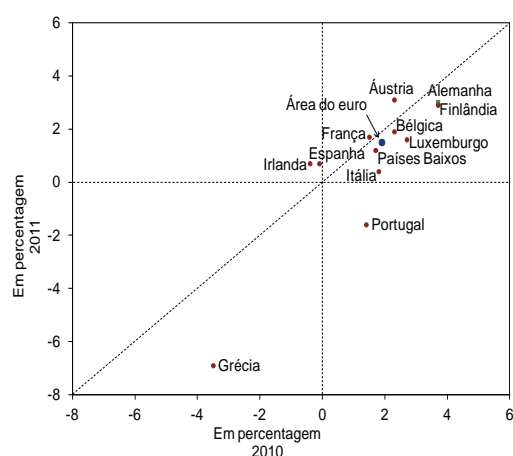


**Fontes:** Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** Desvios-padrão calculados com base numa composição variável da área do euro.

**Gráfico 1.10**

**PIB REAL NA ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL**



Fonte: Eurostat.

A atividade económica na Itália registou uma forte desaceleração em 2011 (taxa de variação média de 0.5 por cento, que compara com 1.8 por cento no ano anterior). As exportações líquidas foram responsáveis pela totalidade do crescimento do PIB em 2011 (as exportações cresceram 6.3 por cento, face a 1.0 por cento das importações), dada a queda da procura interna. Esse contributo negativo da procura interna decorreu da evolução negativa do investimento (incluindo a variação de existências) e do consumo público. O crescimento do consumo privado foi incipiente, dado o fraco crescimento do rendimento disponível e o elevado desemprego.

A atividade económica em Espanha recuperou em 2011, após quedas sucessivas do PIB em 2009 (-3.7 por cento) e 2010 (-0.1 por cento). O crescimento de 0.7 por cento em 2011 foi impulsionado pela dinâmica das exportações que cresceram 9.0 por cento. As importações estagnaram, refletindo a evolução negativa da procura interna. Registou-se uma contração significativa do investimento, sobretudo no setor da construção, em resultado da queda abrupta do mercado de habitação, e do consumo público na sequência da adoção de medidas de consolidação orçamental. O crescimento do consumo privado tornou-se negativo em 2011, explicado em grande parte pela deterioração das condições económicas, num contexto de subida de impostos e redução da despesa pública. A taxa de desemprego atingiu um máximo histórico em 2011, o valor mais elevado da área do euro (21.7 por cento).

Em relação aos países sob programas de assistência económica e financeira externa, a atividade económica em 2011 contraiu-se significativamente na Grécia (-6.9 por cento, após -3.5 por cento em 2010), e mais moderadamente em Portugal (-1.6 por cento, após +1.4 por cento em 2010). A Irlanda, por sua vez, registou um crescimento do PIB de 0.7 por cento, após uma queda de 0.4 por cento em 2010, apresentando, no entanto, uma queda acumulada de quase 10 por cento no PIB real desde 2007 (Gráfico 1.7). A atividade económica nestes países continuou fortemente condicionada pela necessidade de prosseguir com a implementação dos programas de ajustamento. Este ajustamento implicou a adoção de medidas significativas de consolidação orçamental e de reformas estruturais, que no curto prazo tendem a produzir efeitos recessivos na economia. O desemprego nestas economias atingiu máximos históricos, o que contribuiu para acentuar a queda da confiança e do consumo privado. Por outro lado, com exceção da Grécia, o comportamento das exportações tem contribuído para compensar parcialmente o impacto negativo da queda da procura interna sobre a atividade económica.

***O Reino Unido registou uma desaceleração pronunciada na atividade económica, enquanto a contração registada no Japão foi influenciada pela ocorrência de eventos exógenos adversos***

No Reino Unido, a taxa de variação média do PIB reduziu-se de 2.1 por cento em 2010 para 0.7 por cento em 2011. Para este abrandamento contribuiu significativamente a retração do consumo privado (taxa de variação de -1.2 por cento, face a 1.2 por cento em 2010) e do investimento em capital fixo (-1.2 por cento em 2011, após 3.1 por cento em 2010). A evolução do consumo privado em 2011 foi influenciada pela necessidade das famílias continuarem com o processo de ajustamento dos balanços, num quadro de crescimento limitado do rendimento disponível em virtude de aumentos de impostos e elevadas taxas de inflação. Destaca-se ainda a fraca criação de emprego e a manutenção de elevadas taxas de desemprego. As exportações líquidas contribuíram positivamente para o crescimento do PIB, na medida em que o crescimento anual das exportações (4.6 por cento) foi superior ao das importações (1.2 por cento). Esta evolução foi o resultado sobretudo do forte crescimento registado na primeira metade do ano, já que a desaceleração pronunciada da economia mundial no segundo semestre condicionou fortemente a capacidade exportadora da economia britânica.

A queda da atividade económica no Japão em 2011 foi largamente influenciada pelo terramoto em março de 2011 e subsequente acidente nuclear na central de Fukushima. O PIB caiu 0.7 por cento, após um crescimento de 4.5 por cento no ano anterior, sobretudo devido ao contributo negativo das exportações líquidas e da variação de existências. De facto, as exportações foram seriamente afetadas no primeiro semestre do ano pela rutura nas cadeias de produção em setores chave da economia japonesa, na sequência do tremor de terra sentido na região de Tohoku, seguido do *tsunami* e problemas em algumas centrais nucleares. Pelo contrário, as importações aumentaram significativamente de modo a fazer face às necessidades de reconstrução do país. Após a resolução de grande parte dos problemas associados ao terramoto e crise nas centrais nucleares no terceiro trimestre do ano, a conjugação de diversos fatores voltou a restringir as exportações no final do ano, nomeadamente a desaceleração da procura mundial, a apreciação do iene e os choques na oferta causados pelas cheias na Tailândia. No conjunto do ano, a quebra acentuada nas exportações conjugada com a aceleração das importações traduziu-se no primeiro défice anual da balança de bens desde 1980. O consumo público cresceu 2.1 por cento em 2011, permitindo compensar parte do contributo negativo das exportações líquidas para o crescimento económico.

***A China continuou a crescer a taxas robustas, ao contrário do Brasil que registou um abrandamento muito significativo em 2011***

A atividade económica na China, embora abrandando, continuou a progredir a taxas de variação perto dos dois dígitos, registando um crescimento médio anual de 9.2 por cento em 2011, face a 10.4 por cento em 2010. Este comportamento refletiu a expansão da FBCF, seguida das despesas de consumo final. As exportações líquidas contribuíram negativamente para o crescimento do PIB, a segunda vez que este fenómeno ocorre nos últimos 10 anos, com o excedente da balança de bens a reduzir-se para 2.1 por cento do PIB em 2011, face a 3.1 por cento do PIB em 2010. Em termos de perfil intra-anual, observou-se um abrandamento progressivo da atividade ao longo do ano de 2011, à semelhança do que aconteceu na maioria das economias. De um crescimento de 9.7 por cento no primeiro trimestre de 2011, em termos homólogos, a economia chinesa abrandou até atingir uma variação de 8.9 por cento no quarto trimestre.

Em relação ao Brasil, o ano de 2011 foi marcado por uma forte desaceleração da atividade económica. A taxa de crescimento média anual do PIB cifrou-se em 2.7 por cento, significativamente aquém do valor atingido em 2010 (7.5 por cento). Este abrandamento foi, em grande medida, o resultado de uma contribuição menos positiva da procura interna num cenário de maior restritividade da política monetária, enquanto, em sentido contrário, o contributo das exportações líquidas se tornou menos negativo. A



redução do ritmo de crescimento económico foi notória na segunda metade do ano, levando o banco central a reverter parte das anteriores subidas de taxa de juro. Do lado da procura interna, destacou-se a desaceleração bastante acentuada da FBCF, de uma taxa de crescimento média anual de cerca de 20 por cento em 2010 para menos de 5 por cento em 2011. O consumo privado também desacelerou, de 6.9 para 4.1 por cento em 2011, fruto da persistência de elevadas taxas de inflação que limitaram a expansão do rendimento disponível real. O consumo público, num contexto de uma ligeira correção do défice público, desacelerou de 4.2 para 1.9 por cento em 2011. No que se refere ao setor externo, o abrandamento da procura mundial e o aumento da entrada de capitais que levou à apreciação do real induziram uma desaceleração pronunciada das exportações. Esse movimento foi interrompido no final do ano, uma vez que o agravamento da turbulência financeira induziu uma saída considerável de capitais e levou também a uma depreciação expressiva do real. Do lado das importações, a desaceleração foi ainda mais pronunciada, reflexo não só do abrandamento da economia, mas também da implementação pelo governo de algumas medidas protecionistas, tais como a introdução de um imposto temporário sobre os veículos importados.

***A procura externa dirigida à economia portuguesa continuou a crescer em 2011, embora evidenciando uma desaceleração acentuada no segundo semestre do ano***

A procura externa de bens e serviços dirigida à economia portuguesa cresceu 3.9 por cento em 2011, um ritmo substancialmente inferior ao do ano passado (10.1 por cento) (Quadro 1.2). Quando se analisa a evolução das importações dos principais parceiros de Portugal, destaca-se o caso da Espanha que registou uma queda marginal das suas importações em 2011, após um crescimento de quase 9 por cento em 2010, contribuindo deste modo decisivamente para o abrandamento da procura externa dirigida a Portugal. O Reino Unido, embora com um menor peso nas exportações portuguesas, apresentou um perfil de desaceleração semelhante ao da Espanha. Por sua vez, o dinamismo da economia alemã em 2011 traduziu-se num crescimento substancial das suas importações, se bem que denotando alguma desaceleração. Em termos do perfil intra-anual, foi notório o abrandamento do indicador de procura externa no segundo semestre do ano, na sequência da desaceleração económica registada na maioria dos principais parceiros de Portugal (taxa de variação homóloga de 1.8 por cento no segundo semestre, face a 6.0 por cento no primeiro semestre). No início de 2012, a procura externa dirigida a Portugal continuou a desacelerar, o que se deveu à contração das importações de grande parte dos principais parceiros de Portugal, com realce para o caso da Espanha.

**Quadro 1.2**

**PROCURA EXTERNA DIRIGIDA A PORTUGAL E IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS DE ALGUNS DOS PRINCIPAIS MERCADOS DE DESTINO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS | TAXA DE VARIAÇÃO REAL**

	Pesos 2011 <sup>(a)</sup>	2009	2010	2011	2011 <sup>(b)</sup>	
					1º semestre	2º semestre
Procura externa dirigida a Portugal	-	-11.9	10.1	3.9	6.0	1.8
Espanha	24.8	-17.2	8.9	-0.1	2.2	-2.5
Alemanha	13.6	-9.2	11.5	7.5	7.8	7.2
França	12.0	-10.6	8.3	4.8	8.0	1.9
Reino Unido <sup>(c)</sup>	5.1	-12.3	8.8	1.2	3.7	-1.1
Itália	3.7	-13.6	12.4	1.0	6.1	-3.7
EUA	3.5	-13.6	12.5	4.9	7.1	2.8
Brasil	1.4	-7.6	35.8	9.7	14.1	6.1

**Fontes:** BCE, Eurostat, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Thomson Reuters e Instituto de Estatística do Reino Unido.

**Notas:** (a) Peso nas exportações portuguesas de bens; (b) Taxa de variação homóloga; (c) Exclui os efeitos da fraude fiscal de acordo com estimativas do Instituto de Estatística do Reino Unido.

### ***Os desequilíbrios globais reduziram-se ligeiramente em 2011, mas mantêm-se em níveis significativos***

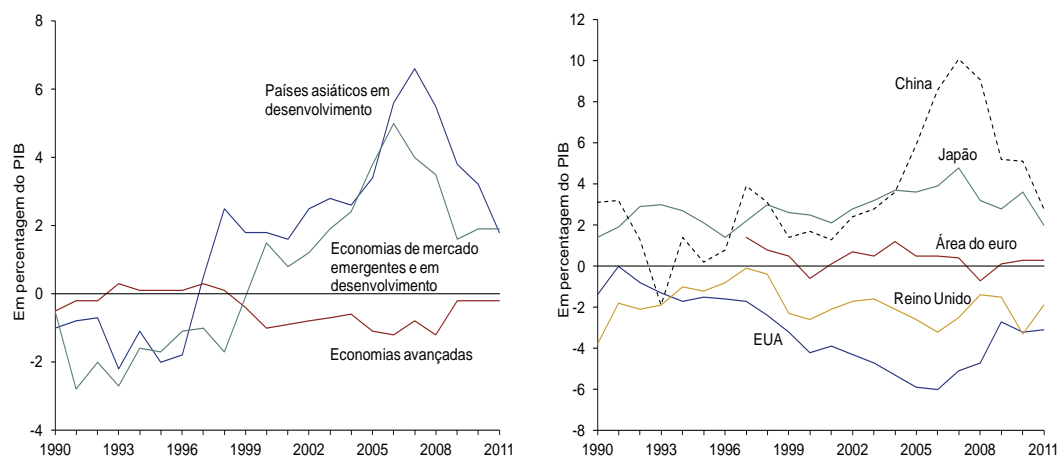
Os desequilíbrios globais voltaram a registar uma correção em 2011, após o ajustamento iniciado em 2009 ter sido interrompido em 2010 (Gráfico 1.11). Estes desequilíbrios resultam da coexistência de economias que apresentam sistematicamente elevados défices externos, enquanto outras mantêm uma situação significativamente excedentária nas suas contas externas.

A atual recuperação económica tem sido caracterizada por algum ajustamento em sentido descendente da procura interna nos países com elevados défices nas contas externas, em contraponto com um aumento das exportações. Em paralelo, assistiu-se a uma gradual expansão da procura interna nas economias com excedentes nas contas externas, ao passo que as exportações nessas economias cresceram de forma menos robusta do que em anos anteriores. A conjugação destes fatores levou a uma correção dos excedentes das balanças correntes em algumas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, em particular nos países asiáticos em desenvolvimento, bem como a uma redução, ou pelo menos a uma estabilização, dos défices externos nas principais economias avançadas, realçando-se o caso do Reino Unido (Gráfico 1.11). O sismo no Japão fez com que a economia japonesa registasse uma redução significativa no seu excedente externo (de 3.6 por cento do PIB em 2010, para 2.0 por cento do PIB em 2011), contribuindo desta forma para a redução dos desequilíbrios globais.

No entanto, os desequilíbrios globais mantiveram-se em níveis significativos em 2011 e, para além disso, a recente correção terá resultado, em larga medida, de fatores de natureza cíclica. De facto, grande parte dos fatores estruturais que originaram esses desequilíbrios ainda se mantêm, com destaque para os níveis baixos de poupança interna nas economias avançadas, a significativa subvalorização das moedas de alguns países asiáticos, sobretudo da China, e o aumento pronunciado dos preços das matérias-primas que beneficiaram, particularmente, os países do Médio Oriente e Norte de África. Neste contexto, a manutenção destes elevados desequilíbrios globais cria riscos para um crescimento económico sustentado a nível mundial. A atenuação desses riscos requer uma ação concertada dos países. Países com excedentes externos, nomeadamente a China, deverão implementar políticas que permitam aumentar a procura interna, reduzindo assim os elevados níveis de poupança, e aumentar a flexibilidade das taxas de câmbio tendo em vista uma apreciação gradual e ordenada das suas moedas. Em contraponto, espera-se que as economias com défices externos crónicos, com destaque para os EUA, apostem na continuação da consolidação orçamental e em reformas estruturais que promovam a poupança interna, diminuindo assim a dependência da poupança externa.

**Gráfico 1.11**

#### **SALDO DA BALANÇA CORRENTE**



**Fontes:** Eurostat, FMI e Thomson Reuters.

### **Medidas tomadas pelo G20 e o pacote legislativo proposto pela Comissão Europeia vão no sentido de reduzir os desequilíbrios económicos**

No ano de 2011, foram dados alguns passos importantes tendo em vista a resolução dos desequilíbrios económicos globais. O grupo das vinte principais economias a nível mundial (G20) chegou a um acordo quanto à monitorização de um conjunto de indicadores económicos nas diversas economias, tendo em vista a redução dos desequilíbrios económicos excessivos e a manutenção dos desequilíbrios externos em níveis sustentáveis. Os indicadores que visam a deteção dos desequilíbrios económicos são divididos em três grupos: (i) os níveis de dívida e défice públicos; (ii) a taxa de poupança e o nível de dívida privados; e (iii) o défice externo e os fluxos de investimento e transferências internacionais, que deverão também ter em conta a taxa de câmbio e as políticas macroeconómicas, incluindo a monetária e a orçamental. A evolução destes indicadores deverá ser acompanhada a nível multilateral com base em valores de referência para cada indicador, tendo em conta a especificidade de cada economia.

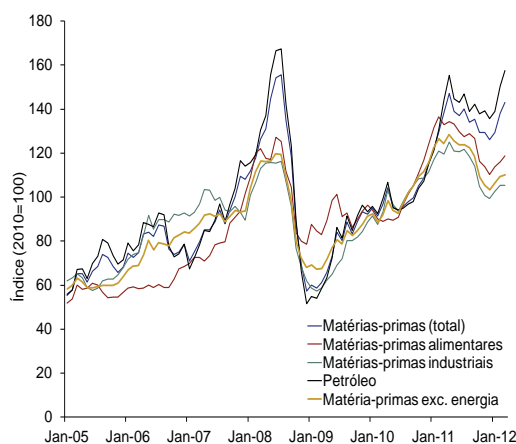
A nível europeu, foi aprovado um pacote legislativo proposto pela Comissão Europeia em setembro de 2010 e que contém um conjunto de medidas no sentido de reforçar a governação económica na UE. Este pacote, que entrou em vigor a 13 de dezembro de 2011, apresenta dois objetivos principais: por um lado, uma maior prevenção e ação corretiva para garantir a sustentabilidade orçamental e, por outro lado, a redução dos desequilíbrios macroeconómicos e a promoção da competitividade<sup>2</sup>.

### **Os preços das matérias-primas aumentaram consideravelmente em termos médios anuais, mas abrandaram na segunda metade do ano**

Os preços das matérias-primas nos mercados internacionais continuaram a aumentar consideravelmente em 2011, após já terem subido de forma significativa no ano transato. Considerando a variação média anual, os preços das matérias-primas aumentaram 34 por cento em 2011, após terem registado um aumento de cerca de 29 por cento em 2010. Para esta evolução destacaram-se as contribuições dos preços do petróleo e dos bens alimentares que registaram taxas de variação média anuais, respetivamente, de 40 e 27 por cento em 2011, enquanto os preços dos bens industriais apresentaram aumentos menos acentuados (Gráfico 1.12). Destaque ainda para o preço do ouro que continuou a renovar máximos

**Gráfico 1.12**

**PREÇOS INTERNACIONAIS DE MATÉRIAS-PRIMAS EM DÓLARES**



Fonte: Hamburgisches Weltwirtschafts Institut (HWWI).

<sup>2</sup> Ver "Caixa 1.1 Desenvolvimentos na governação económica da UE: supervisão dos desequilíbrios macroeconómicos", deste Relatório.

históricos - aumento médio anual de quase 30 por cento – refletindo a atratividade deste ativo como uma alternativa de investimento, num contexto de elevada aversão ao risco e baixas taxas de juro a nível mundial.

O comportamento da generalidade dos preços das matérias-primas foi, em grande medida, determinado pela coexistência de um conjunto de fatores especiais na primeira metade do ano, que criaram fortes pressões sobre estes preços. Do lado da procura, destacou-se a pressão exercida por algumas economias de mercado emergentes, especialmente os países asiáticos em desenvolvimento, em resultado quer do seu dinamismo económico quer do facto do seu crescimento se revelar bastante intensivo no consumo dessas matérias-primas. Do lado da oferta, as tensões políticas e os tumultos sociais em alguns países do Médio Oriente e Norte de África levaram à interrupção do fornecimento de petróleo em alguns países produtores de petróleo, em especial na Líbia. Na segunda metade do ano, os preços das matérias-primas apresentaram uma tendência decrescente, refletindo a desaceleração da economia mundial. No entanto, a manutenção de tensões no Médio Oriente e Norte de África e a existência de alguns estrangulamentos no lado da oferta em alguns países continuaram a pressionar em alta os preços do petróleo. Assim, o preço do petróleo manteve-se, em média, praticamente inalterado no segundo semestre do ano, situando-se em 107.62 dólares por barril a 30 de dezembro de 2011 (93.49 dólares em 31 de dezembro de 2010). No início de 2012, as preocupações sobre a possibilidade de ocorrerem interrupções no fornecimento de petróleo por parte do Irão, na sequência da intensificação de tensões geopolíticas, levou o preço do petróleo a aumentar para valores acima de 120 dólares. A 20 de abril de 2012, o preço do petróleo situava-se em 118.7 dólares por barril, o que traduzia um aumento de cerca de 10 por cento face ao final de 2011.

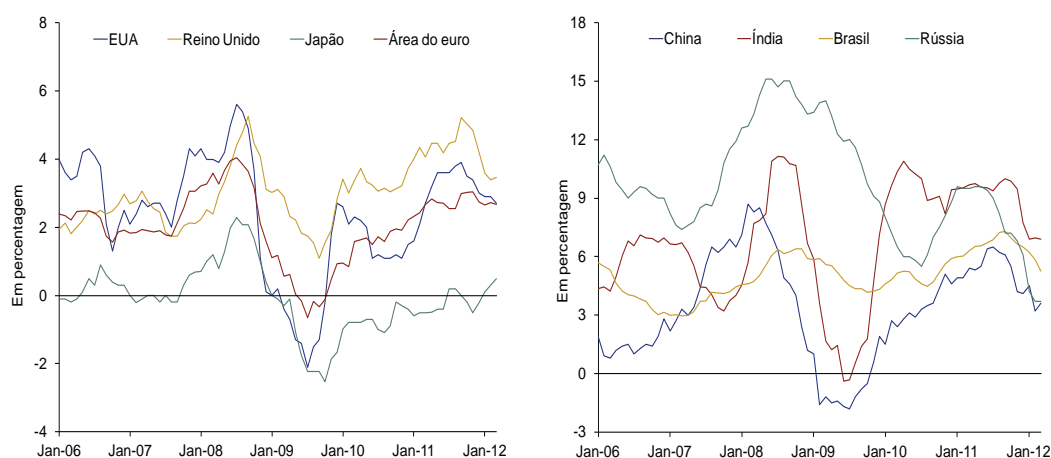
### ***A taxa de inflação subiu em 2011 à escala global, motivada sobretudo pelo aumento dos preços das matérias-primas***

A subida dos preços das matérias-primas em 2011, sobretudo das energéticas e alimentares, contribuiu de forma acentuada para um aumento das taxas de inflação, medidas pelo índice de preços no consumidor, na generalidade dos países. O aumento dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais influenciou a taxa de inflação através da materialização de efeitos diretos e indiretos. Os efeitos diretos traduziram-se em aumentos quase imediatos nos preços dos bens energéticos e alimentares. Relativamente aos efeitos indiretos, estes dizem respeito ao impacto dos preços dos bens intermédios no processo produtivo e aos aumentos dos preços e salários associados à tentativa de repercutir os aumentos dos custos e de reverter a perda no poder de compra. Contrariamente aos efeitos diretos, os indiretos demoram algum tempo a materializar-se e dependem de diversos fatores, como, por exemplo, da posição cíclica de cada economia e da flexibilidade do mercado de trabalho. Os efeitos indiretos deverão ter sido contidos, dado que, principalmente nas economias avançadas, o elevado desemprego e baixos níveis de utilização da capacidade produtiva traduziram-se em pressões salariais limitadas. Neste cenário, as economias avançadas registaram uma taxa de inflação média de 2.7 por cento em 2011, após 1.5 por cento em 2010.

Para além dos aumentos dos preços das matérias-primas, a evolução da inflação nas principais economias avançadas também foi influenciada pelo aumento dos impostos indiretos e de preços administrados em alguns países. A taxa de variação anual do índice de preços no consumidor na área do euro manteve-se acima de 2 por cento ao longo do ano, terminando com uma taxa média anual de 2.7 por cento em 2011, face a 1.6 por cento em 2010 (Gráfico 1.13). A inflação nos EUA apresentou um perfil intra-anual semelhante, registando uma taxa de variação média anual de 3.2 por cento em 2011, o dobro do atingido no ano anterior. No Reino Unido, para além do aumento dos preços das matérias-primas, o aumento da taxa do IVA e dos preços de importação, na sequência de depreciações passadas da libra esterlina, também contribuíram para manter a taxa de inflação em níveis elevados (taxa de variação anual de 4.5 por cento em 2011, face a 3.3 por cento em 2010). No Japão, o ano de 2011 constituiu o terceiro ano

Gráfico 1.13

ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



Fontes: CEIC, Eurostat e Thomson Reuters.

Nota: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor para a área do euro e Reino Unido.

consecutivo em que a taxa de inflação se manteve em valores negativos, com uma taxa de variação média anual de -0.3 por cento em 2011, após -0.7 por cento no ano anterior.

Por sua vez, o crescimento dos preços no consumidor nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento ficou claramente acima do das economias avançadas, situando-se em 7.1 por cento em 2011, face a 6.1 por cento em 2010. O impacto dos aumentos dos preços das matérias-primas no índice de preços no consumidor fez-se sentir de forma mais marcada do que nas economias avançadas. Isto deve-se, em particular, ao facto do peso dos bens alimentares no cabaz de bens de consumo nestas economias ser significativamente superior ao das economias avançadas. Por outro lado, a forte expansão económica em algumas destas economias deu origem a estrangulamentos na capacidade produtiva, o que contribuiu para aumentar as pressões inflacionistas. No caso específico da China, a inflação manteve uma tendência crescente até julho de 2011 (6.5 por cento), iniciando posteriormente uma descida gradual até ao fim do ano, atingindo 4.1 por cento em dezembro (Gráfico 1.13). A taxa de variação média anual situou-se em 5.4 por cento em 2011, acima da registada no ano anterior (3.3 por cento).

### ***Apesar do aumento da inflação, as políticas monetárias mantiveram-se globalmente acomodáticas***

Num quadro de expectativas de inflação ancoradas, a persistência de elevadas taxas de inflação em 2011 não impediu as autoridades monetárias das principais economias avançadas de manterem a política monetária consideravelmente acomodática. Esta decisão prendeu-se com o agravamento da instabilidade financeira global e com a repercussão sobre a economia internacional da subida do risco sistémico na área do euro, bem como com o facto dos mercados de trabalho e produto continuarem a apresentar fragilidades consideráveis. Neste contexto, as taxas de juro oficiais permaneceram em mínimos históricos, em alguns casos perto de zero, ao mesmo tempo que foram sendo anunciadas novas medidas não convencionais de política monetária (Gráfico 1.14).

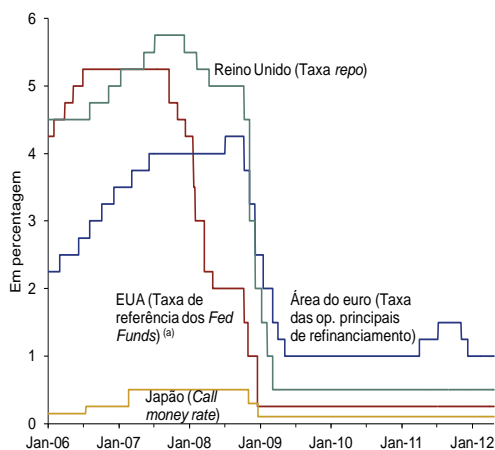
A Reserva Federal dos EUA manteve a taxa de juro oficial inalterada num intervalo entre 0 e 0.25 por cento ao longo de 2011, baseando a sua decisão no facto de os níveis de utilização da capacidade produtiva permanecerem baixos e o desemprego elevado, num cenário em que se projetava um crescimento moderado dos preços no médio prazo e as expectativas de inflação se mantinham ancoradas. Na reunião de agosto de 2011, a Reserva Federal anunciou que as condições económicas prevalentes

Gráfico 1.14

## TAXAS DE JURO OFICIAIS

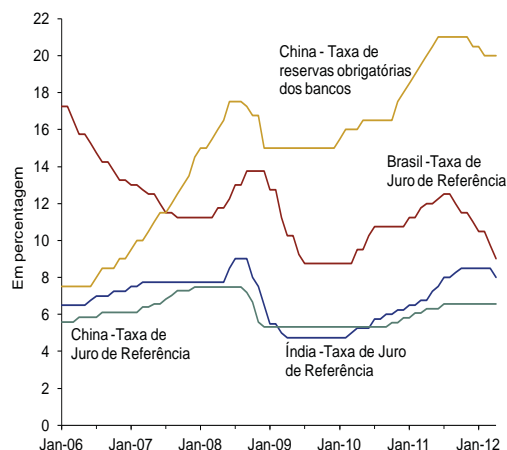
Taxas de juro oficiais nas principais economias avançadas

Taxas de juro de referência e de reservas obrigatórias dos bancos nas economias de mercado emergentes



Fonte: Bloomberg.

Nota: (a) Desde dezembro de 2008 o objetivo para esta taxa foi fixado entre 0 e 0.25 por cento.



Fonte: CEIC.

iriam garantir a manutenção das taxas de juro oficiais em níveis excecionalmente baixos pelo menos até meados de 2013. Mais tarde, na reunião de fevereiro de 2012, foi estendido esse prazo pelo menos até ao final de 2014, ao mesmo tempo que foi anunciado um objetivo explícito de longo prazo, de 2 por cento, para a taxa de inflação. Em relação às medidas não convencionais, após a conclusão do programa de compra de ativos no montante de 600 mil milhões de dólares em junho de 2011, a Reserva Federal anunciou, em setembro, a “Operação *Twist*”, onde se propôs aumentar a maturidade média da dívida pública que detém através da venda de títulos de curto prazo e compra de títulos de longo prazo. Esta operação, que deverá ser realizada até ao final de 2012, com um montante total de 400 mil milhões de dólares, visa apoiar o crescimento económico através de taxas de juro de longo prazo mais baixas e condições financeiras mais acomodáticas. Em relação ao Banco de Inglaterra e ao Banco do Japão, as taxas de juro oficiais mantiveram-se inalteradas em 2011, e em níveis mínimos históricos, ao passo que as medidas não convencionais de política monetária foram alargadas.

Na área do euro, o Conselho do BCE procedeu a quatro alterações da taxa de juro oficial em 2011, com os dois movimentos iniciais de subida a serem anulados com descidas no final do ano (Gráfico 1.14)<sup>3</sup>. Depois de quase dois anos sem alterações, o Conselho do BCE aumentou a taxa de juro de referência em abril e julho de 2011, em 25 pontos base cada, para 1.5 por cento. Com a deterioração da situação económica, num contexto de tensões crescentes nos mercados financeiros associadas ao recrudescimento da crise da dívida soberana na área do euro na segunda metade do ano e, de perspetivas mais benignas para a inflação, o Conselho do BCE decidiu reverter os movimentos de subida nas taxas de juro em novembro e dezembro. Em termos de medidas não convencionais de política monetária, o Conselho do BCE decidiu adotar um conjunto substancial de medidas, após agosto, com destaque para duas operações de refinanciamento de prazo alargado a taxa fixa e satisfação total da procura com maturidade de três anos. Estas medidas procuraram garantir uma maior oferta de crédito bancário e uma maior liquidez no mercado monetário da área do euro.

<sup>3</sup> Para mais detalhes ver “Capítulo 2 Política Monetária do BCE e Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa”, deste Relatório.

Relativamente a outras economias avançadas, o Canadá manteve as taxas de juro inalteradas em 2011, interrompendo o movimento de subida iniciado em 2010, enquanto a Suécia, a Austrália e a Noruega reiniciaram processos de descida das suas taxas de juro oficiais, reagindo ao cenário de deterioração económica global, após as subidas observadas em 2010.

Na generalidade das economias de mercado emergentes, principalmente naquelas com forte crescimento económico, registou-se um movimento de maior restritividade nas condições da política monetária no primeiro semestre de 2011. Esta maior restritividade justificava-se pelos sinais que apontavam para o sobreaquecimento nalgumas economias, traduzido nomeadamente na forte subida da inflação e do crédito bancário que permitiam alimentar uma acentuada expansão da procura. No entanto, na sequência da deterioração das perspetivas económicas à escala mundial, uma parte das subidas de taxas de juro foi revertida durante o segundo semestre do ano. O Banco Popular da China subiu o rácio de reservas obrigatórias dos bancos por seis vezes num total de 300 pontos base, e a taxa de juro de referência dos empréstimos em 75 pontos base até julho de 2011 (Gráfico 1.14). No final de 2011, a autoridade monetária chinesa decidiu reduzir o rácio de reservas obrigatórias dos bancos em 50 pontos base, reduzindo-o novamente em 50 pontos base em fevereiro de 2012. O Banco Central do Brasil, por sua vez, continuou com o ciclo de subidas de taxa de juro, que implicou um aumento de 175 pontos base de janeiro até julho de 2011. Posteriormente, num contexto de um acentuado abrandamento da atividade económica, o banco central inverteu praticamente a totalidade das anteriores subidas até ao fim do ano. O movimento de redução da taxa de juro de referência continuou no início de 2012, com reduções de 75 pontos base em março e em abril.

### ***Redução dos défices orçamentais nas economias avançadas, mas a dívida pública continuou a crescer em percentagem do PIB***

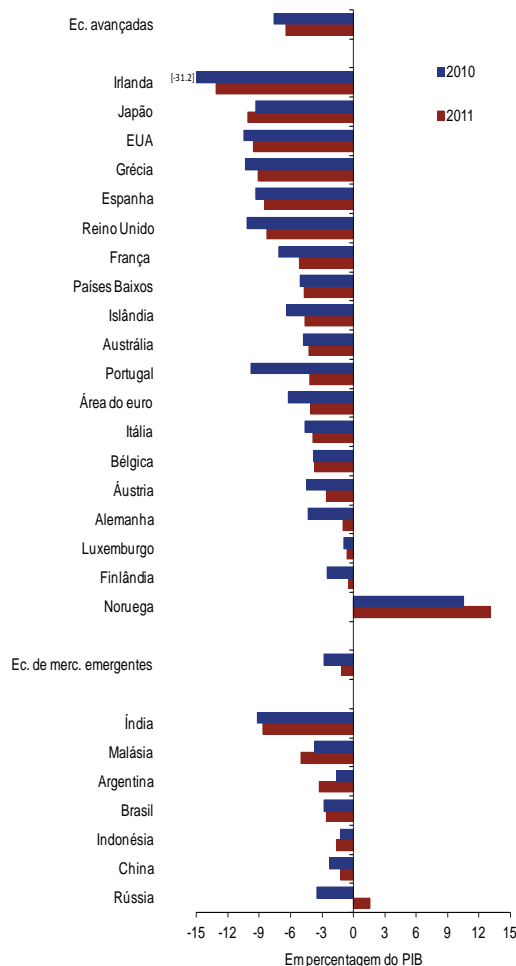
Como resposta à crise financeira e consequente recessão económica, a atuação dos estabilizadores automáticos e os pacotes de estímulo fiscal implementados pelos governos de forma generalizada e sincronizada levaram a uma rápida deterioração das contas públicas. Neste contexto, o ano de 2010 marcou um ponto de viragem na condução da política orçamental, caracterizando-se por uma progressiva restritividade que conduziu a alguma correção dos défices públicos. Esta tendência continuou em 2011, particularmente nas economias avançadas.

Em 2011, as necessidades de financiamento do setor público, em percentagem do PIB, nas economias avançadas reduziram-se cerca de 1 p.p., de 7.6 por cento em 2010 para 6.5 por cento em 2011 (Gráfico 1.15). Em termos do défice orçamental ajustado do ciclo económico, a redução observada foi menos significativa, de 0.6 p.p. (de 5.8 para 5.2 por cento do PIB potencial). Os EUA corrigiram o seu défice em 1 p.p., mas continuaram a apresentar um défice elevado, de 9.6 por cento do PIB. A área do euro registou um ajustamento mais significativo (2.1 p.p. do PIB), com a Alemanha a destacar-se com uma correção do défice orçamental em 3.3 p.p., para 1 por cento do PIB em 2011. Em sentido inverso, os elevados custos de reconstrução associados à catástrofe natural no Japão fizeram com que o défice orçamental japonês aumentasse em 2011, de 9.4 para 10.1 por cento do PIB. Num cenário de défices primários ainda elevados, de fraco crescimento económico e, nalguns países, de juros elevados no mercado primário da dívida pública, a dívida pública bruta no conjunto das economias avançadas voltou a aumentar em 2011, mantendo-se acima de 100 por cento do PIB (105 por cento do PIB, cerca de mais 4 p.p. do que em 2010).

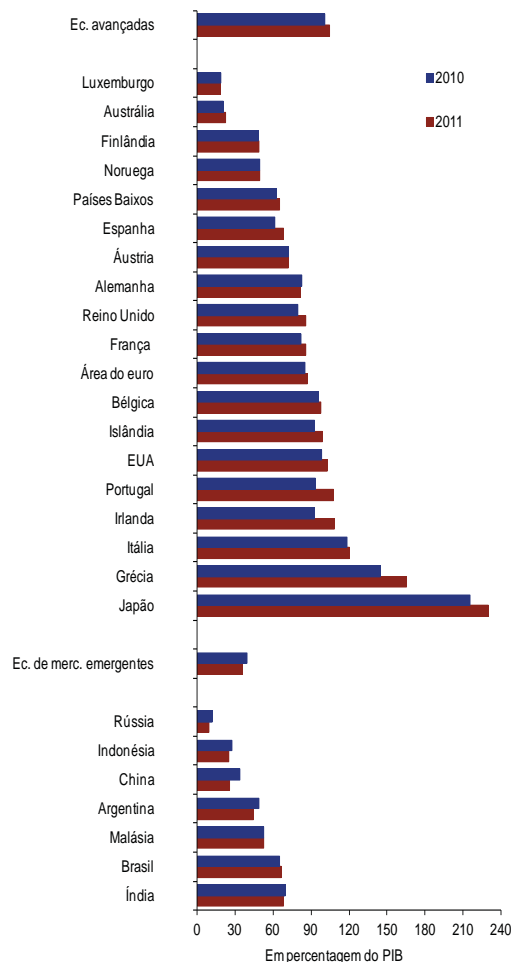
A diminuição generalizada dos défices orçamentais nas economias de mercado emergentes, combinada com taxas de crescimento económico robustas e superiores às taxas de juro implícitas no serviço da dívida, permitiu reduzir o stock de endividamento público em 2011. O conjunto das economias de mercado emergentes melhorou o saldo orçamental de -2.8 para -1.1 por cento do PIB (melhoria do saldo orçamental ajustado do ciclo de -3.5 para -2.3 do PIB potencial), enquanto o rácio de dívida pública em relação ao PIB diminuiu cerca de 3 p.p., para 36 por cento do PIB em 2011.

Gráfico 1.15

## NECESSIDADE/CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS



## DÍVIDA PÚBLICA BRUTA



Fontes: Eurostat e FMI.

**Nota:** Os dados para os países da UE baseiam-se em informação publicada pelo Eurostat a 23 de abril de 2012, enquanto para os restantes países foi considerada a informação publicada pelo FMI a 17 de abril de 2012.

### Um conjunto de eventos adversos em março de 2011 veio alterar a relativa estabilidade nos mercados financeiros à escala global

Após um ano de 2010 marcado por períodos de elevada turbulência nos mercados de dívidas soberanas, que culminou com os pedidos de assistência financeira externa por parte da Grécia e Irlanda em maio e novembro de 2010, respetivamente, o início de 2011 foi caracterizado por alguma acalmia nos mercados financeiros. No entanto, essa relativa estabilização dos níveis de aversão ao risco por parte dos participantes nos mercados veio a revelar-se temporária. De facto, a ocorrência de um conjunto de fatores negativos em março repercutiram-se na deterioração do sentimento dos investidores internacionais. Em primeiro lugar, o sismo no Japão e a intensificação dos conflitos geopolíticos no Médio Oriente e Norte de África contribuíram para a revisão em baixa das perspectivas para o crescimento mundial. Em segundo lugar, as principais agências de notação de *rating* baixaram as notações de crédito das dívidas de longo prazo dos soberanos e bancos da Grécia, Portugal e Espanha. Estes movimentos vieram agravar os custos de financiamento destes países, aumentando os receios em torno da sustentabilidade das suas finanças



públicas. Paralelamente, intensificaram-se os rumores em redor de uma possível reestruturação da dívida grega. Por fim, as conclusões retiradas da reunião de março de 2011 dos Chefes de Estado ou de Governo da área do euro, tendo em vista a revisão dos mecanismos de estabilidade financeira dos países da área do euro, foram entendidas como sendo insuficientes para resolver a crise da dívida soberana.

Nessa reunião em março, os líderes europeus chegaram a acordo em relação a algumas matérias: (i) aumentar a capacidade financeira efetiva do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) para 440 mil milhões de euros, e do seu futuro substituto, o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), para 500 mil milhões de euros (cuja entrada em vigor estava prevista para 1 de janeiro de 2013); (ii) foi acordada a possibilidade do FEEF e do MEE poderem intervir, a título excecional, no mercado primário de dívida de países que entrem em programas de ajustamento macroeconómico sujeito a rigorosa condicionalidade; (iii) a taxa de juro relativa aos empréstimos contraídos pela Grécia seria reduzida em 100 pontos base e o prazo de todos os empréstimos concedidos seria aumentado em 7.5 anos. Apesar do anúncio deste conjunto de medidas, os participantes nos mercados consideraram que, não só as medidas seriam insuficientes para conter a crise, mas havia também muitas dúvidas em relação à forma e aos meios de implementar o alargamento da capacidade de financiamento efetiva do FEEF e do MEE. Neste cenário, observou-se um alargamento pronunciado dos diferenciais face à Alemanha das taxas de juro da dívida pública a 10 anos de Portugal, Grécia e Irlanda (Gráfico 1.16). Perante estes desenvolvimentos, e face à escalada das taxas de rendibilidade da dívida portuguesa, o governo português, que entretanto se tinha demitido, solicitou um pedido de ajuda financeira externa a 6 de abril de 2011.

### ***Receios de uma possível reestruturação da dívida grega e de contágio a outros países da área do euro provocaram uma nova vaga de turbulência financeira a partir de julho de 2011***

A incerteza sobre a sustentabilidade das finanças públicas em países da área do euro intensificou-se de forma mais acentuada a partir de julho de 2011, perante receios crescentes de que a Grécia teria de reestruturar a sua dívida. Paralelamente aumentaram os rumores sobre a necessidade da Grécia recorrer a um segundo pacote de ajuda financeira. De facto, o primeiro empréstimo concedido pela UE e pelo FMI à Grécia, de 110 mil milhões de euros, aprovado a 9 de maio de 2010, estava a revelar-se insuficiente para fazer face às necessidades de financiamento do país, num contexto de reduzida capacidade de financiamento no mercado. Neste contexto, no início do mês de julho tornou-se claro que não seria possível para a Grécia o retorno a uma trajetória sustentável de crescimento da dívida pública sem ajuda externa adicional. Em julho de 2011, foi requerido um segundo pacote de apoio financeiro à UE e ao FMI.

Num quadro de consecutivas revisões em baixa das perspetivas para o crescimento económico mundial e do agravamento da crise da dívida soberana, os objetivos definidos para a consolidação das finanças públicas em vários países da área do euro começavam a revelar-se difíceis de atingir. Estes receios, particularmente marcados nos países que apresentavam níveis de défice e dívida públicos mais elevados, levaram a que a crise da dívida soberana, que até então estava confinada aos países sob programas de assistência financeira externa, alastrasse a outros países da área do euro considerados pelos investidores internacionais como apresentando fragilidades ao nível das finanças públicas e fraco crescimento económico, nomeadamente a Espanha e a Itália. Este contágio resultou numa deterioração substancial das condições de financiamento do setor público e dos bancos nestes países.

### ***O compromisso assumido em julho pelos líderes europeus para conter a crise da dívida soberana teve efeitos positivos nos mercados financeiros que se revelaram, no entanto, de curta duração***

Perante o aumento do risco de contágio generalizado aos países da área do euro, as autoridades europeias acordaram, a 11 de julho, um conjunto de medidas no sentido de alargar a flexibilidade e o âmbito de intervenção dos mecanismos de estabilidade financeira em situações que ameacem a estabilidade

financeira. O MEE, que deverá substituir o atual mecanismo financeiro em vigor, o FEEF, deveria permitir: (i) uma intervenção nos mercados financeiros de forma preventiva; (ii) a recapitalização de instituições financeiras através de linhas de crédito aos governos mesmo em países que não estejam incluídos nos programas de apoio financeiro; (iii) a intervenção em mercados secundários de dívida desde que o BCE reconheça a existência de condições excecionais nos mercados financeiros e riscos para a estabilidade financeira.

A 21 de julho, os Chefes de Estado ou de Governo da área do euro e das instituições da UE apresentaram um acordo sobre o novo programa de assistência financeira à Grécia onde, para além da concessão de um segundo empréstimo no valor estimado de 109 mil milhões de euros e da redução da taxa de juro aplicada e extensão da maturidade, foi também acordada a extensão das maturidades dos empréstimos concedidos a Portugal e à Irlanda, assim como a redução da taxa de juro aplicada. As maturidades dos empréstimos concedidos a estes países aumentaram de 7.5 anos para um mínimo de 15 anos e máximo de 30, com um período de carência de juros de 10 anos. As taxas de juro a aplicar nos empréstimos concedidos pela UE deverão ser equivalentes às taxas de juro nos empréstimos concedidos através do mecanismo de apoio financeiro a médio prazo às balanças de pagamentos dos Estados-Membros, o que atualmente corresponde a cerca de 3.5 por cento. Estas novas medidas visavam melhorar a sustentabilidade da dívida pública nos países com financiamento da UE. Adicionalmente, chegou-se a um acordo sobre o envolvimento voluntário do setor privado na redução da dívida pública grega, em que se estimava que os investidores privados contribuíssem com 135 mil milhões de euros até ao final de 2020. Esta contribuição seria efetuada através de um programa que incluía várias modalidades de *swap* de obrigações.

A compressão dos diferenciais face à Alemanha das taxas de rendibilidade da dívida pública nos países mais afetados pela crise financeira e uma melhoria ligeira no sentimento dos investidores internacionais foram, no entanto, de curta duração (Gráfico 1.16). De facto, em agosto, os receios relativos à capacidade dos países da área do euro para implementar as medidas acordadas nas cimeiras de julho implicaram um recrudescimento das tensões nos mercados financeiros à escala global. Paralelamente, a continuação da desaceleração da economia mundial, e as tensões políticas envolvendo o aumento do teto da dívida pública nos EUA, que culminou com a *Standard and Poor's* a rever em baixa a notação de crédito de longo prazo da dívida norte-americana, de AAA para AA+, vieram exacerbar o sentimento

Gráfico 1.16

DIFERENCIAIS FACE À ALEMANHA DAS TAXAS DE JURO DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS



Fonte: Reuters.

negativo prevalecente nos mercados financeiros. Neste período, a volatilidade nos mercados acionista e obrigacionista da área do euro e dos EUA atingiu níveis muito elevados, especialmente no mercado obrigacionista, com níveis próximos dos alcançados na sequência do colapso do banco de investimento *Lehman Brothers* em setembro de 2008 (Gráfico 1.17).

Neste contexto, o contágio a Espanha e Itália acentuou-se, levando o BCE no início de agosto a anunciar que iria reativar o programa dos mercados de títulos de dívida (*Securities Markets Programme - SMP*), alargando o âmbito de atuação para a compra de dívida italiana e espanhola no mercado secundário. O objetivo passava por restaurar a liquidez nestes mercados disfuncionais e repor o normal funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária.

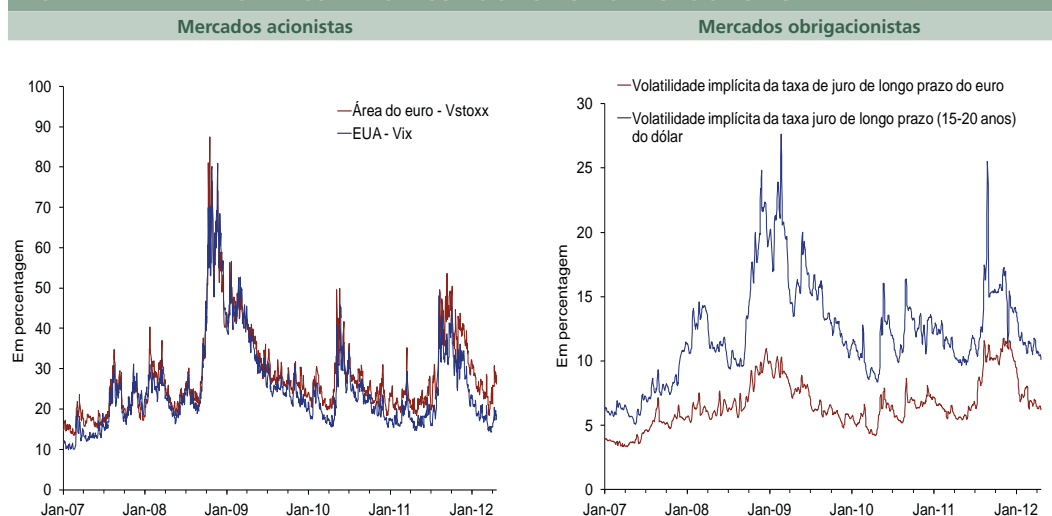
### **Medidas tomadas no outono de 2011 constituíram novas tentativas das autoridades europeias para conter a crise da dívida soberana na área do euro**

Perante a intensificação da crise da dívida soberana na área do euro, que se refletiu no contágio aos soberanos da Espanha e da Itália, e aos sistemas bancários, os líderes europeus apresentaram no outono planos abrangentes que visavam resolver a crise. Na Cimeira do Euro a 26 de outubro, os Chefes de Estado ou de Governo da UE apresentaram um conjunto de medidas que envolvia três pilares: (i) objetivo de reduzir a dívida pública grega para 120 por cento do PIB até 2020, envolvendo a participação do setor privado; (ii) o acordo relativo à alavancagem dos recursos disponíveis do FEEF, que poderia multiplicar os recursos atuais por 4 ou 5; (iii) o acordo em relação a um conjunto de medidas para restabelecer a confiança no sistema bancário.

Em primeiro lugar, a participação do setor privado pressupunha uma troca voluntária de obrigações com um desconto nominal de 50 por cento da dívida nacional grega detida pelos investidores privados. Os Estados-Membros da área do euro contribuiriam com um montante até 30 mil milhões de euros para o pacote relativo à participação do setor privado. Foi ainda acordado um pacote de ajuda financeira adicional para a Grécia que poderia ir até 100 mil milhões de euros até 2014. De realçar que este segundo pacote de ajuda à Grécia, que já tinha sido objeto de um acordo prévio na cimeira de 21 de julho, ainda não tinha sido concretizado, uma vez que o governo grego se mostrava relutante em assumir o compromisso de adotar medidas adicionais de contenção de despesa. Estas medidas eram vistas pelos líderes europeus como essenciais para desbloquear o segundo pacote de assistência financeira. Em segundo lugar, de entre

**Gráfico 1.17**

#### **VOLATILIDADE IMPLÍCITA NOS MERCADOS ACIONISTAS E OBRIGACIONISTAS**



Fonte: Bloomberg.

as várias medidas propostas para o setor bancário, destacava-se a relativa à capitalização dos bancos, em que os bancos deveriam alcançar um rácio de capital de muito boa qualidade (*core tier 1*) de 9 por cento até junho de 2012, a fim de criar margens de reserva temporárias para reforçar a resistência a choques adversos, em particular para fazer face à exposição à dívida soberana. As necessidades de capital de cada instituição seriam determinadas com base nos planos acordados com as autoridades nacionais de supervisão e coordenados pela Autoridade Bancária Europeia. Para concretizar os referidos aumentos de capital, o recurso a financiamento público por parte dos bancos deveria ocorrer apenas depois de esgotadas as fontes de capital privadas.

Novamente, o ímpeto positivo no sentimento global induzido pela reunião dos líderes europeus demonstrou ser de curta duração. De facto, os investidores internacionais continuavam a mostrar-se céticos em relação à capacidade dos países da área do euro implementarem as medidas acordadas em outubro. Esse sentimento negativo nos mercados financeiros foi exacerbado em novembro devido à ocorrência de três tipos de eventos adversos. O primeiro esteve relacionado com a deterioração evidente das perspetivas para o crescimento económico global. O segundo surgiu na sequência de mudanças de governo em três países da área do euro, sendo dois deles, Grécia e Itália, resultado de crises políticas que conduziram à queda dos governos. Por fim, as revisões em baixa das notações de crédito de soberanos e bancos começaram a estender-se a diversos países da área do euro.

Neste contexto de elevada incerteza, a crise da dívida soberana na área do euro entrou, em novembro, numa nova fase. As pressões de contágio aumentaram abruptamente, com os investidores internacionais a centrarem também a sua atenção nos mercados de dívida de países com notações de crédito de triplo A, considerados até então como estando imunes à crise. Assim, neste período, o risco de contágio, refletido na subida das taxas de rendibilidade da dívida pública, alastrou para a França, Finlândia, Países Baixos e Áustria. Paralelamente, os custos de financiamento da Itália e Espanha aumentaram de forma acentuada, com os diferenciais face à Alemanha das taxas de juro da dívida pública a 10 anos a atingirem máximos históricos. Neste contexto adverso, no Conselho Europeu de 9 de dezembro, os Chefes de Estado ou de Governo da área do euro decidiram avançar no sentido de uma união económica mais forte, que envolveu um novo pacto orçamental e uma coordenação reforçada das políticas económicas<sup>4</sup>. Adicionalmente, foi acordada a antecipação da entrada em vigor do MEE para julho de 2012. O FEEF permaneceria ativo até meados de 2013, enquanto a adequação do limite máximo global do FEEF/MEE de 500 mil milhões de euros seria objeto de reavaliação em março de 2012.

### ***Início de 2012 marcado pela aprovação do segundo pacote de assistência financeira à Grécia***

No início de 2012, o sentimento negativo prevalecente nos mercados financeiros não se alterou de forma acentuada, o que era explicado em grande medida pela possibilidade da Grécia entrar em incumprimento caso não recebesse uma nova tranche de assistência financeira que lhe permitisse honrar os seus compromissos. Após a Grécia se ter comprometido com medidas de austeridade e reformas estruturais adicionais que lhe permitissem cumprir as metas acordadas com a *Troika* (BCE, FMI e Comissão Europeia), o Eurogrupo chegou a um acordo, a 21 de fevereiro de 2012, em relação a um segundo pacote de assistência financeira para a Grécia. Esse pacote ascende a 130 mil milhões de euros até 2014<sup>5</sup>. Os principais aspetos a salientar são: (i) a participação do setor privado pressupõe a troca voluntária de obrigações com um desconto nominal de 53.5 por cento da dívida nacional grega detida pelos investidores privados; (ii) os proveitos gerados pelos títulos de dívida gregos detidos pelo Eurosistema serão transferidos para os

<sup>4</sup> Ver “Caixa 3.2 Desenvolvimentos no quadro de supervisão orçamental da União Europeia”, deste Relatório.

<sup>5</sup> Relembre-se que o segundo pacote de assistência financeira à Grécia vinha sendo negociado desde a cimeira de 21 de julho de 2011. No entanto, o acordo final apenas aconteceu em março de 2012, na sequência do compromisso do governo grego em relação a um conjunto de medidas de contenção da despesa e de reformas estruturais adicionais.

Estados-Membros, que os poderão passar para o estado grego de modo a melhorar a sustentabilidade da dívida pública da Grécia; (iii) redução retroativa do *spread* da taxa de juro dos empréstimos concedidos, de cerca de 200-300 pontos base para 150 pontos base. A implementação destas medidas deverá permitir à Grécia atingir um rácio da dívida pública de 120 por cento do PIB até 2020.

No início de março de 2012, a operação envolvendo a participação voluntária dos investidores privados na reestruturação da dívida pública grega foi concluída com sucesso. A participação abrangeu 83.7 por cento da dívida a reestruturar, levando o governo grego a ativar as cláusulas de ação coletiva (CAC). A ativação das CAC permitiu forçar a participação adicional de investidores na operação, levando o total da dívida a reestruturar para 95.7 por cento do total da dívida elegível dos investidores privados. Desta forma, o *stock* da dívida grega de cerca de 350 mil milhões de euros deverá reduzir-se em mais de 100 mil milhões de euros. Após a concretização deste processo, os Estados-Membros da área do euro aprovaram formalmente, a 14 de março de 2012, o segundo programa de ajustamento para a Grécia.

Na reunião de 30 de março de 2012, os ministros das finanças da área do euro reavaliaram a adequação da capacidade global dos mecanismos de apoio financeiro da área do euro, conforme tinha sido inicialmente acordado no Conselho Europeu de 9 de dezembro de 2011. Assim, foi acordada a expansão do limite máximo global do FEEF/MEE para 700 mil milhões de euros, que resulta da combinação de 500 mil milhões de euros do MEE, disponíveis a partir de julho de 2012, com o montante de 200 mil milhões de euros do FEEF já afeto aos programas de assistência financeira à Grécia, Irlanda e Portugal. A partir de julho de 2012, o MEE será o mecanismo privilegiado para financiar novos programas de assistência financeira, coexistindo transitoriamente com o FEEF que ficará ativo para financiar programas iniciados antes dessa data. O período de transição perdurará até meados de 2013, data a partir da qual o MEE será o único mecanismo de estabilidade financeira, sendo dotado de uma capacidade máxima de empréstimo de 500 mil milhões de euros.

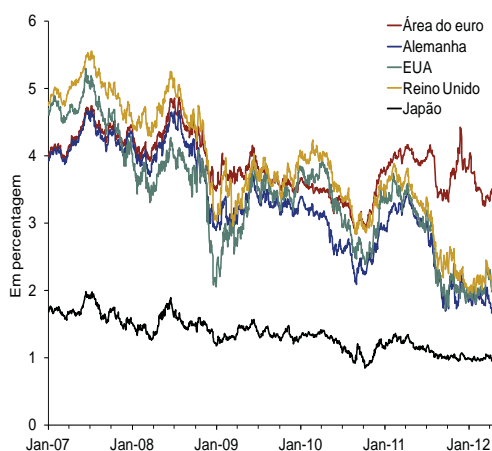
### ***Ao longo de 2011, as taxas de rendibilidade da dívida pública nas maiores economias avançadas mantiveram-se baixas num contexto de elevada turbulência financeira***

Os receios dos investidores internacionais relativamente ao risco de crédito da dívida soberana parecem ter sido confinados à área do euro. De facto, as taxas de rendibilidade da dívida pública nas maiores economias avançadas permaneceram em níveis baixos ao longo de todo o ano. Podem ser distinguidos dois períodos. O primeiro ocorreu sensivelmente até março de 2011, em que as subidas observadas nas taxas de rendibilidade estavam a ser determinadas por perspetivas favoráveis para o crescimento económico global. No entanto, a partir de março, as perspetivas para a economia mundial deterioraram-se, num contexto da intensificação da crise da dívida soberana e do agravamento das tensões geopolíticas no Médio Oriente e Norte de África. Este segundo período, caracterizado pela interrupção da tendência de subida das taxas de juro num contexto de elevada aversão ao risco, implicou um movimento de procura de ativos de refúgio, resultando em descidas pronunciadas das taxas de rendibilidade nos EUA, Reino Unido e Alemanha (Gráfico 1.18). Esta tendência continuou no resto do ano, particularmente nos EUA, onde os efeitos do movimento de procura de ativos de refúgio se sobrepuseram à revisão em baixa da notação de crédito de longo prazo da dívida norte-americana por parte da *Standard and Poor's*.

Ao nível dos países da área do euro, o ano de 2011 ficou marcado pela divergência de evolução das taxas de rendibilidade da dívida pública. Esta heterogeneidade refletiu diferenças na perceção dos investidores internacionais do risco de crédito das dívidas soberanas. Em particular, Grécia, Portugal e Itália foram os países mais penalizados, com subidas anuais das taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos de respetivamente cerca de 20, 7 e 2 p.p., terminando 2011 com níveis de 32.3, 13.4 e 7.0 por cento (Gráfico 1.19). Por outro lado, as taxas de rendibilidade da dívida pública registaram variações negativas em alguns países em 2011, com destaque para a Alemanha, com uma diminuição de 1.1 p.p..

Gráfico 1.18

## TAXAS DE RENDIBILIDADE DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS

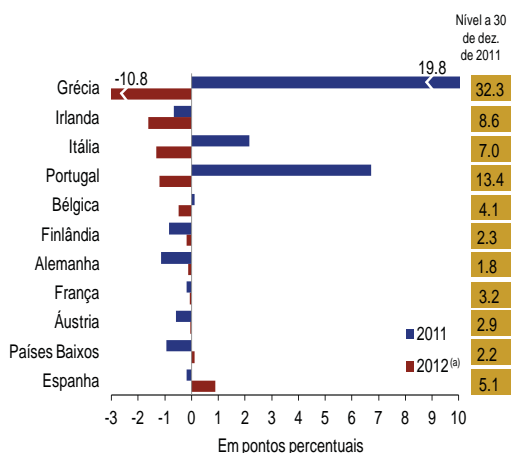


Fonte: Bloomberg.

Até meados de março de 2012, a aprovação do segundo pacote de ajuda à Grécia e as medidas não convencionais de política monetária adicionais conduzidas pelo BCE permitiram que as tensões em torno da crise da dívida soberana abrandassem momentaneamente, o que se traduziu em taxas de rendibilidade da dívida pública praticamente inalteradas em alguns países da área do euro, enquanto noutros se registavam quedas assinaláveis, especialmente na Grécia, Irlanda, Itália e Portugal. No entanto, a partir de meados de março de 2012, a turbulência regressou aos mercados financeiros, num contexto de previsões económicas que apontavam para uma recessão na área do euro em 2012 e devido à incerteza prevalente em relação à resolução da crise da dívida soberana na área do euro. Ao mesmo tempo, assistiu-se a um aumento da desconfiança dos investidores internacionais sobre a sustentabilidade das finanças públicas da Espanha e da Itália, na medida em que consideravam que as medidas anunciadas pelos respetivos governos para conterem o défice orçamental e a dívida pública eram insuficientes para restaurar a sustentabilidade das finanças públicas nesses países. Adicionalmente, o facto de Espanha

Gráfico 1.19

## TAXAS DE JURO DE DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS | VARIAÇÃO ANUAL



Fonte: Reuters.

Notas: (a) A variação em 2011 corresponde à diferença entre 30 de dezembro de 2011 e 31 de dezembro de 2010. A variação em 2012 contempla o período até 20 de abril.

ter falhado as metas do défice orçamental para 2011 (8.5 por cento do PIB, face ao acordo inicial de 6 por cento do PIB estabelecido com a Comissão Europeia) e do compromisso do governo espanhol para a meta do défice orçamental para 2012 se ter fixado acima do previamente estabelecido (5.3 por cento do PIB, face ao compromisso inicial de 4.4 por cento do PIB) contribuíram não só para uma subida das taxas de rendibilidade da dívida pública espanhola no mercado secundário, mas levaram também a que os títulos de dívida pública fossem colocados no mercado primário a taxas de juro mais elevadas do que anteriormente.

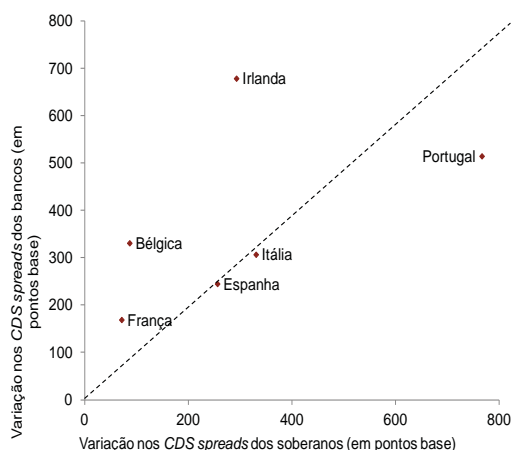
### ***O setor bancário foi severamente atingido pela crise da dívida soberana***

O setor bancário continuou a ser fortemente penalizado em 2011 pela deterioração da perceção do risco de crédito soberano de alguns países da área do euro. De facto, constata-se que tem existido uma relação direta entre o risco de crédito do setor público e o risco de crédito do setor bancário, especialmente evidente na Grécia, Portugal, Irlanda, Itália e Espanha (Gráfico 1.20). Adicionalmente, as taxas de rendibilidade da dívida do setor financeiro e do setor bancário, em particular, permaneceram em níveis elevados, acompanhando os aumentos na taxa de juro da dívida soberana da área do euro (Gráfico 1.21).

A interação dos riscos entre o setor público e o setor bancário ocorre através de diversos canais. Em primeiro lugar, o efeito direto mais visível surge devido ao facto do setor bancário deter nas suas carteiras títulos de dívida pública, o que os torna mais vulneráveis caso ocorram descidas pronunciadas no valor desses títulos. Em segundo lugar, a diminuição do valor das garantias e do colateral associados ao aumento do risco soberano dificultam a capacidade de financiamento dos bancos nos mercados financeiros. Por fim, a necessidade dos governos intervirem nos bancos que apresentem dificuldades financeiras aumenta o risco de crédito dos soberanos. Neste contexto, a Autoridade Bancária Europeia realizou testes de resistência financeira a um conjunto de bancos europeus de forma a aferir a necessidade de reforçar os montantes de capital para fazer face a cenários macroeconómicos adversos. Os resultados, divulgados em julho de 2011, revelaram uma elevada resiliência na generalidade dos bancos europeus, embora tendo sido recomendado que alguns bancos procedessem a uma recapitalização de modo a melhorar os seus rácios de capital. A intensificação do contágio da crise da dívida soberana ao sistema bancário levou a diversas revisões em baixa das notações de crédito dos bancos em 2011, especialmente em países da área do euro. Este conjunto de acontecimentos condicionou a evolução dos mercados monetários

**Gráfico 1.20**

**EVOLUÇÃO DOS PRÉMIOS DE RISCO DE CRÉDITO DA DÍVIDA PÚBLICA E DA DÍVIDA DO SETOR BANCÁRIO ENTRE ABRIL DE 2010 E ABRIL DE 2012**

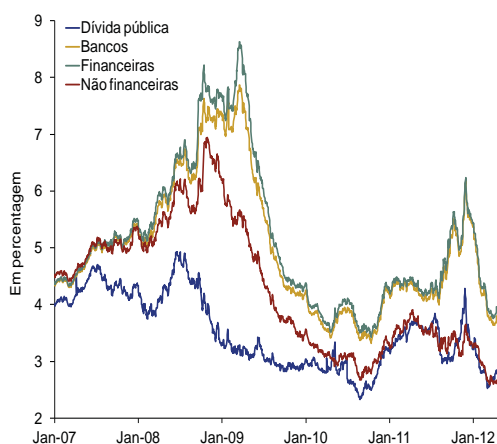


**Fontes:** Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** A Grécia foi excluída do gráfico por questões de escala.

Gráfico 1.21

## TAXA DE RENDIBILIDADE DE DÍVIDA PÚBLICA E PRIVADA NA ÁREA DO EURO



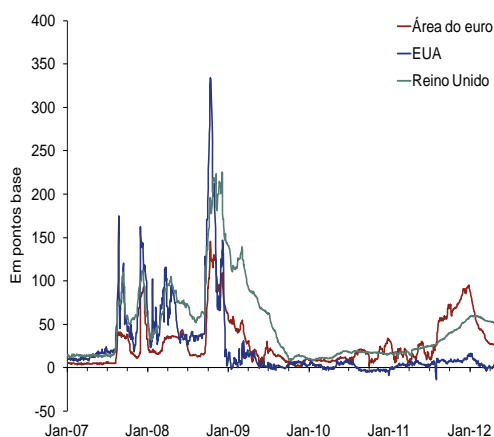
Fonte: Thomson Reuters (Merrill Lynch).

na área do euro e em menor escala no Reino Unido, mas não nos EUA (Gráfico 1.22). Em particular, o alargamento do diferencial entre taxas de juro não colateralizadas e colateralizadas na área do euro foi especialmente notório na segunda metade de 2011, reflexo de um aumento considerável do risco de liquidez e de crédito.

Neste quadro de uma substancial deterioração da situação financeira dos bancos, o Conselho do BCE anunciou medidas não convencionais adicionais, em dezembro, para apoiar o crédito bancário e a liquidez no mercado monetário da área do euro<sup>6</sup>. Em particular, a condução das duas operações de refinanciamento de prazo de 3 anos, a 21 de dezembro de 2011 e a 29 de fevereiro de 2012, induziu uma

Gráfico 1.22

## TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO A 3 MESES - DIFERENCIAIS ENTRE OPERAÇÕES NÃO COLATERALIZADAS E COLATERALIZADAS



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

<sup>6</sup> Para mais detalhes ver “Caixa 1.2 Medidas não convencionais de política monetária na área do euro e o seu impacto nos mercados financeiros” e “Capítulo 2 Política Monetária do BCE e Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa”, deste Relatório.



redução significativa nos níveis de aversão ao risco, permitindo reduzir o risco de liquidez dos bancos e melhorar o mecanismo de transmissão da política monetária. Este efeito traduziu-se numa redução significativa da volatilidade no mercado monetário e do diferencial entre taxas de juro não colateralizadas e colateralizadas na área do euro no início de 2012 (Gráfico 1.22). No caso do Reino Unido, no entanto, o diferencial manteve-se praticamente inalterado e em níveis elevados.

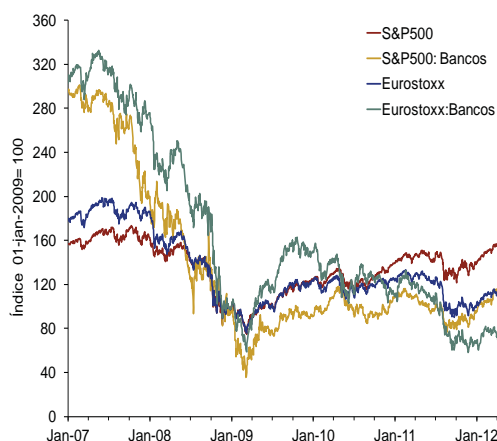
***Os mercados acionistas registaram quedas abruptas nas principais economias mundiais, especialmente na área do euro***

A evolução dos mercados acionistas em 2011 foi determinada, em larga escala, pelo desenrolar da crise da dívida soberana na área do euro e pela gradual deterioração das perspetivas para o crescimento mundial. Neste contexto, após uma primeira metade do ano em que os mercados acionistas permaneceram relativamente inalterados face ao final de 2010, o segundo semestre de 2011 veio a revelar-se extremamente desfavorável, especialmente para o setor bancário (Gráfico 1.23). Comparativamente a 2010, os preços das ações mantiveram-se praticamente inalterados nos EUA, mas caíram cerca de 18 por cento na área do euro, 17 por cento no Japão e 6 por cento no Reino Unido. O setor bancário, como referido anteriormente, foi afetado de forma mais significativa, com as quedas mais marcadas a acontecerem na área do euro (cerca de 38 por cento, após uma diminuição de 27 por cento em 2010). Em meados de abril de 2012, a generalidade dos mercados acionistas nas economias avançadas recuperava das perdas registadas em 2011, mas apenas parcialmente e com exceção do setor bancário europeu que continuava a ser penalizado pela incerteza em torno da crise da dívida soberana na área do euro.

As economias de mercados emergentes também não ficaram imunes à escalada da turbulência financeira, com o índice compósito *MSCI* a registar perdas de cerca de 15 por cento nos preços das ações em 2011. As duas maiores economias, China e Índia, registaram quedas superiores a 20 por cento nos mercados acionistas. Nos primeiros meses de 2012, a redução dos níveis de aversão ao risco, conjugada com um incremento no sentimento por parte dos investidores internacionais, também favoreceu os mercados acionistas nas economias de mercado emergentes. Em meados de abril de 2012, o índice compósito *MSCI* recuperava quase na totalidade das perdas registadas em 2011.

**Gráfico 1.23**

**ÍNDICES ACIONISTAS NOS EUA E NA ÁREA DO EURO**



Fonte: Thomson Reuters.

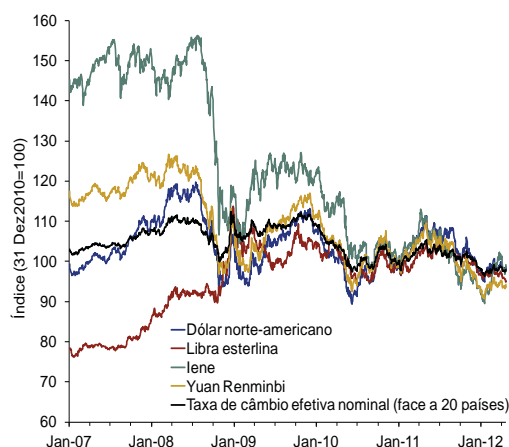
### ***A crise da dívida soberana transmitiu-se aos mercados cambiais, traduzindo-se numa depreciação do euro em termos nominais efetivos***

O euro foi contagiado pela turbulência financeira associada às preocupações dos investidores internacionais sobre as perspetivas pouco favoráveis de crescimento económico e sobre as fragilidades das finanças públicas em alguns países da área do euro. Podem ser distinguidas duas grandes fases em relação ao perfil temporal do euro ao longo de 2011. A primeira fase decorreu até abril de 2011, período durante o qual o euro apreciou em cerca de 5 por cento em termos nominais efetivos. Esta evolução traduziu apreciações significativas de mais de 11 por cento contra o dólar norte-americano e o iene, e de mais de 9 por cento face ao renminbi (Gráfico 1.24). Por outro lado, no mesmo período, o euro depreciou face à maioria das moedas dos países da Europa Central e de Leste, destacando-se o forint húngaro e a coroa checa (depreciações de cerca de 5 e 3 por cento, respetivamente). A intensificação das tensões em torno da crise da dívida soberana na área do euro, porém, começou a penalizar o euro a partir de abril, perdurando sensivelmente até ao final de dezembro de 2011, apesar de em outubro se ter registado uma apreciação temporária. Esta fase, caracterizada por níveis elevados de aversão ao risco, traduziu-se num movimento de procura de ativos de refúgio por parte dos investidores, privilegiando os títulos denominados em dólares norte-americanos, ienes, libras esterlinas e francos suíços.

Neste contexto, o euro depreciou 2.1 por cento em termos nominais efetivos entre o final de 2010 e o final de 2011, após ter depreciado 8.2 por cento no ano anterior. Em termos bilaterais, esta evolução correspondeu a depreciações de 3.2, 3.0, 7.8 e 7.5 por cento face ao dólar norte-americano, à libra esterlina, ao renminbi e ao iene, respetivamente. Por outro lado, o euro registou apreciações expressivas face às moedas dos países da Europa Central e de Leste, destacando-se apreciações de 13 e 12 por cento face ao forint húngaro e ao zloty polaco, respetivamente. Até meados de abril de 2012, o euro manteve-se praticamente inalterado em termos nominais efetivos. Neste período, o euro apreciou, em termos bilaterais, cerca de 2 por cento face ao dólar norte-americano e ao renminbi e 7.6 por cento face ao iene, tendo depreciado respetivamente 2.0 e 1.1 por cento face à libra esterlina e ao franco suíço, e cerca de 6 por cento face ao forint húngaro e ao zloty polaco.

**Gráfico 1.24**

#### **TAXAS DE CÂMBIO DO EURO**



Fonte: BCE.

## CAIXA 1.1 | DESENVOLVIMENTOS NA GOVERNAÇÃO ECONÓMICA DA UE: SUPERVISÃO DOS DESEQUILÍBRIOS MACROECONÓMICOS

Uma das principais lições a retirar da crise económica e financeira é que o acumular de desequilíbrios macroeconómicos excessivos, tais como elevados défices externos, perdas sustentadas de competitividade e o aumento acentuado do nível de endividamento público e privado afetam não só o bem-estar dos países em questão, mas são igualmente suscetíveis de comprometer o bom funcionamento de uma união económica e monetária. A acumulação de tais desequilíbrios macroeconómicos no seio da União Europeia (UE) ao longo da última década veio evidenciar a necessidade de uma coordenação mais ampla e intensa das políticas económicas a nível europeu para detetar, prevenir e corrigir este tipo de situações e assegurar uma melhor aplicação das recomendações ao nível nacional. Neste contexto, assistiu-se a mudanças importantes no quadro de governação económica da UE nos últimos dois anos, incluindo um reforço dos procedimentos já existentes, a introdução de novos instrumentos de supervisão macroeconómica e a implementação de um novo ciclo de coordenação das políticas económica, orçamental e estruturais – o Semestre Europeu – durante o qual são discutidas e analisadas as prioridades económicas da UE e dos Estados-Membros<sup>1</sup>.

O elemento central da resposta da UE às fragilidades de governação económica expostas pela crise consiste num pacote legislativo constituído por cinco regulamentos e uma diretiva que entraram em vigor a 13 de dezembro de 2011. Este conjunto de novas regras inclui um reforço significativo das vertentes preventiva e corretiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC)<sup>2</sup> e introduz um novo mecanismo de supervisão dos desequilíbrios macroeconómicos, o Procedimento de Desequilíbrios Macroeconómicos (PDM). O principal objetivo deste novo procedimento é o de detetar precocemente desequilíbrios macroeconómicos, com uma especial ênfase nos riscos associados à sua acumulação e na evolução da competitividade externa, em particular na área do euro. Adicionalmente, no caso de desequilíbrios já existentes, o PDM visa também contribuir para a sua correção através da aplicação de políticas económicas ou estruturais adequadas pelos Estados-Membros<sup>3</sup>. O procedimento é semelhante ao do PEC, na medida em que inclui uma vertente preventiva e corretiva.

### A vertente preventiva

Dada a ênfase colocada na deteção precoce dos desequilíbrios, a vertente preventiva do novo procedimento de supervisão inclui um mecanismo de alerta que constitui o ponto de partida da avaliação anual dos riscos de desequilíbrios macroeconómicos e de competitividade divulgada pela Comissão Europeia

<sup>1</sup> Este novo ciclo corresponde aos primeiros seis meses do ano e inicia-se com a apresentação da análise anual do crescimento e dos desequilíbrios macroeconómicos elaborada pela Comissão Europeia. Estas análises constituem a base da discussão dos principais desafios enfrentados pela UE no Conselho Europeu de março, no qual se definem as prioridades em matéria de política económica da UE e dos Estados-Membros. Estas últimas deverão ser refletidas nos Programas de Estabilidade ou Convergência e nos Programas Nacionais de Reforma apresentados pelos Estados-Membros em abril/maio. Em junho, a Comissão avalia estes programas e, se for caso disso, formula recomendações específicas por país que serão posteriormente discutidas e adotadas no Conselho Europeu no início de julho, que marca o final do semestre europeu.

<sup>2</sup> Em dezembro, os Chefes de Estado ou Governo da área do euro acordaram um novo pacto orçamental que foi assinado por todos os Estados-Membros da UE (com exceção do Reino Unido e da República Checa) no Conselho Europeu de 1 de março, como parte do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação. Para mais detalhes ver “Caixa 3.3 Desenvolvidos no quadro de supervisão orçamental da União Europeia”, deste Relatório.

<sup>3</sup> O PDM assenta em dois atos legislativos, os Regulamentos (UE) nº 1176/2011 e 1174/2011 de 16 de novembro de 2011. O primeiro estabelece os detalhes do novo procedimento de supervisão e abrange todos os países da UE. O segundo regulamento diz respeito às medidas de execução destinadas à correção de desequilíbrios macroeconómicos excessivos nos países da área do euro, incluindo a aplicação de sanções.

no seu Relatório do Mecanismo de Alerta. Este mecanismo tem por base um painel de 10 indicadores económicos representativos de desequilíbrios internos e externos, de natureza simples, mensurável e disponíveis com um desfasamento relativamente curto (Quadro 1)<sup>4</sup>. Considera-se que existe um potencial desequilíbrio quando determinados limiares previamente definidos são ultrapassados. No entanto, a avaliação reportada no Relatório do Mecanismo de Alerta vai para além da mera interpretação mecânica dos indicadores do painel. Os países são avaliados pelo número de indicadores que excedem os respetivos limiares, pela sua combinação e evolução ao longo do tempo, pela magnitude do desvio, bem como pela evolução de um conjunto de indicadores mais alargado.

### Quadro 1

#### PAINEL DE INDICADORES DO MECANISMO DE ALERTA

Indicador	Medida	Limiar
<b><i>Desequilíbrios externos e competitividade</i></b>		
Saldo da balança corrente	Média dos últimos 3 anos (% do PIB)	+6% e -4%
Posição de investimento internacional	Percentagem do PIB	-35%
Quotas de mercado (mundial) das exportações	Taxa de variação (5 anos)	-6%
Taxa de câmbio efetiva real <sup>(a)</sup>	Taxa de variação (3 anos)	± 5% países da área do euro ± 11% países fora da área do euro
Custos unitários de trabalho <sup>(a)</sup>	Taxa de variação (3 anos)	
		+9% países da área do euro +12% países fora da área do euro
<b><i>Desequilíbrios internos</i></b>		
Preços de habitação deflacionados pelos preços no consumidor	Taxa de variação homóloga	6%
Dívida do setor privado	Percentagem do PIB	160%
Fluxos de crédito ao setor privado	Percentagem do PIB	15%
Dívida pública	Percentagem do PIB	60%
Taxa de desemprego	Média dos últimos 3 anos	10%

**Fonte:** Comissão Europeia.

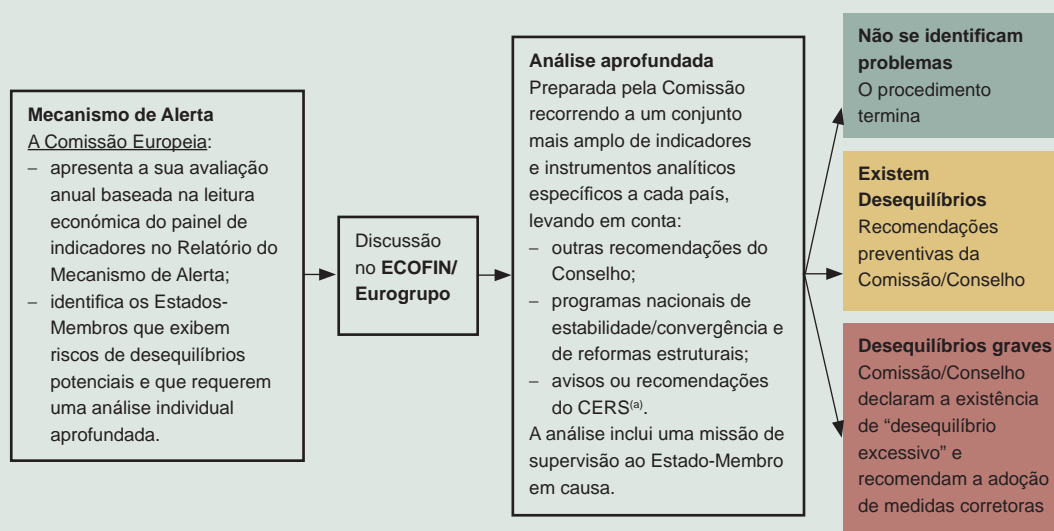
**Nota: (a)** O limiar é mais estreito para os países da área do euro devido a um maior risco de ocorrência de efeitos de contágio.

Com base na avaliação reportada no Relatório do Mecanismo de Alerta, a Comissão Europeia identifica os Estados-Membros que devem ser objeto de uma análise mais exaustiva que determine a origem dos desequilíbrios detetados, recorrendo a um conjunto mais amplo de dados e instrumentos analíticos de carácter específico para cada país. Saliente-se que a decisão de proceder a uma análise individual aprofundada não tem necessariamente de dar origem a recomendações por parte da Comissão Europeia. Caso se conclua pela não existência de desequilíbrios, o PDM termina neste ponto (Gráfico 1). Na eventualidade de serem detetados riscos significativos de surgimento de desequilíbrios ou desequilíbrios macroeconómicos já existentes, a Comissão Europeia poderá optar por fazer um conjunto de recomendações no sentido da sua prevenção/correção. Estas recomendações estão sincronizadas com o Semestre Europeu. Nos casos considerados graves, nomeadamente quando os desequilíbrios identificados comprometem ou podem vir a comprometer o bom funcionamento da união económica e monetária, a Comissão recomenda que se declare o Estado-Membro em situação de “desequilíbrio excessivo”, colocando esse país no âmbito da vertente corretiva do PDM.

<sup>4</sup> Note-se que o conjunto de indicadores utilizado pode variar ao longo do tempo. Para uma descrição detalhada dos indicadores usados atualmente e das razões subjacentes à sua escolha ver “Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances”, Occasional Paper 92, Comissão Europeia, fevereiro de 2012.

Gráfico 1

O PROCEDIMENTO DE DESEQUILÍBRIOS MACROECONÓMICOS (PDM)



**Fontes:** Comissão Europeia e Banco de Portugal.

**Nota:** (a) Comité Europeu do Risco Sistémico.

### A vertente corretiva

Os países em situação de “desequilíbrio excessivo” terão que apresentar um plano onde deverão ser especificadas as diferentes medidas de correção a implementar, bem como o respetivo calendário de aplicação, que é posteriormente avaliado pela Comissão e pelo Conselho<sup>5</sup>. Caso o plano seja avaliado como adequado, é de seguida estabelecido um calendário de supervisão para o mesmo<sup>6</sup>. Durante esta fase, os países estão sujeitos a obrigações de reporte acrescidas sobre os progressos alcançados na correção dos desequilíbrios existentes, os quais serão pormenorizadamente escrutinados pela Comissão Europeia. Se esta entender que determinado país não está a cumprir o plano acordado serão fixados novos prazos de implementação das medidas. Se esse país pertencer à área do euro, será igualmente imposta a constituição de um depósito com juros no montante de 0.1 por cento do PIB do ano precedente. Este depósito poderá ser convertido numa multa, se os países entrarem em incumprimento uma segunda vez<sup>7</sup>. O procedimento termina quando o Conselho, por recomendação da Comissão, considerar que o Estado-Membro em causa já não apresenta a situação de desequilíbrio excessivo.

<sup>5</sup> A vertente corretiva do PDM assenta no Regulamento (UE) n° 1174/2011 de 16 de novembro de 2011, em linha com o artigo 121 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia.

<sup>6</sup> Caso contrário, o país terá de apresentar um novo plano de ação no prazo de dois meses.

<sup>7</sup> Este tipo de multa pode também ser aplicado se determinado país da área do euro não apresentar um plano de medidas de correção pela segunda vez consecutiva. De acordo com os regulamentos que entraram em vigor em dezembro de 2011, as sanções impostas ao abrigo do PDM e do PEC são decididas com base no princípio da maioria invertida (i.e., são aprovadas exceto se a maioria dos Estados-Membros votarem contra), o que torna este tipo de decisões semiautomática.

## O primeiro Relatório do Mecanismo de Alerta

Em 14 de fevereiro de 2012, a Comissão Europeia apresentou o Relatório do Mecanismo de Alerta pela primeira vez<sup>8</sup>. Com base na leitura económica do painel de indicadores para 2010 (o último ano completo disponível)<sup>9</sup>, a Comissão considerou que 12 dos 23 Estados-Membros analisados apresentavam potenciais riscos de desequilíbrios macroeconómicos e necessitavam de uma investigação mais aprofundada<sup>10</sup>. Sete destes países pertencem à área do euro e incluem três das suas maiores economias, nomeadamente a França, a Itália e a Espanha (os restantes países são a Bélgica, Chipre, a Eslovénia e a Finlândia). Os países identificados exibem diferentes riscos e enfrentam desafios diversos. Alguns países necessitam de corrigir os desequilíbrios acumulados ao nível interno e externo através da redução dos elevados níveis de endividamento e do aumento da competitividade externa, de forma a estimular as exportações e melhorar as perspetivas de crescimento económico. Outros apresentam tensões em alguns mercados, em particular no setor da habitação, e um crescimento excessivo do endividamento privado.

A primeira implementação do PDM ocorre numa conjuntura particularmente atípica, dominada pela turbulência associada à crise da dívida soberana na área do euro. Por outro lado, a contração acentuada da atividade económica durante a crise traduziu-se em ajustamentos macroeconómicos significativos num grande número de países, em particular naqueles que apresentavam défices externos e níveis de endividamento elevados. Ajustamentos que estão, na sua maioria, ainda a decorrer. Neste contexto, a Comissão Europeia avalia os riscos de surgimento de desequilíbrios com origem no lado da procura como relativamente baixos, embora reconheça que poderão surgir novas pressões quando o ritmo de crescimento económico aumentar.

**8** O relatório completo está disponível em [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/documents/](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/).

**9** Estes indicadores estão disponíveis numa seção específica do sítio do Eurostat ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/excessive\\_imbalance\\_procedure/imbalance\\_scoreboard](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/excessive_imbalance_procedure/imbalance_scoreboard)) e são atualizados à medida que é divulgada nova informação.

**10** A Grécia, Irlanda, Portugal e Roménia foram excluídos da análise, uma vez que se encontram já sob uma apertada supervisão macroeconómica no âmbito dos respetivos programas de assistência financeira da UE e do FMI.

## CAIXA 1.2 | MEDIDAS NÃO CONVENCIONAIS DE POLÍTICA MONETÁRIA NA ÁREA DO EURO E O SEU IMPACTO NOS MERCADOS FINANCEIROS

Desde o início da crise financeira em 2007 e em especial após a falência do banco de investimento Lehman Brothers em setembro de 2008, os bancos centrais expandiram o seu grau de intervenção de política monetária, tanto com objetivos de estabilização dos mercados financeiros como de estímulo à economia. O Eurosistema desde então expandiu a provisão de liquidez ao sistema bancário da área do euro, estabeleceu e depois generalizou o procedimento de leilão de taxa fixa com satisfação total da procura para as operações de refinanciamento e iniciou um programa de compra de obrigações hipotecárias. Com o enfoque das tensões sobre os mercados de dívida soberana na área do euro, o Eurosistema estabeleceu em 2010 um programa de compra de títulos de dívida pública, cujo efeito seria esterilizado com operações semanais, de modo a restabelecer o mecanismo de transmissão de política monetária.

Na sequência da intensificação das tensões nos mercados financeiros no final de 2011, o Conselho do BCE decidiu na reunião de dezembro a implementação de mais medidas não convencionais de política monetária. As medidas destinaram-se a assegurar a liquidez do setor bancário e a fomentar o funcionamento do mercado monetário da área do euro, de modo a apoiar a oferta de crédito às famílias e empresas não financeiras da área do euro. Foram quatro as principais medidas tomadas:

- a realização de duas operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA), com maturidade de 3 anos e com opção de reembolso antecipado ao fim de um ano;
- o alargamento do colateral elegível através i) da redução do limite de notação para alguns instrumentos de dívida titularizados (*asset-backed securities* – ABS)<sup>1</sup> e ii) da permissão, como solução temporária, para os bancos centrais nacionais aceitarem, como garantia, direitos de crédito de boa cobrança adicionais (por exemplo, empréstimos bancários) que cumpram critérios de elegibilidade específicos<sup>2</sup>;
- a redução do rácio de reservas mínimas de 2 para 1 por cento<sup>3</sup>;
- a descontinuação das operações ocasionais de regularização realizadas no último dia de cada período de manutenção de reservas<sup>4</sup>.

Estas medidas sucederam ao conjunto de medidas expansionistas tomadas desde o verão de 2011, entre as quais se incluíram a manutenção do procedimento de leilão de taxa fixa com satisfação total da procura em todas as operações de refinanciamento até, pelo menos, meados de 2012, a provisão de liquidez em dólares norte-americanos, a criação de um novo programa de compra de *covered bonds* (obrigações hipotecárias e obrigações sobre o setor público) (*Covered Bond Purchase Programme* – CBPP2) e uma ação concertada entre vários bancos centrais para promover o fornecimento de liquidez ao sistema financeiro global.

No dia 21 de dezembro, o BCE conduziu a primeira ORPA com maturidade de 3 anos. Participaram nesta operação 523 instituições que receberam 489.2 mil milhões de euros, acima do que era previsto pelo mercado. A segunda operação, realizada já a 29 de fevereiro de 2012, envolveu 800 instituições participantes que obtiveram 529.5 mil milhões de euros, novamente acima do que era esperado (Gráfico 1). Ambas as operações foram conduzidas através de leilões de taxa fixa com satisfação total da procura, sendo a respetiva taxa igual à média das taxas de referência para as operações principais de refinanciamento durante o prazo da operação correspondente.

As medidas não convencionais de política monetária tomadas em dezembro foram bem sucedidas em

<sup>1</sup> Em julho de 2011, o BCE suspendeu o limite mínimo de notação do requisito de elegibilidade de colateral para instrumentos de dívida transacionáveis emitidos ou garantidos pelo governo português.

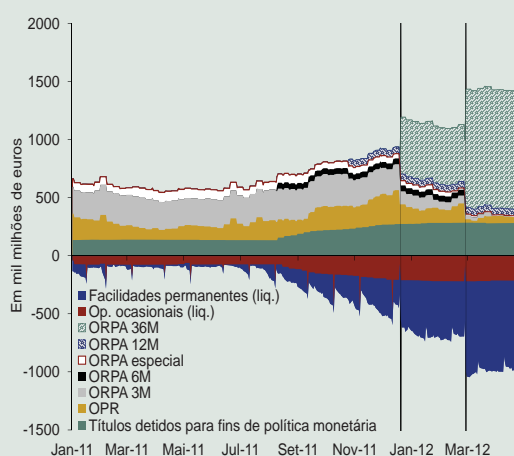
<sup>2</sup> Estas duas medidas entrariam em vigor logo após a publicação dos respetivos atos jurídicos.

<sup>3</sup> A partir do período de manutenção de reservas com início a 18 de janeiro de 2012.

<sup>4</sup> A partir do período de manutenção de reservas com início a 14 de dezembro de 2011.

Gráfico 1

## SALDOS VIVOS DAS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA

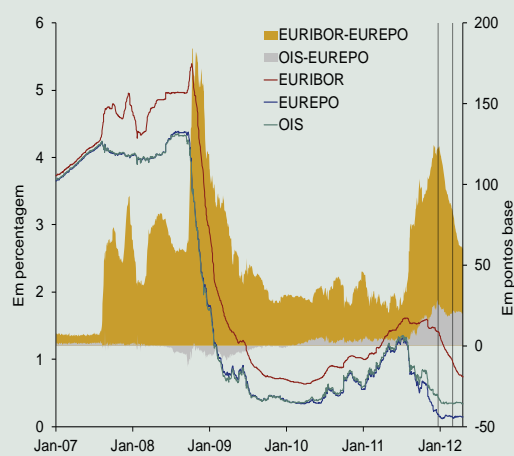


Fonte: BCE.

Nota: As barras verticais representam as duas operações a 3 anos.

Gráfico 2

## TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO A 3 MESES



Fonte: Thomson Reuters.

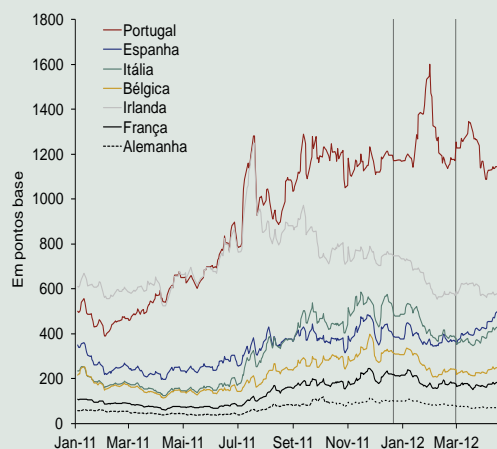
Nota: As barras verticais representam as duas operações a 3 anos.

conter a escalada das tensões nos mercados financeiros internacionais e evitar uma crise sistémica. Em particular, estas operações demonstraram o empenho e a capacidade do Eurosistema em tomar as medidas necessárias para evitar uma crise bancária na área do euro. Imediatamente após as operações, em especial a primeira, os participantes do mercado monetário da área do euro reportaram uma melhoria significativa nas condições de liquidez, com alguma atividade a re-emergir especialmente nos prazos mais curtos, apesar de as instituições dos países mais vulneráveis permanecerem sujeitas a maiores restrições de participação no mercado. Os diferenciais do mercado monetário, que vinham a atingir níveis próximos dos registados no final de 2008, estabilizaram após o anúncio das medidas e começaram a descer após a primeira operação de 3 anos e passado o efeito de final de ano (Gráfico 2). No final de abril de 2012, o diferencial entre as taxas de juro sem garantia e as taxas de juro das operações colateralizadas para o prazo de 3 meses situava-se em torno de 60 pontos base, metade do nível registado em dezembro. Este diferencial corresponde a uma taxa EURIBOR a 3 meses de 0.74 por cento, o valor mais baixo desde junho de 2010.

Os mercados de dívida pública também reagiram de modo positivo à injeção de liquidez por um prazo longo pelo Eurosistema. A generalidade dos diferenciais das taxas de rendibilidade a 10 anos face à Alemanha estabilizaram ou desceram ligeiramente no início de 2012, num quadro em que as instituições bancárias de alguns países, com destaque para a Espanha e a Itália, aumentaram a detenção de dívida pública nacional (Gráfico 1.16 do texto principal). O prémio de risco de crédito implícito nos CDS *spreads* de dívida soberana apresentou uma evolução semelhante (Gráfico 3). No entanto, a partir de meados de março de 2012 houve um renovar das tensões nos mercados da dívida soberana, centrado sobretudo sobre a capacidade de Espanha e Itália cumprirem os seus objetivos para as contas públicas num quadro de fraco crescimento económico. Esta situação veio sublinhar que os problemas da área do euro que levaram à crise das dívidas soberanas continuam a necessitar de respostas estruturais, enquanto as medidas não convencionais tomadas pelo Eurosistema consistem em medidas temporárias com o objetivo, por um lado, de assegurar o pleno funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária e, por outro, de limitar o aumento excessivo do risco e evitar uma crise sistémica.

O objetivo indireto da intervenção do Eurosistema é garantir a oferta de crédito ao setor privado, uma vez que as instituições de crédito encontravam-se com dificuldades de financiamento dado o aumento da aversão ao risco e o elevado risco de liquidez. De facto, no final de 2011, os dados do BCE sobre os empréstimos bancários às famílias e às empresas apontam para uma queda significativa no ritmo de



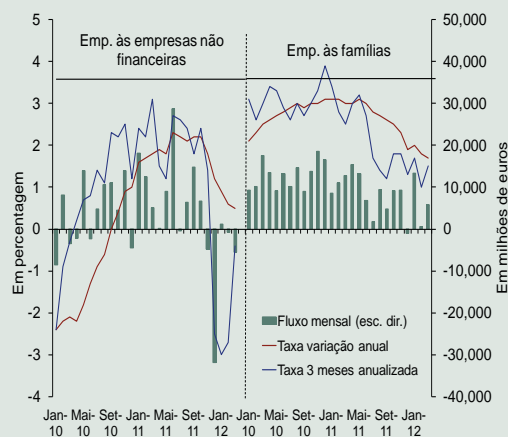
**Gráfico 3****CDS SPREADS A 5 ANOS DE DÍVIDA SOBERANA**

**Fonte:** Thomson Reuters.

**Nota:** As barras verticais representam as duas operações a 3 anos.

concessão de empréstimos (Gráfico 4). Nos primeiros meses de 2012, os fluxos mensais do crédito não mantiveram as quedas registadas em dezembro, apesar do crescimento dos empréstimos se manter em níveis bastante reduzidos. Não obstante, importa sublinhar dois fatores na avaliação da eficácia das medidas não convencionais sobre o crescimento dos empréstimos bancários. Em primeiro lugar, há um desfasamento temporal entre as injeções de liquidez no mercado primário e os seus efeitos na concessão de empréstimos. Em segundo lugar, é difícil avaliar qual seria a extensão das tensões nos mercados sobre o crédito ao setor privado não financeiro caso o Eurosistema não tivesse intervindo para limitar o risco de liquidez.

Em conclusão, a intervenção do Eurosistema no final de 2011 terá sido globalmente bem sucedida ao limitar o adensar das tensões nos mercados, em especial sobre o risco de liquidez, e ao conceder margem de manobra aos governos nacionais para a definição de políticas estruturais e institucionais que contribuam para a resolução da crise de dívida soberana na área do euro.

**Gráfico 4****CRESCIMENTO DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS NA ÁREA DO EURO**

**Fonte:** BCE.



## 2. POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE E CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

### 2.1 Política monetária do BCE

***A política monetária do BCE manteve-se acomodatória durante 2011, num contexto de elevada instabilidade nos mercados financeiros associada à crise da dívida soberana na área do euro***

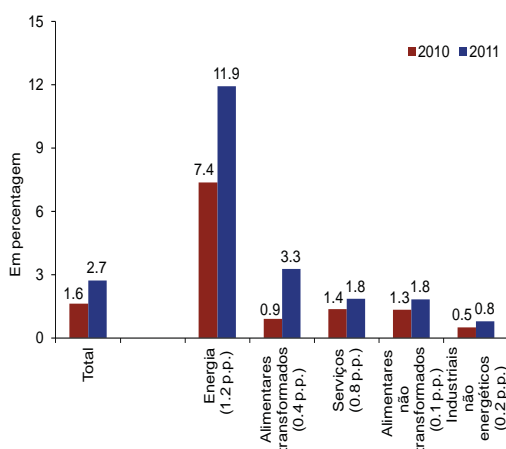
O Conselho do BCE manteve a política monetária globalmente acomodatória durante o ano de 2011. O Conselho do BCE procedeu a duas subidas das taxas de juro oficiais em 25 pontos base cada, em abril e julho de 2011. Após a reunião de julho, a taxa de juro das operações principais de refinanciamento situou-se em 1.5 por cento e as taxas de facilidade permanente de depósito e de cedência marginal em 0.75 e 2.25 por cento, respetivamente. Estas subidas foram consideradas pelo Conselho como fundamentais para assegurar a estabilidade de preços na área do euro e garantir que a evolução dos preços não originasse pressões inflacionistas generalizadas no médio prazo. Com a deterioração da situação económica, num contexto de tensões crescentes nos mercados financeiros associadas ao recrudescimento da crise da dívida soberana na área do euro após o verão e, de perspetivas mais benignas para a inflação, o Conselho do BCE decidiu reverter os movimentos anteriores de subida nas taxas de juro em novembro e dezembro. O período após o verão foi também caracterizado pela adoção de medidas não convencionais de política monetária adicionais muito significativas, que procuraram *inter alia* estabilizar os mercados financeiros de modo a repor o normal funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária.

A taxa de inflação anual, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), manteve-se em níveis elevados ao longo do ano, sempre acima de 2 por cento, sobretudo impulsionada pelo aumento dos preços dos bens energéticos e alimentares. Tomando o ano de 2011 como um todo, a taxa de variação média do IHPC situou-se em 2.7 por cento, que compara com 1.6 por cento em 2010. Para esta evolução destacou-se a contribuição dos bens energéticos, que cresceram quase 12 por cento em 2011, face a 7.4 por cento no anterior, e dos serviços (taxa de variação de 1.8 por cento, após 1.4 por cento em 2010) (Gráfico 2.1.1). Os bens alimentares transformados contribuíram com 0.4 pontos percentuais (p.p.) para a taxa de inflação (taxa de variação de 3.3 por cento, face a 0.9 por cento em 2010).

***O Conselho do BCE procedeu a ajustamentos na orientação muito acomodatória da política monetária até julho de 2011***

A persistência de riscos ascendentes para a estabilidade de preços, derivados sobretudo dos aumentos continuados dos preços das matérias-primas e dos aumentos de impostos indiretos e preços administrados no âmbito dos processos de consolidação orçamental de alguns países, conduziu ao ajustamento da orientação muito acomodatória da política monetária. O Conselho do BCE decidiu aumentar as taxas de juro oficiais em dois passos, em abril e julho de 2011, no total de 50 pontos base, fixando-se a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento em 1.5 por cento e as taxas da facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez em 0.75 e 2.25 por cento, respetivamente (Gráfico 2.1.2). Estas alterações surgiram após quase dois anos de manutenção das taxas de juro oficiais em níveis historicamente baixos. De acordo com o Conselho, a subida das taxas de juro contribuía para que as expectativas de inflação na área do euro se mantivessem ancoradas em níveis compatíveis com a

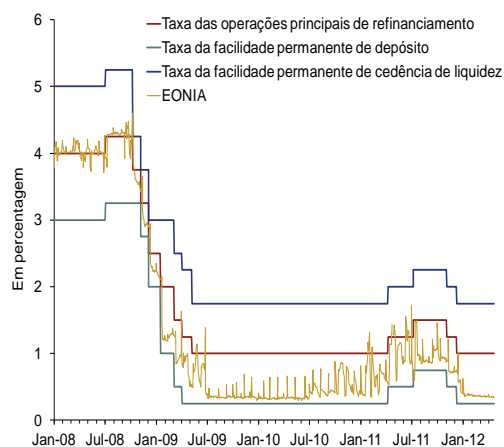
Gráfico 2.1.1

INFLAÇÃO NA ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIAÇÃO  
MÉDIA ANUAL

Fonte: Eurostat.

Nota: Entre parênteses, reporta-se o contributo em pontos percentuais de cada rubrica para o total da inflação em 2011.

Gráfico 2.1.2

ÁREA DO EURO - TAXAS DE JURO OFICIAIS DO  
BCE E EONIA

Fonte: BCE.

definição de estabilidade de preços, o que era fundamental para assegurar que o aumento da inflação não se traduzia em efeitos de segunda ordem e pressões inflacionistas no médio prazo. Mesmo após estas decisões, as taxas de juro permaneceram baixas em todo o espectro de prazos, pelo que a orientação da política monetária se manteve acomodatória, continuando a proporcionar um apoio considerável à atividade económica e à criação de emprego.

A informação relativa à evolução dos preços e da atividade económica no primeiro semestre corroborou a avaliação do Conselho sobre a necessidade de um ajustamento da orientação muito acomodatória da política monetária. O primeiro trimestre de 2011 foi marcado por um crescimento dinâmico da atividade económica na área do euro (variação em cadeia do PIB de 0.7 por cento). Neste contexto, o Conselho do BCE reviu em alta as suas previsões para o crescimento do PIB na área do euro em março e em junho. As previsões apontavam para o prosseguimento da recuperação da economia, com a substituição gradual das exportações pela procura interna como principal impulsionador do crescimento. De acordo com as previsões de junho, o PIB real na área do euro, em termos médios anuais, deveria crescer entre 1.5 e 2.3 por cento em 2011 e entre 0.6 e 2.8 por cento em 2012. Em relação às perspetivas para a inflação, os aumentos inesperados nos preços dos bens energéticos e alimentares ao longo do primeiro semestre determinaram uma revisão em alta. De acordo com as previsões de junho, a inflação média anual deveria situar-se entre 2.5 e 2.7 por cento em 2011 e diminuir para um intervalo entre 1.1 e 2.3 por cento em 2012. O Conselho considerava que os riscos para a inflação no médio prazo se tinham intensificado em alta.

**A intensificação da crise da dívida soberana a partir de agosto de 2011 levou o Conselho do BCE a adotar diversas medidas não convencionais adicionais e, no final do ano, a reduzir as taxas de juro oficiais**

A partir do verão de 2011, o sentimento de mercado deteriorou-se substancialmente devido aos receios quanto à sustentabilidade das finanças públicas em alguns países da área do euro e à desaceleração da economia mundial. Outro fator que desempenhou um papel relevante no ressurgimento dos níveis de aversão ao risco diz respeito à incerteza crescente dos investidores internacionais em relação à forma

e aos meios de implementar o alargamento dos mecanismos de estabilidade financeira de apoio aos países da área do euro mais afetados pela crise. Neste contexto, a turbulência nos mercados financeiros intensificou-se, levando o Conselho do BCE a adotar um conjunto de medidas não convencionais de política monetária adicionais a partir de agosto de 2011.

Na reunião de agosto, o Conselho do BCE decidiu continuar a fornecer liquidez ao sistema bancário da área do euro nos moldes vigentes até então. Essas modalidades passavam por manter os procedimentos de leilão de taxa fixa com satisfação total da procura durante o tempo necessário e pelo menos até ao início de 2012. Foi ainda decidido realizar uma operação de prazo alargado de 6 meses, conduzida igualmente como um leilão de taxa fixa e satisfação total da procura. Adicionalmente, o Conselho do BCE anunciou que iria implementar de modo ativo o programa de compra de títulos de dívida (*Securities Markets Programme - SMP*). Este programa foi criado em maio de 2010 com o objetivo de restaurar a liquidez nos mercados disfuncionais de títulos de dívida e de regularizar o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária. As características do *SMP* mantiveram-se, na medida em que as compras se limitavam aos mercados secundários de dívida soberana, sendo completamente esterilizadas através de operações reversíveis de absorção de liquidez.

Em setembro, na sequência de pressões sobre o financiamento em dólares norte-americanos do sistema bancário europeu, o Conselho do BCE decidiu, em coordenação com outros grandes bancos centrais, conduzir três operações de cedência de liquidez em dólares com maturidade de três meses. Adicionalmente, no final de novembro, o Conselho anunciou uma ação coordenada com outros grandes bancos centrais tendo em vista aumentar a capacidade de fornecer liquidez ao sistema financeiro global. Esta ação passava por continuar a realizar swaps de cedência de liquidez em dólares a preços mais reduzidos (redução de 50 pontos base). Estas operações visaram diminuir as tensões nos mercados financeiros, mitigando, assim, os efeitos negativos sobre a concessão de crédito às famílias e empresas.

Na reunião de outubro, confrontado com o recrudescimento das tensões em torno da crise da dívida soberana na área do euro, o Conselho do BCE decidiu expandir as medidas não convencionais de política monetária. Em primeiro lugar, o Conselho decidiu conduzir duas operações suplementares de prazo alargado, com maturidades de 12 e 13 meses. Estas operações, assim como todas as operações de refinanciamento previstas até ao fim da primeira metade de 2012, deveriam ser conduzidas como leilões de taxa fixa com satisfação total da procura. Em segundo lugar, o Conselho decidiu lançar um novo programa de compra de *covered bonds* (obrigações hipotecárias e obrigações sobre o setor público), denominado CBPP2, a iniciar em novembro de 2011 e a terminar em outubro de 2012. O montante de compras poderia ascender a 40 mil milhões de euros, podendo ser realizado nos mercados primários e secundários.

Em novembro, a crise da dívida soberana na área do euro entrou numa nova fase, em que as pressões de contágio aumentaram significativamente, com os investidores internacionais a centrarem também a sua atenção nos mercados de dívida de países com notações de crédito de notação máxima, considerados até então como estando imunes à crise. Este facto, num cenário de deterioração de perspetivas para a atividade económica e de redução da inflação na área do euro, levou o Conselho do BCE a decidir reverter os movimentos anteriores de subida de taxa de juro em novembro e dezembro. Na reunião de dezembro, a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento fixou-se em 1 por cento e as taxas da facilidade permanente de absorção e de cedência de liquidez em 0.25 e 1.75 por cento, respetivamente (Gráfico 2.1.2). As previsões publicadas em dezembro pelo Eurosistema apontavam para um crescimento económico na área do euro em 2012 substancialmente inferior ao projetado em setembro. A revisão refletiu sobretudo o impacto, na procura interna, do enfraquecimento da confiança e do agravamento das condições de financiamento em resultado da crise da dívida soberana, bem como revisões em baixa da procura externa. Adicionalmente, as perspetivas para a atividade económica permaneciam sujeitas a uma incerteza elevada e a riscos descendentes substanciais. Neste enquadramento, as pressões sobre os custos, salários e preços na área do euro deveriam manter-se contidas ao longo do horizonte relevante

de política. Embora fosse provável que a inflação se mantivesse acima de 2 por cento durante os meses seguintes, as projeções do Eurosistema apontavam para uma redução para valores próximos desse limiar em 2012. Com estas decisões, o Conselho do BCE assegurava que as expectativas de inflação permaneciam ancoradas na área do euro, em conformidade com o objetivo de manter a inflação abaixo, mas próxima, de 2 por cento no médio prazo (Gráfico 2.1.3).

Em dezembro, para além da descida da taxa de juro de referência, o Conselho do BCE decidiu adotar um conjunto de novas medidas não convencionais, com o objetivo de continuar a apoiar a situação de liquidez dos bancos da área do euro (ver “Caixa 1.2 *Medidas não convencionais de política monetária na área do euro e o seu impacto nos mercados financeiros*” deste Relatório). Em primeiro lugar, foram anunciadas duas novas operações de refinanciamento de prazo alargado a taxa fixa e satisfação total da procura, com maturidade de 3 anos. Em segundo lugar, o rácio de reservas mínimas foi reduzido de 2 para 1 por cento. Em terceiro lugar, procedeu-se a uma maior flexibilização nos critérios para definição do colateral elegível nas operações de refinanciamento junto do Eurosistema. Por fim, foi decidido descontinuar as operações ocasionais de regularização realizadas no último dia de cada período de manutenção de reservas. De acordo com o Conselho do BCE, este conjunto de medidas contribuiria para assegurar um acesso melhorado do setor bancário a liquidez e facilitaria o funcionamento do mercado monetário, o que deveria apoiar a concessão de crédito às famílias e às sociedades não financeiras.

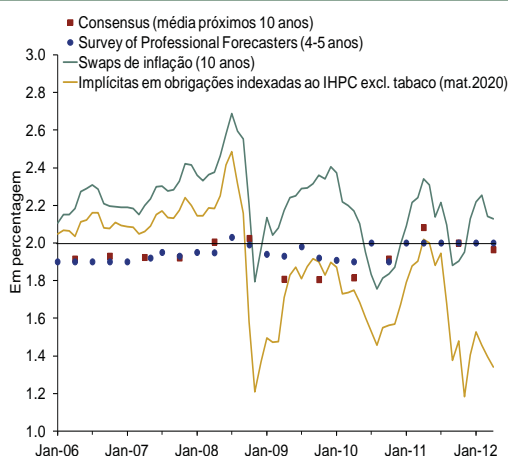
### ***O balanço do Eurosistema expandiu-se significativamente no segundo semestre do ano***

A liquidez fornecida pelo Eurosistema através de operações de política monetária manteve-se relativamente estável na primeira metade de 2011, tendo até diminuído ligeiramente (Gráfico 2.1.4). Essa tendência, no entanto, alterou-se significativamente a partir de agosto, na sequência da implementação de medidas não convencionais de política monetária adicionais por parte do BCE, como resposta à intensificação da crise da dívida soberana na área do euro. Com efeito, a procura de liquidez do sistema bancário junto do Eurosistema aumentou gradualmente a partir desse período, refletindo-se na expansão do seu balanço.

Na segunda metade do ano, enquanto o saldo das operações principais de refinanciamento se manteve praticamente inalterado, os saldos das operações de refinanciamento de prazo alargado e dos títulos detidos para fins de política monetária registaram uma expansão bastante marcada. Em relação às operações de refinanciamento de prazo alargado, destacou-se a operação com maturidade de 3 anos, realizada em 21 de dezembro, onde foram colocados 489.2 mil milhões de euros e que envolveu a parti-

**Gráfico 2.1.3**

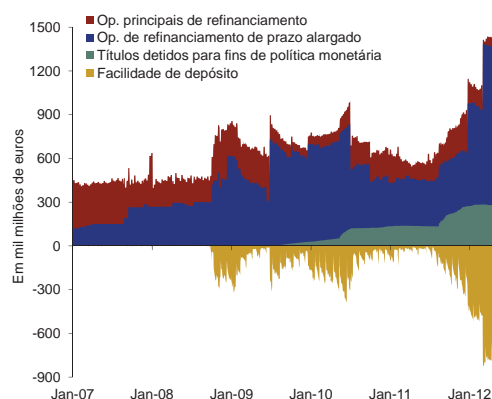
#### **ÁREA DO EURO - EXPETATIVAS DE INFLAÇÃO A LONGO PRAZO**



**Fontes:** BCE, Bloomberg, Consensus Economics, Thomson Reuters (ICAP) e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 2.1.4

SALDOS VIVOS DAS OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA



Fonte: BCE.

cipação de 523 instituições. Adicionalmente, o aumento verificado no saldo dos títulos detidos para fins de política monetária deveu-se especialmente às compras em mercado secundário de títulos de dívida soberana, na sequência da reativação do *SMP* em agosto de 2011. No ano de 2011, o total de títulos adquiridos no âmbito do *SMP* ascendeu a cerca de 145 mil milhões de euros, atingindo um saldo vivo de aproximadamente 215 mil milhões de euros no final de 2011.

No início de 2012, a procura de liquidez do sistema bancário junto do Eurosistema voltou a aumentar, associada principalmente à realização da segunda operação de refinanciamento de prazo alargado com maturidade de 3 anos, em 29 de fevereiro de 2012. Nesta segunda operação, os montantes colocados foram ligeiramente superiores aos da primeira, cifrando-se em 529.5 mil milhões de euros, envolvendo a participação de 800 instituições.

***As condições do mercado monetário da área do euro mantiveram-se afetadas pela turbulência financeira ao longo de 2011, registando alguma melhoria no início de 2012***

Em relação às condições do mercado monetário, o ano de 2011 foi caracterizado por elevados níveis de volatilidade, particularmente na segunda metade do ano em resultado do ressurgimento da turbulência financeira. Na primeira metade do ano, as condições no mercado monetário melhoraram temporariamente, registando-se uma redução ligeira do diferencial entre taxas de juro não colateralizadas e colateralizadas na área do euro. Todavia, no segundo semestre, as taxas de juro colateralizadas iniciaram uma trajetória de descida, sugerindo alguma alteração das expectativas sobre a evolução futura das taxas de juro oficiais. No mercado não colateralizado essa descida foi menos significativa, pelo que o diferencial entre as duas taxas se alargou substancialmente (Gráfico 2.1.5). Outro fator subjacente ao alargamento desse diferencial terá sido o aumento considerável do risco de liquidez e de crédito. Este facto levou os bancos a financiar-se junto do Eurosistema em detrimento do recurso ao mercado monetário, dado que num contexto de elevado risco de contraparte a liquidez era limitada. A EURIBOR a três meses situou-se em 1.4 por cento no final de 2011, face a 1 por cento no final de 2010. O diferencial entre as taxas das operações não colateralizadas e colateralizadas situava-se em 121 pontos base no final de 2011, face a cerca de 45 pontos base no final de 2010.

No início de 2012, em resultado da implementação de medidas não convencionais pelo BCE, descritas anteriormente, assistiu-se a uma redução significativa nos níveis de aversão ao risco, permitindo reduzir o risco de liquidez dos bancos e melhorar o mecanismo de transmissão da política monetária. Este efeito

traduziu-se numa redução da taxa de juro das operações não colateralizadas, induzindo uma redução significativa no diferencial entre as taxas das operações não colateralizadas e colateralizadas. Em meados de abril de 2012, o diferencial entre as taxas de juro das operações não colateralizadas e colateralizadas situava-se em 59 pontos base (redução de 62 pontos base face ao final de 2011), o que traduz níveis ainda historicamente elevados. Em paralelo, o excesso de liquidez no sistema bancário, particularmente após a condução das duas operações de refinanciamento de prazo alargado com maturidade de 3 anos, traduziu-se num aumento substancial do recurso dos bancos à facilidade de depósito junto do Eurosistema (Gráfico 2.1.4). De facto, esta facilidade atingiu sucessivos máximos históricos a partir de dezembro de 2011, o que sugere que os níveis de aversão ao risco ainda se mantêm elevados e que o funcionamento do mercado monetário ainda não está normalizado.

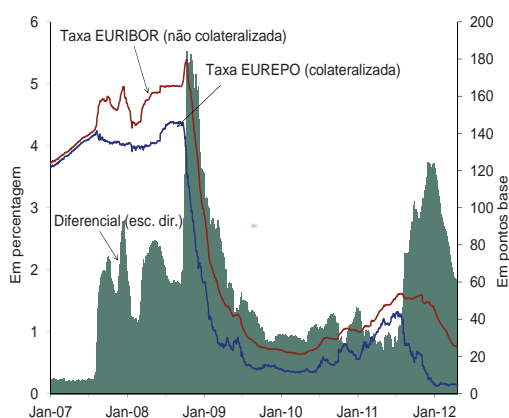
### ***A evolução dos agregados monetários e de crédito sugere que o ritmo de expansão monetária foi moderado em 2011***

Ao longo de 2011, a taxa de crescimento anual do agregado monetário M3 manteve-se em níveis moderados, situando-se em 1.5 por cento em dezembro, face a 1.7 por cento em dezembro do ano anterior. A primeira metade do ano foi caracterizada por um crescimento estável em torno de 2 por cento, refletindo, em grande medida, a recuperação da atividade económica (Gráfico 2.1.6). A intensificação da turbulência nos mercados financeiros associada à crise da dívida soberana na área do euro levou a que a expansão monetária comesse a desacelerar a partir de setembro. No início de 2012, o agregado monetário M3 começou novamente a recuperar, apresentando uma taxa de variação anual de 3.2 por cento em março.

No que se refere à evolução do M3 no primeiro semestre de 2011 destaca-se uma diminuição do contributo do crescimento do agregado monetário mais estrito, o M1, compensada por um aumento de outros depósitos de curto prazo (M2-M1). Este efeito foi explicado pelo alargamento do *spread* entre as taxas de juro pagas nos outros depósitos de curto prazo e nos depósitos à ordem. Ao longo do segundo semestre, a intensificação das tensões nos mercados financeiros induziram um movimento de grande aversão ao risco, manifestado numa maior preferência por ativos mais líquidos, o que levou a um aumento do M1 em detrimento dos instrumentos negociáveis (M3-M2).

**Gráfico 2.1.5**

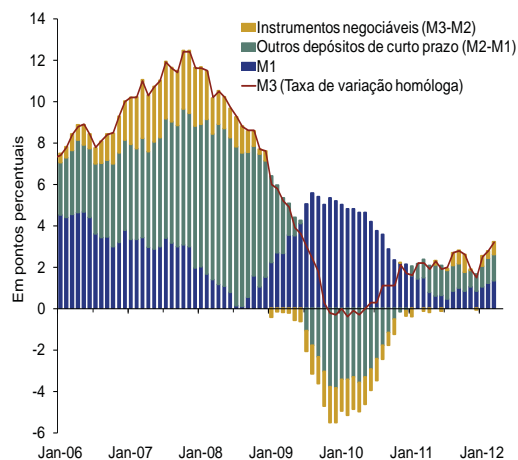
**ÁREA DO EURO - TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO A 3 MESES**



Fonte: Thomson Reuters.

**Gráfico 2.1.6**

**ÁREA DO EURO - CONTRIBUTOS PARA A VARIAÇÃO HOMÓLOGA DO AGREGADO MONETÁRIO M3**



Fonte: BCE.



Em relação às contrapartidas do M3, os empréstimos das Instituições Financeiras Monetárias (IFM) ao setor privado da área do euro também foram afetados pelo ressurgimento da turbulência financeira, principalmente a partir de outubro de 2011. Neste contexto, os empréstimos ao setor privado, após terem apresentado taxas de variação anuais em torno de 2.8 por cento até ao final de outubro (valores ajustados de vendas de créditos e operações de titularização), registaram uma desaceleração acentuada no final do ano. Em dezembro de 2011, a taxa de variação situava-se em 1.3 por cento, face a 2.4 por cento no final do ano anterior (Gráfico 2.1.7).

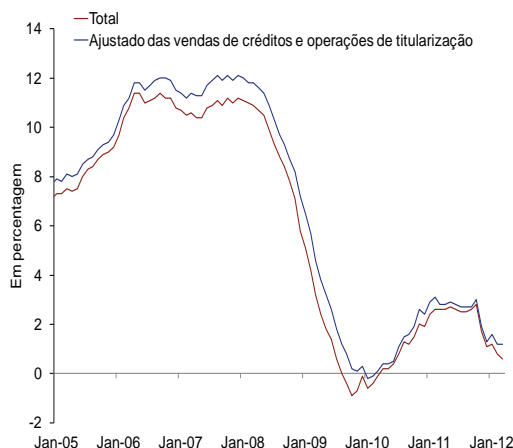
As taxas de crescimento dos empréstimos às famílias mantiveram-se relativamente estáveis na primeira metade do ano, em torno de 3 por cento (valores ajustados de vendas de créditos e operações de titularização), desacelerando, no entanto, até ao final do ano. No final de 2011, a taxa de crescimento anual dos empréstimos às famílias situou-se em 1.9 por cento, face a 3.1 por cento no período homólogo do ano anterior (Gráfico 2.1.8). A desaceleração foi notória em todas as rubricas dos empréstimos a este setor. Em particular, o abrandamento da atividade económica aliado a uma continuada deterioração do mercado da habitação deu origem a uma desaceleração pronunciada dos empréstimos destinados à habitação, de 3.8 por cento em dezembro de 2010 para 2.3 por cento em dezembro de 2011. Por outro lado, a taxa de variação dos empréstimos ao consumo tornou-se mais negativa.

Relativamente aos empréstimos às sociedades não financeiras, observou-se uma dinâmica similar à dos empréstimos às famílias. Após um crescimento anual de 1 por cento em dezembro de 2010, os empréstimos às sociedades não financeiras (valores ajustados de vendas de créditos e operações de titularização) cresceram 2.4 por cento em junho de 2011 (Gráfico 2.1.8). Esta evolução refletiu, em grande medida, a expansão do crédito concedido a menos de 1 ano. Na segunda metade do ano, com a desaceleração da atividade económica e a deterioração da confiança dos empresários, conjugados com a necessidade das empresas continuarem os processos de ajustamento dos seus balanços, registou-se uma desaceleração dos empréstimos, para uma taxa de crescimento de 1.4 por cento em dezembro de 2011.

O início de 2012 sugere a continuação da tendência de desaceleração dos empréstimos das IFM ao setor privado, registando uma taxa de variação anual de 1.2 por cento em março de 2012 (1.3 por cento no final de 2011). Esta evolução refletiu principalmente os desenvolvimentos nos empréstimos às empresas não financeiras, que desaceleraram de 1.4 por cento no final de 2011 para 0.5 por cento em março de 2012. Os empréstimos às famílias desaceleraram ligeiramente (taxa de variação de 1.7 por cento em março de 2012, após 1.9 por cento em dezembro de 2011), mas com maior intensidade no segmento do crédito para aquisição de habitação (taxa de variação anual de 1.1 por cento em março de 2012,

**Gráfico 2.1.7**

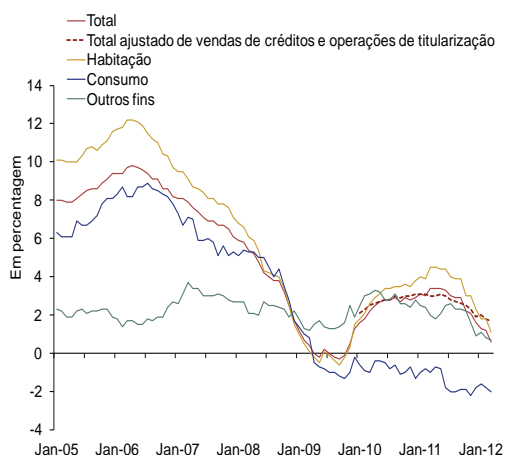
**EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO DA ÁREA DO EURO | TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL**



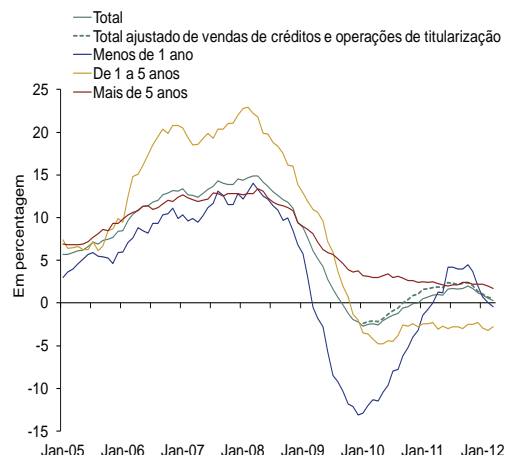
Fonte: BCE.

Gráfico 2.1.8

## EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS ÀS FAMÍLIAS | TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL



## EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS ÀS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS | TAXA DE CRESCIMENTO ANUAL



Fonte: BCE.

face a 2.3 por cento em dezembro de 2011). A informação de natureza qualitativa sugere uma inversão desta tendência no curto prazo. Com efeito, de acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito do quarto trimestre de 2011, as IFM reportaram que as recentes medidas não convencionais adotadas pelo BCE deverão ter um impacto positivo na concessão de empréstimos à economia no horizonte de 6 meses, especialmente nos empréstimos às empresas não financeiras.

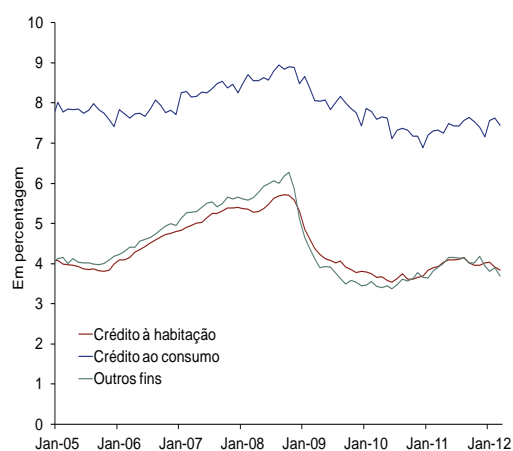
***As taxas de juro dos novos empréstimos ao setor privado aumentaram moderadamente num contexto de uma maior restritividade no acesso ao crédito***

As taxas de juro dos novos empréstimos bancários ao setor privado aumentaram moderadamente em 2011, em linha com a evolução das taxas de juro de referência. As taxas de juro dos novos empréstimos bancários às famílias aumentaram 33 pontos base no segmento do crédito para aquisição de habitação e 27 pontos base para fins de consumo (Gráfico 2.1.9). As taxas de juro dos novos empréstimos às empresas não financeiras aumentaram de forma mais marcada no crédito a curto prazo (67 pontos base), comparativamente aos de longo prazo (33 pontos base). Em relação aos diferenciais entre as taxas de juro bancárias e as taxas de juro de referência, em 2011, denotou-se uma redução ligeira nos diferenciais do crédito para aquisição de habitação, enquanto os diferenciais no crédito a curto prazo às empresas não financeiras aumentaram ligeiramente. No entanto, ambos os diferenciais mantêm-se em níveis muito elevados, reflexo da turbulência financeira e dos níveis elevados de aversão ao risco. De realçar que a relativa estabilização das taxas de referência do mercado monetário no segundo semestre do ano não se traduziu no mesmo perfil de evolução das taxas de juro dos empréstimos a curto prazo às empresas não financeiras. Este facto terá estado relacionado com a dificuldade dos bancos se financiarem nos mercados de dívida por grosso a taxas reduzidas e com a necessidade de continuarem a fazer a desalavancagem dos balanços. De igual modo, a diminuição das taxas de referência do mercado monetário no final do ano não se traduziu em reduções de igual magnitude nas taxas de juro dos empréstimos bancários.

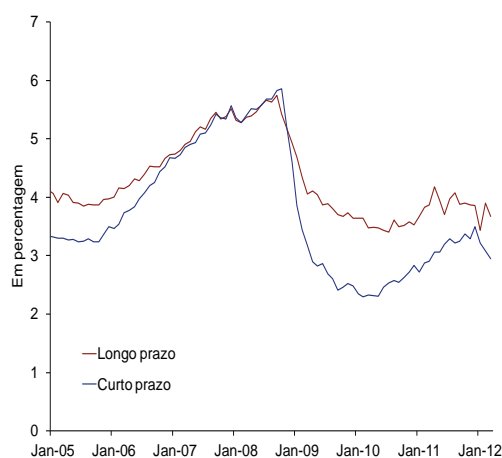
No início de 2012, as taxas de juro dos empréstimos às famílias para aquisição de habitação iniciaram uma tendência de descida, ao passo que as taxas de juro no crédito ao consumo registaram um aumento. As taxas de juro dos empréstimos às sociedades não financeiras diminuíram de forma significativa nos prazos mais curtos, o que parece estar diretamente ligado à realização das duas operações de prazo alargado com maturidade de 3 anos por parte do BCE, que permitiu reduzir o risco de liquidez dos bancos, melhorando assim o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária.

Gráfico 2.1.9

## TAXAS DE JURO DOS NOVOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS ÀS FAMÍLIAS



## TAXAS DE JURO DOS NOVOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS ÀS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS



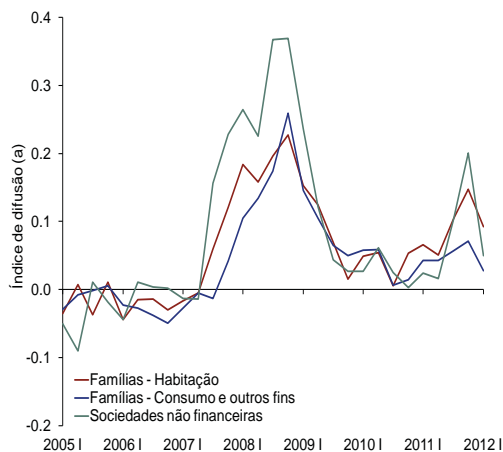
Fonte: BCE.

De acordo com os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, os bancos aplicaram critérios de maior restritividade na concessão de crédito às famílias e às empresas da área do euro durante o ano de 2011, especialmente na segunda metade do ano (Gráfico 2.1.10). Relativamente ao crédito às empresas não financeiras, os principais fatores que explicaram essa maior restritividade foram a deterioração da perceção dos riscos em relação às expectativas quanto à atividade económica geral e quanto às perspetivas para os setores de atividade ou empresas específicas. De igual importância, os bancos referiram os constrangimentos enfrentados em relação ao acesso a financiamento de mercado e à posição de liquidez. No caso do crédito a particulares, a maior restritividade aplicada pelos bancos deveu-se sobretudo aos elevados custos de financiamento e restrições de balanço dos bancos, aliado à deterioração significativa das perspetivas quanto à atividade económica e quanto ao mercado de habitação. Em relação à procura de crédito, os resultados do inquérito indicaram uma diminuição continuada da procura ao longo de 2011. No caso das empresas não financeiras, após um aumento da procura no primeiro trimestre, a redução das necessidades de financiamento do investimento e reestruturação empresarial ditou uma redução acentuada da procura de crédito até ao final do ano. Por sua vez, a contração da procura de crédito por parte dos particulares deveu-se em larga medida à queda da confiança dos consumidores e à deterioração das suas perspetivas para o mercado de habitação. De referir que estes resultados para a área do euro refletem uma significativa heterogeneidade entre países.

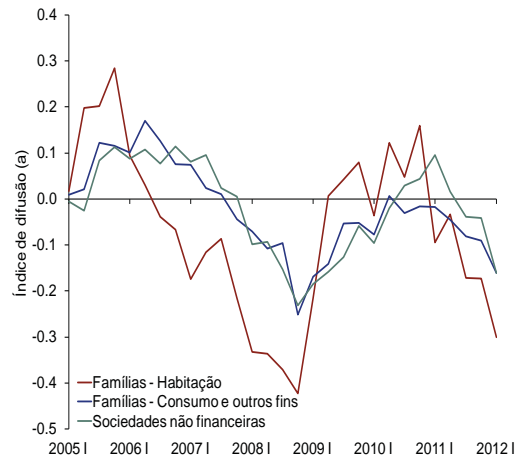
Os resultados do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito para o primeiro trimestre de 2012 mostraram que os bancos da área do euro aplicaram critérios ligeiramente menos restritivos na concessão de crédito às empresas e aos particulares, face ao quarto trimestre de 2011 (Gráfico 2.1.10). No crédito às empresas não financeiras, os principais fatores apontados pelos bancos inquiridos como tendo sido determinantes para a queda ligeira da restritividade foram a melhoria da perceção dos riscos em relação às expectativas quanto à atividade económica geral, assim como melhores condições no acesso a financiamento de mercado e à posição de liquidez. No que diz respeito ao crédito a particulares, quer para a aquisição de habitação quer para consumo e outros fins, a menor restritividade aplicada pelos bancos deveu-se sobretudo à melhoria dos custos de financiamento e restrições de balanço dos bancos. Em relação à procura de crédito, os resultados do inquérito apontaram para uma diminuição continuada. No caso das empresas não financeiras, a redução das necessidades de financiamento do investimento foi indicado como o principal fator para a queda da procura de crédito, enquanto a contração da procura de crédito por parte dos particulares terá sido motivada pela deterioração da confiança dos consumidores e pela retração nas despesas de consumo de bens duradouros.

Gráfico 2.1.10

ÁREA DO EURO - INQUÉRITO AOS BANCOS  
SOBRE O MERCADO DE CRÉDITO | CONDIÇÕES DE  
CONCESSÃO DE CRÉDITO PELOS BANCOS



ÁREA DO EURO - INQUÉRITO AOS BANCOS  
SOBRE O MERCADO DE CRÉDITO | ALTERAÇÕES DA  
PROCURA



Fonte: BCE (*Bank Lending Survey*).

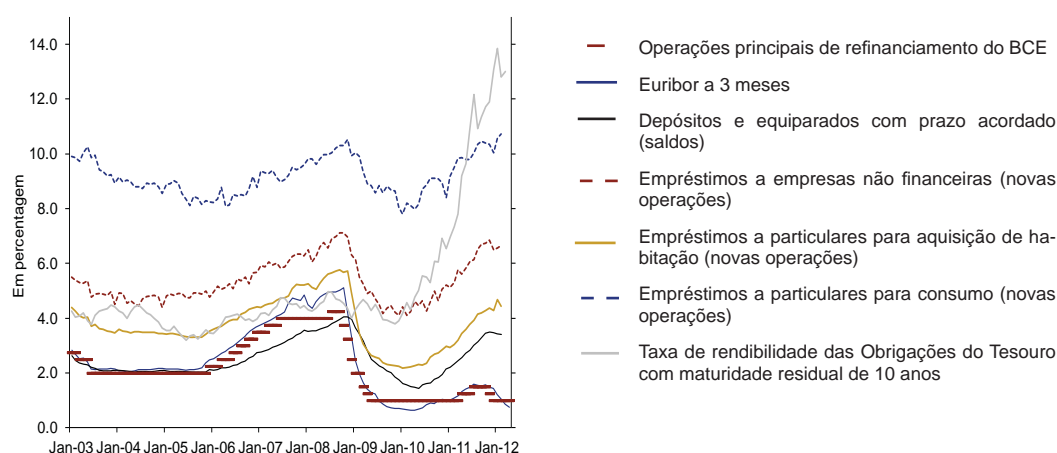
**Nota: (a)** A agregação das respostas individuais é feita usando uma escala (que varia entre -1 e 1) segundo a intensidade e sentido da resposta. No caso da oferta de crédito, valores superiores (inferiores) a 0 indicam critérios mais (menos) restritivos no acesso a crédito bancário. Em relação à procura de crédito, valores superiores (inferiores) a 0 indicam um aumento (diminuição) da procura. Em ambos os casos, o valor 0.5 (-0.5) corresponde a uma alteração "ligeira" e o valor 1 (-1) a uma alteração "considerável".

## 2.2. Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa

Em 2011 prosseguiu o agravamento das condições de financiamento da economia portuguesa. A instabilidade nos mercados financeiros internacionais e o avolumar de dúvidas quanto à sustentabilidade dos níveis de endividamento externo da economia conduziram à interrupção do acesso a financiamento de mercado e à inevitabilidade do pedido de assistência financeira internacional por parte das autoridades portuguesas. Neste contexto, o ajustamento dos balanços dos setores público e privado e a desalavancagem do setor bancário tornaram-se inadiáveis. O programa de assistência económica e financeira e as medidas não convencionais de política monetária do BCE permitiram evitar o ajustamento abrupto e desordenado que ocorreria em consequência da perda de acesso a financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso. Adicionalmente, a redução dos ativos financeiros face a não residentes por parte dos bancos e o forte crescimento dos depósitos de particulares permitiram também mitigar o impacto no crédito e no financiamento junto do Eurosistema decorrente de uma acentuada queda dos depósitos de não residentes. Não obstante, as condições de oferta de crédito ao setor privado alteraram-se significativamente. As taxas de juro ativas aumentaram refletindo, em particular, o aumento do custo de financiamento dos bancos associado a taxas de depósitos mais elevadas (Gráfico 2.2.1), os requisitos de reforço de capitalização e a maior sensibilidade dos bancos à materialização do risco de crédito num contexto de deterioração da situação económica. Os bancos tornaram também mais restritivas outras condições não relacionadas com o preço do crédito, designadamente o reforço das garantias exigidas. A maior restritividade das condições de oferta de crédito e a contração da atividade económica conduziram a uma queda do agregado de crédito ao setor privado, que se acentuou no final do ano e se manteve no início de 2012 (Gráfico 2.2.2). No que respeita ao financiamento do setor produtivo, convirá destacar que a evolução dos agregados, que não evidenciaram uma restrição abrupta e generalizada da oferta de crédito, esconde uma elevada heterogeneidade entre empresas e setores (empresas do setor não transacionável e pequenas e médias empresas enfrentam restrições de financiamento muito ativas).

Gráfico 2.2.1

## TAXAS DE JURO



Fontes: BCE, Bloomberg e Banco de Portugal.

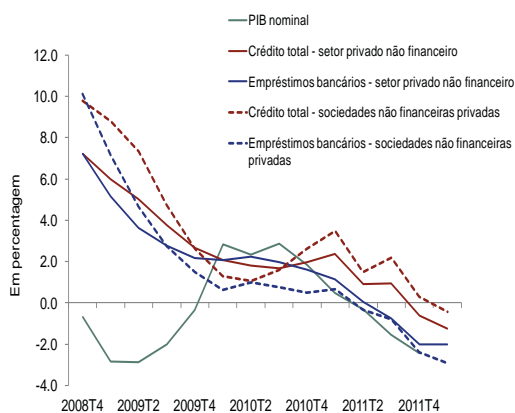
**Ano de 2011 marcado pelo pedido de assistência económica e financeira, traduzido numa significativa alteração da estrutura e custo de financiamento das administrações públicas**

No decurso de 2011, a emissão de obrigações do Tesouro foi pouco expressiva, tendo esta fonte de financiamento sido substituída a partir de meados de maio pelos empréstimos obtidos no âmbito do programa de assistência económica e financeira. Assim, em linha com o calendário acordado, em 2011 foi recebido um montante aproximadamente equivalente a metade do financiamento total previsto no programa. No conjunto do ano, os encargos com juros dos empréstimos do programa têm associada uma taxa de juro anual equivalente próxima de 3 por cento. Note-se que estes encargos foram consideravelmente reduzidos face ao previsto inicialmente, na sequência da eliminação das margens financeiras dos empréstimos concedidos pelo Fundo Europeu de Estabilidade Financeira e pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira. Quanto aos instrumentos da dívida de curto prazo, mantiveram-se ao longo de 2011 as emissões de bilhetes do Tesouro, tendo-se observado, no entanto, uma redução dos respetivos prazos. Em termos de custo, a taxa de juro das emissões a partir do início do programa foi próxima de 5 por cento<sup>1</sup>. Em 2012, os bilhetes de Tesouro passaram a ser emitidos entre 12 e 18 meses, e as respetivas taxas apresentaram uma redução significativa associada à crescente participação de não residentes nas emissões no mercado primário (Gráfico 2.2.3). De facto, no primeiro trimestre de 2012 a aquisição de bilhetes de Tesouro por não residentes representou cerca de 46 por cento do total das emissões (37 por cento no conjunto do ano de 2011).

No mercado secundário, o diferencial da taxa de rendibilidade das obrigações a dez anos do Tesouro português face à dívida pública alemã apresentou uma evolução ascendente desde o final de 2009, atingindo um máximo em fevereiro de 2012, evolução que foi acentuada pela redução das taxas da dívida alemã, como reflexo da fuga para a qualidade por parte dos investidores internacionais. Recentemente, este diferencial evidenciou uma redução significativa, mantendo-se contudo num nível muito elevado (Gráfico 2.2.4). O aumento do *spread* tornou-se mais pronunciado a partir de meados de março de 2011, na sequência de uma série de *downgrades* ao rating da República Portuguesa – que exacerbaram as restrições de liquidez da economia portuguesa – e da formalização do programa de assistência económica e financeira. Relativamente aos títulos de dívida pública a dois anos, observou-se desde o final de

<sup>1</sup> Inferior a 5 por cento nas emissões de Bilhetes do Tesouro a 3 meses e superior nas emissões a 6 meses.

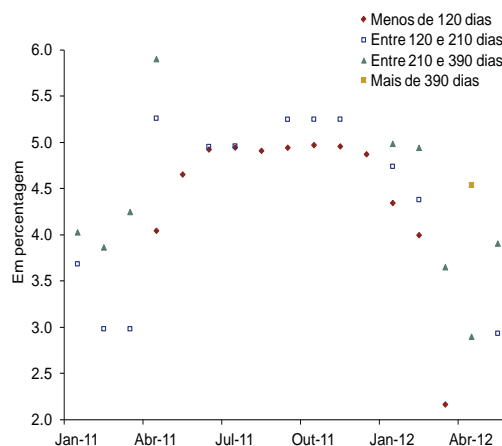
Gráfico 2.2.2

CRÉDITO AO SETOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO  
E PIB NOMINAL | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Última observação: fevereiro 2012.

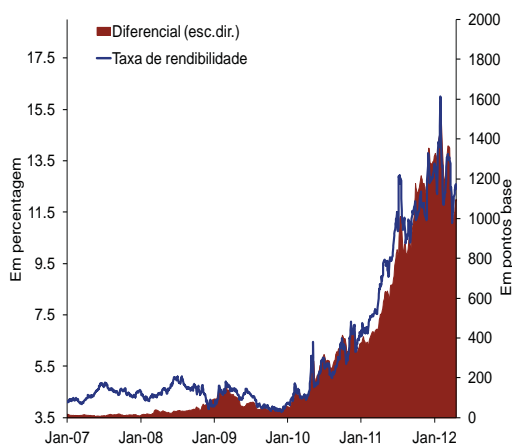
Gráfico 2.2.3

TAXAS DE JURO NAS EMISSÕES DE BILHETES DO  
TESOURO

Fonte: Instituto de Gestão do Crédito Público (IGCP).

2011 uma acentuada redução do diferencial da taxa de rendibilidade face à dívida pública alemã, que atingiu em abril de 2012 um nível idêntico ao observado no início do Programa (Gráfico 2.2.5). Para este comportamento terá contribuído o alongamento dos prazos das operações de cedência de liquidez do BCE.

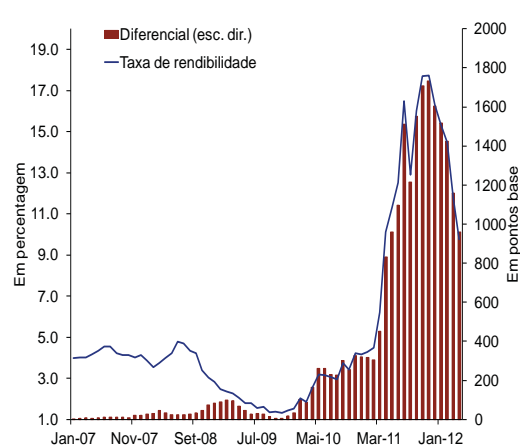
Gráfico 2.2.4

TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA  
PORTUGUESA E DIFERENCIAL FACE À DÍVIDA  
PÚBLICA ALEMÃ (10 ANOS)

Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal

Notas: Taxas de rendibilidade obtidas em fecho de dia. O diferencial foi calculado interpolando a curva de rendimentos alemã, de forma a garantir que a taxa de rendibilidade do *benchmark* a 10 anos português esteja a ser comparada com uma *yield* alemã com maturidade semelhante. O diferencial apresentado foi calculado tendo por base médias móveis de 5 dias. Última observação: 17 de abril 2012.

Gráfico 2.2.5

TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA  
PORTUGUESA E DIFERENCIAL FACE À DÍVIDA  
PÚBLICA ALEMÃ (2 ANOS)

Fontes: Thomson Reuters e Banco de Portugal.

Nota: Última observação: abril de 2012.

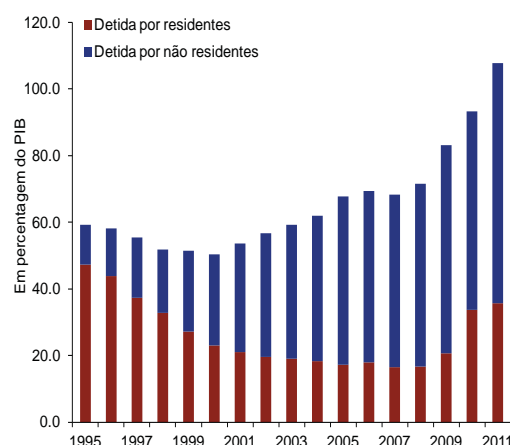
Importa contudo salientar que, nas circunstâncias atuais, a evolução das *yields* a longo prazo da dívida portuguesa no mercado secundário não tem um impacto direto no custo de financiamento do Estado. De facto, mediante o cumprimento dos objetivos traçados no programa de assistência económica e financeira, as necessidades de financiamento das administrações públicas a médio e longo prazo encontram-se globalmente asseguradas até meados de 2013, momento em que o programa prevê o retorno do Estado aos mercados de financiamento internacionais. Em contraste, o financiamento a curto prazo só é parcialmente coberto pelo programa, o qual apenas abrangeu 50 por cento do refinanciamento dos bilhetes do Tesouro em 2011. Note-se que a subida acentuada das taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro para níveis economicamente inoportáveis e as acrescidas dificuldades no acesso a financiamento de mercado por parte do setor público traduziram-se num significativo aumento do financiamento bruto junto dos bancos domésticos na primeira metade de 2011, assistindo-se a uma clara redução na segunda metade do ano. De qualquer modo, a parcela de dívida pública em percentagem do PIB detida por não residentes continuou a ser maioritária e a aumentar face ao final do ano anterior (Gráfico 2.2.6).

***Perceção do risco da economia portuguesa, num contexto da crise da dívida soberana na área do euro, continuou a contribuir de forma significativa para a avaliação do risco associado aos bancos portugueses, se bem que com algum alívio na sequência das operações a três anos do BCE***

No decurso de 2011, o significativo aumento do prémio de risco associado à dívida pública portuguesa – no contexto das significativas perturbações nos mercados de dívida soberana da área do euro – refletiu-se num forte aumento dos spreads dos *Credit Default Swaps* (CDS) para a República Portuguesa e para os principais grupos bancários portugueses. Refira-se que depois do forte aumento registado em 2010, os spreads dos principais grupos bancários portugueses diminuíram consideravelmente no primeiro trimestre de 2011, aproximando-se do CDS sobre as obrigações do tesouro de maturidade comparável (Gráfico 2.2.7). No entanto, após a formalização do pedido de auxílio financeiro, o risco associado à dívida dos bancos nacionais retomou a tendência ascendente. Como resultado, o diferencial médio dos CDS nacionais face ao índice representativo da área do euro (*Dow Jones iTraxx Financials*) passou de cerca de 20 pontos base, no início de 2010, para um máximo de cerca de 1000 pontos base em meados de dezembro de 2011. Mais recentemente, este diferencial apresentou uma redução, o que deverá estar associada ao alongamento dos prazos das operações de cedência de liquidez do BCE. Por outro lado, o índice PSI Serviços Financeiros acumulou uma perda de 62.4 por cento em 2011, bastante superior à queda de 20.4 por cento do índice PSI Geral e à diminuição de 37.6 por cento registada pelo índice relativo aos bancos da área do euro (*Dow Jones Euro Stoxx Financials*).

**Gráfico 2.2.6**

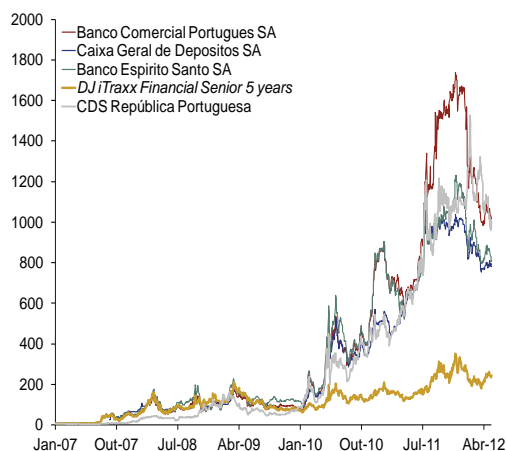
#### DÍVIDA PÚBLICA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 2.2.7

## CREDIT DEFAULT SWAP SPREADS DE BANCOS PORTUGUESES (5 ANOS SENIOR)



Fontes: Bloomberg e Thomson Reuters.

Nota: Última observação: 4 maio de 2012.

**Ativo total dos bancos em forte desaceleração no decurso de 2011 apresentando alguma diminuição a partir de novembro, num contexto de contínua queda dos ativos face a não residentes consentânea com o padrão habitual de ajustamento dos bancos às fortes restrições de financiamento nos mercados financeiros internacionais**

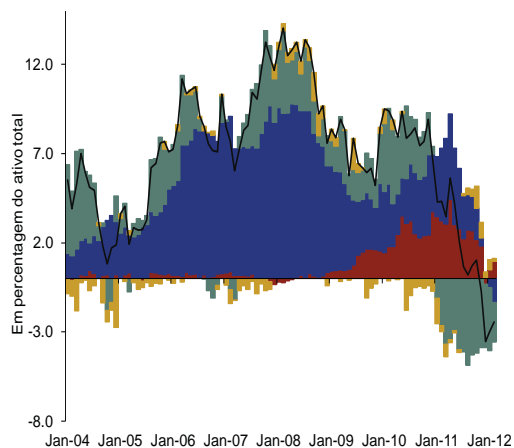
No decurso de 2011, observou-se uma diminuição acentuada do crescimento do ativo do sistema bancário português que culminou com taxas de variação em termos homólogos negativas a partir de novembro, que se mantiveram nos primeiros meses de 2012 (-2.4 por cento em fevereiro de 2012) (Gráfico 2.2.8). Esta evolução do ativo dos bancos portugueses contrasta com a situação na área do euro, sendo, no entanto, de salientar que, desde o início da crise económica e financeira em 2007, o crescimento do balanço do sistema bancário português foi, em média, claramente superior ao observado na área do euro (Gráfico 2.2.9). Analisando por rubrica do balanço, os ativos face a não residentes registaram uma queda significativa ao longo de 2011 e início de 2012 (-10.0 por cento em fevereiro de 2012 o que representa um contributo negativo de 2.2 p.p. para o crescimento do ativo total). Esta evolução é consentânea com o padrão habitual de ajustamento dos bancos num contexto de fortes restrições de financiamento nos mercados financeiros internacionais e reflete, *inter alia*, o esforço de, através da alienação de ativos não estratégicos, conciliar a desalavancagem com o financiamento dos setores domésticos. Em linha com as dificuldades de financiamento do Estado português nos mercados internacionais, os títulos emitidos e os empréstimos concedidos às administrações públicas mantiveram um contributo significativo para a expansão do ativo em termos homólogos, embora de forma progressivamente menos pronunciada no segundo semestre de 2011, tornando-se negativo a partir de novembro. Refira-se que, desde dezembro de 2009, o crédito concedido às administrações públicas quase duplicou o seu peso no total do balanço, representando em fevereiro de 2012 cerca de 8 por cento do ativo bancário. O crédito concedido ao setor privado residente acentuou a tendência de abrandamento no decurso de 2011, apresentando um contributo para a variação anual do ativo virtualmente nulo nos últimos meses.

No âmbito do programa de assistência económica e financeira, tendo em conta as medidas propostas para assegurar o ajustamento a médio prazo do sistema financeiro, é expectável que os bancos mantenham taxas de crescimento do balanço moderadamente negativas no futuro próximo. Importa, contudo, salientar a existência de mecanismos de salvaguarda para que o processo de desalavancagem ocorra de forma gradual, sem condicionar de forma excessiva o financiamento à economia, em especial às empresas com melhores perspetivas de crescimento. Em termos globais, um processo de desalavancagem do sistema



Gráfico 2.2.8

ATIVOS DO SETOR BANCÁRIO PORTUGUÊS |  
CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



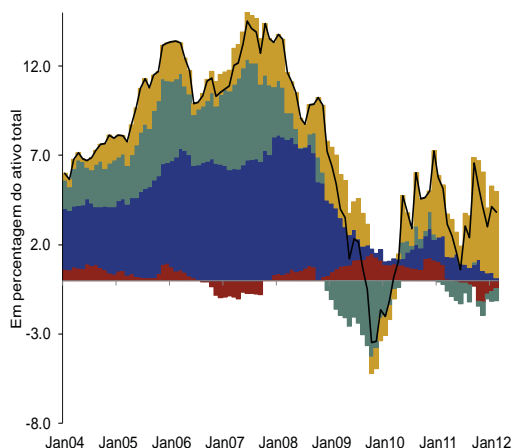
■ Outros ativos  
■ Ativos face a não residentes  
■ Títulos emitidos por e empréstimos concedidos ao setor não monetário residente exceto Ad. Central  
■ Títulos emitidos por e empréstimos concedidos à Ad. Central  
— Total do ativo (taxa de variação homóloga, em percentagem)

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: fevereiro 2012.

Gráfico 2.2.9

ATIVOS DO SETOR BANCÁRIO DA ÁREA  
DO EURO | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO  
HOMÓLOGA



Fonte: BCE.

Nota: Última observação: fevereiro 2012.

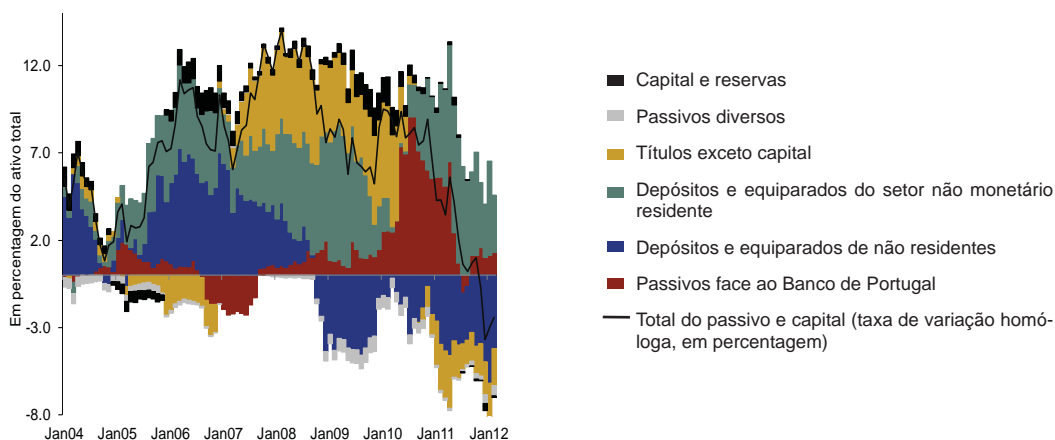
financeiro ordenado e gradual deverá ser acompanhado por uma melhoria dos rácios de capital e de liquidez e por uma redução das necessidades de financiamento face ao exterior. Deste modo, os planos específicos de financiamento e desalavancagem, a nível de cada banco, deverão permitir conciliar, a nível agregado, a tensão entre a necessidade de redução gradual dos níveis de alavancagem do sistema bancário e a importância de manter um fluxo de crédito suficiente para assegurar o financiamento das empresas/setores mais produtivos da economia.

***Face às dificuldades de acesso aos mercados internacionais de dívida por grosso, o financiamento do sistema bancário português esteve dependente, em larga medida, da cedência de liquidez do Eurosistema e da captação de depósitos junto de clientes***

No decurso de 2011, o financiamento do sistema bancário dependeu, em grande medida, do aumento da captação de depósitos junto do setor não monetário residente, rubrica que registou um crescimento em termos homólogos de 7.0 por cento em fevereiro de 2012 (Gráfico 2.2.10). Por seu turno, os depósitos de não residentes continuaram a dar um contributo muito negativo para a evolução do balanço dos bancos portugueses, com uma diminuição de 16.3 por cento no mesmo período, refletindo um aumento da perceção de risco associada à economia portuguesa. Da mesma forma, em consequência das fortes restrições no acesso dos bancos aos mercados internacionais de dívida por grosso, as responsabilidades representadas por títulos mantiveram o contributo negativo que registam desde o quarto trimestre de 2010. O recurso às operações de cedência de liquidez do BCE permaneceu relativamente estável, em níveis elevados, representando no final de fevereiro de 2012 cerca de 10 por cento do balanço do sistema bancário. As operações de financiamento a longo prazo do Eurosistema (3 anos) permitiram aos bancos residentes alargar a maturidade do seu financiamento e consequentemente reduzir a incerteza quanto à sua disponibilidade futura. De referir que o aumento do recurso ao financiamento dos bancos

Gráfico 2.2.10

## PASSIVOS DO SETOR BANCÁRIO PORTUGUÊS | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



**Fonte:** Banco de Portugal.

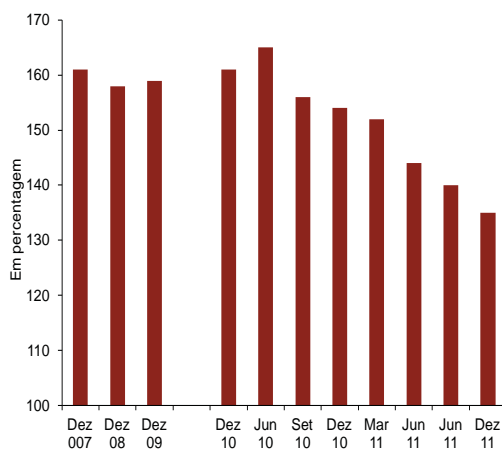
**Nota:** Última Observação: fevereiro 2012.

junto do Eurosistema na segunda operação de prazo a três anos refletiu, em larga medida, a subida do financiamento por parte dos bancos estrangeiros localizados em Portugal.

No quadro do programa de assistência económica e financeira a Portugal, ficou estabelecido que os oito maiores grupos bancários deverão atingir um rácio crédito-depósitos indicativo de 120 por cento no final de 2014<sup>2</sup>. No final de 2011, o rácio entre o crédito e os depósitos dos oito maiores bancos portugueses em base consolidada situava-se em cerca de 135 por cento, menos cerca de 30 p.p. do que o máximo em junho de 2010 (Gráfico 2.2.11). O processo de redução deste rácio tem beneficiado sobretudo do crescimento dos depósitos, que tem constituído o seu principal vetor de ajustamento, representando cerca de  $\frac{3}{4}$  do ajustamento total. Dados o enquadramento e os incentivos que dele decorrem, os bancos têm promovido e conseguido alargar significativamente a sua base de recursos de clientes, o que tem

Gráfico 2.2.11

## RÁCIO ENTRE CRÉDITO E DEPÓSITOS DOS OITO MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS RESIDENTES



**Fonte:** Banco de Portugal.

**2** O conceito de crédito utilizado é líquido de imparidades, inclui créditos titularizados e não desreconhecidos e outras exposições a terceiros derivadas de transferências de crédito. O conceito de depósitos exclui títulos emitidos pelos bancos e colocados junto de clientes e considera linhas de financiamento estáveis com a casa-mãe, acionistas qualificados ou instituições multilaterais.

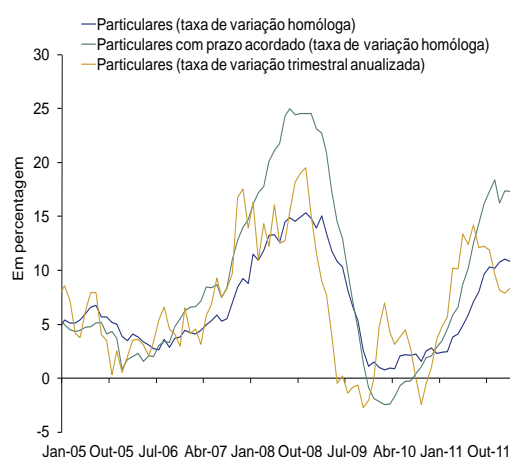
refletido a confiança dos depositantes nas instituições e no sistema financeiro em geral, e tem minorado o esforço de ajustamento do hiato a empreender por via da redução de crédito, tipicamente mais oneroso para a economia. Deste modo, assistiu-se a uma dinâmica de recomposição da carteira de ativos financeiros dos particulares, traduzida num aumento dos depósitos e numa queda da generalidade dos outros instrumentos de poupança. Este ajustamento é motivado pelo aumento da remuneração relativa aos depósitos, num contexto de preferência dos particulares por ativos não sujeitos a risco de mercado e de incentivos por parte das instituições financeiras em integrar no balanço recursos que se encontram fora do perímetro de consolidação, como sejam os recursos aplicados em Fundos de Investimento ou Sociedades de Seguro dos grupos financeiros.

De facto, a captação de depósitos junto do setor privado não financeiro residente, com destaque para os particulares, aumentou ao longo de 2011 e início de 2012, mantendo a tendência evidenciada desde a segunda metade de 2010. A taxa de variação homóloga dos depósitos dos particulares tem apresentado uma tendência crescente, denotando uma certa estabilização nos últimos meses (Gráfico 2.2.12). O forte crescimento dos depósitos de particulares é especialmente relevante tendo em conta a sua maior estabilidade. Contudo, é de antever um abrandamento destes depósitos, uma vez que o seu forte crescimento tem subjacente, em parte, conforme referido, ajustamentos de carteira. Analisando a evolução dos depósitos bancários dos restantes setores institucionais, observa-se uma desaceleração dos depósitos de sociedades não financeiras<sup>3</sup>, uma diminuição significativa dos depósitos de não residentes e um aumento dos depósitos das administrações públicas (relacionado, em particular, com a gestão das tranches da ajuda financeira), setores cujos depósitos apresentam tipicamente uma evolução mais volátil (Gráfico 2.2.13).

Por seu turno, no contexto do referido ajustamento de carteira dos particulares, os resgates de unidades de participação em fundos de investimento aumentaram o que se traduziu numa forte redução nas carteiras de títulos dos Fundos de Investimento (Gráfico 2.2.14). De acordo com a informação disponível, este ajustamento tem sido efetuado essencialmente por via da diminuição de títulos de dívida de não residentes enquanto o *stock* de títulos emitidos por residentes se tem mantido estável. Nas carteiras das Sociedades de Seguro e nos Fundos de Pensões, a exposição ao setor residente tem inclusivamente

**Gráfico 2.2.12**

**DEPÓSITOS DE PARTICULARES | TAXAS DE VARIAÇÃO**



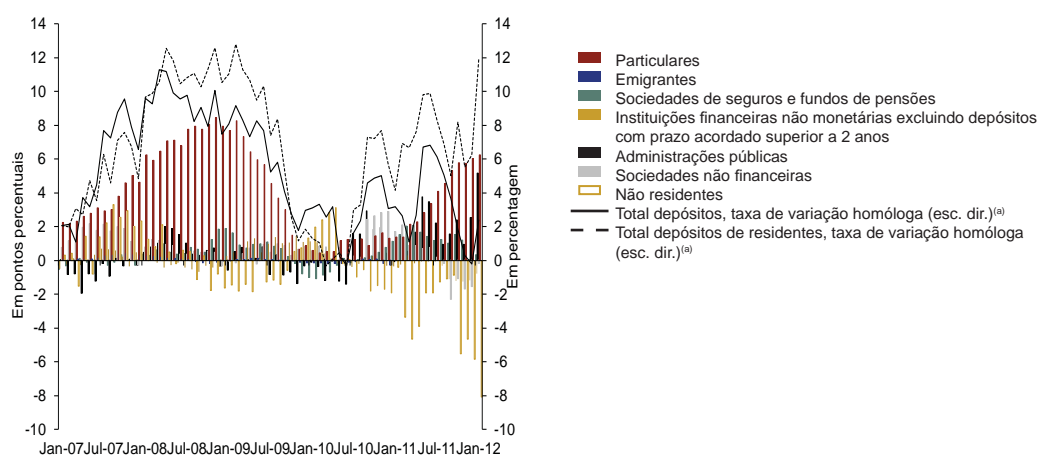
**Fonte:** Banco de Portugal.

**Nota:** Última observação: fevereiro 2012.

**3** Os depósitos das sociedades não financeiras apresentaram um valor anormalmente elevado em 2010 em resultado essencialmente do depósito extraordinário efetuado pela Portugal Telecom (PT) no seguimento da venda da participação no capital da Vivo.

Gráfico 2.2.13

DEPÓSITOS BANCÁRIOS | TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA EM PORCENTAGEM E CONTRIBUTOS POR SETOR INSTITUCIONAL



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Exclui os depósitos com prazo acordado superior a dois anos de instituições financeiras não monetárias. Última observação: fevereiro 2012.

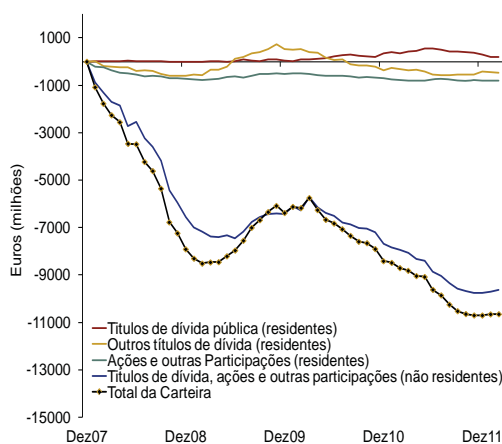
aumentado nos últimos dois anos (Gráfico 2.2.15). Este é um mecanismo de ajustamento normal na atual conjuntura, em que os setores residentes se desfazem de ativos de não residentes, compensando a retração dos capitais estrangeiros disponíveis para financiar a economia.

**Aplicação de spreads mais elevados foi transversal à generalidade dos novos empréstimos concedidos pelos bancos, reflexo de uma política de concessão de crédito mais restritiva e com maior aversão ao risco, a par de um aumento das taxas de depósitos como forma de captação de recursos**

Num contexto em que os bancos defrontaram um aumento dos custos de financiamento, um mercado internacional de financiamento por grosso virtualmente vedado e um agravamento do risco de crédito, assistiu-se ao aumento da restritividade na política de concessão de crédito na generalidade dos bancos.

Gráfico 2.2.14

CARTEIRA DE TÍTULOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO | TRANSAÇÕES ACUMULADAS NO PERÍODO

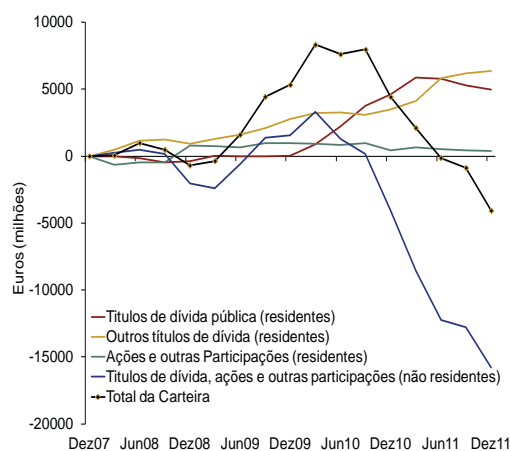


Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Última observação: fevereiro 2012

Gráfico 2.2.15

CARTEIRA DE TÍTULOS DE SOCIEDADES DE SEGURO E FUNDOS DE PENSÕES | TRANSAÇÕES ACUMULADAS NO PERÍODO



Fonte: Banco de Portugal.

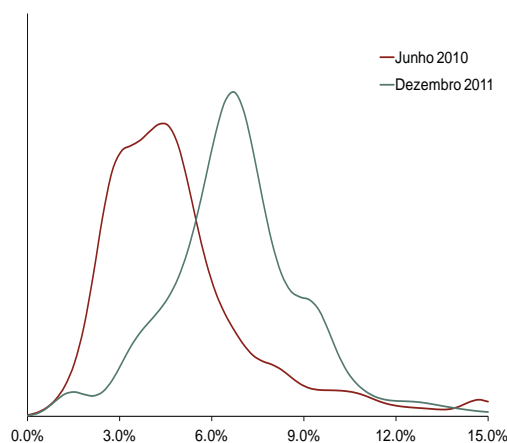
Nota: Última observação: dezembro 2011.

Esta maior restritividade traduziu-se em condições contratuais não pecuniárias (*covenants*) mais restritivas, no reforço das garantias exigidas, na diminuição do rácio entre o valor do empréstimo e o valor da garantia e na aplicação de *spreads* mais elevados, quer nos empréstimos a particulares quer nos empréstimos a sociedades não financeiras.

No que se refere às taxas de juro dos empréstimos às empresas não financeiras, observou-se um aumento continuado desde meados de 2010 (de 4.6 por cento em junho de 2010 para 6.7 por cento em fevereiro de 2012, no caso das novas operações), com os diferenciais face à Euribor a atingirem níveis máximos no final de 2011. Com base em informação microeconómica relativa às principais instituições bancárias, é possível concluir que este aumento foi observado ao longo de toda a distribuição de taxas de juro, embora sendo claramente mais significativo para as taxas de juro mais baixas, normalmente associadas às grandes empresas (Gráfico 2.2.16). Adicionalmente, o aumento foi transversal, ainda que com alguma heterogeneidade, a todas as principais instituições bancárias.

Gráfico 2.2.16

DISTRIBUIÇÃO DAS TAXAS DE JURO DOS EMPRÉSTIMOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS



Fonte: Banco de Portugal.

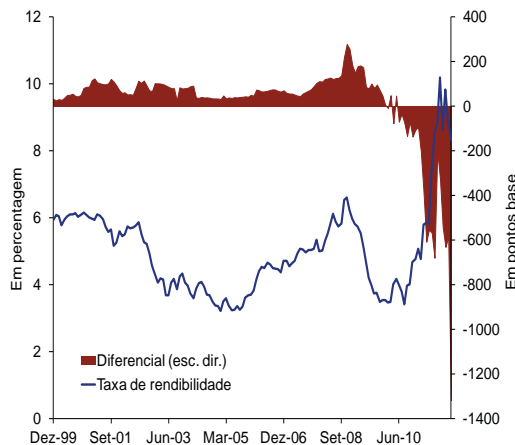
Nota: Kernel gaussiano das taxas de juro ponderadas pelo montante dos empréstimos.

Refira-se ainda que o aumento dos custos de financiamento das sociedades não financeiras também foi evidente na evolução da taxa de rendibilidade das obrigações emitidas por este setor, que aumentou significativamente nos últimos meses (Gráfico 2.2.17). Ao longo de 2011 é possível observar um aumento considerável do custo total de financiamento das empresas, em termos reais<sup>4</sup>. Este aumento foi visível em várias fontes de financiamento que compõem o índice, designadamente no capital, nos títulos de dívida a longo prazo e nos empréstimos bancários (Gráfico 2.2.18).

No que se refere às operações bancárias passivas, as margens dos depósitos tornaram-se mais negativas, em virtude de uma política comercial que privilegiou a captação de depósitos (Gráfico 2.2.19). Neste contexto, é de salientar que as taxas de juro dos depósitos a prazo têm estado sob vigilância apertada pelo Banco de Portugal. De facto, em novembro último, o Banco de Portugal introduziu uma penalização em termos de necessidades acrescidas de capital para os bancos que remunerassem os depósitos a uma taxa 300 pontos base acima da Euribor. Neste contexto, a informação disponível para os oito maiores grupos bancários residentes sugere que a decisão tomada em novembro teve um impacto significativo nos períodos imediatamente subsequentes ao seu anúncio (queda de cerca de 1 p.p. da taxa de juro média das novas operações), mas que posteriormente a amplitude entre as taxas de juro máxima e mínima voltou a aumentar (Gráfico 2.2.20). O Banco de Portugal apertou novamente os limites às taxas de juro dos depósitos no começo de abril de 2012, passando a penalizar mais os depósitos de curto prazo<sup>5</sup>. Estas medidas têm como objetivo limitar o risco assumido pelos bancos, contribuindo desta forma para a estabilidade financeira.

**Gráfico 2.2.17**

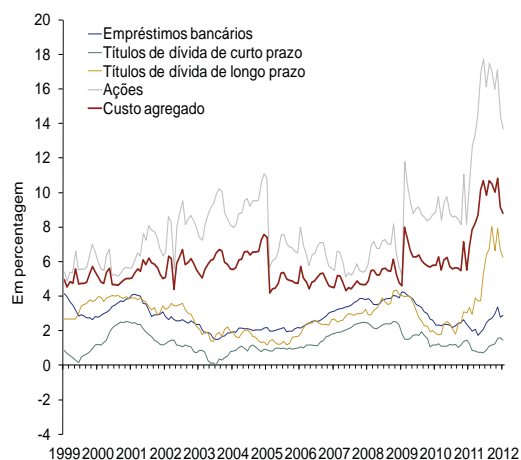
**TAXA DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS E DIFERENCIAL FACE A TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA DE MATURIDADE COMPARÁVEL**



**Fontes:** Barclays Capital e Banco de Portugal.  
**Nota:** Última observação: janeiro 2012.

**Gráfico 2.2.18**

**EVOLUÇÃO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS EM PORTUGAL, EM TERMOS REAIS**



**Fontes:** BCE, Barclays Capital, Consensus Economics, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.

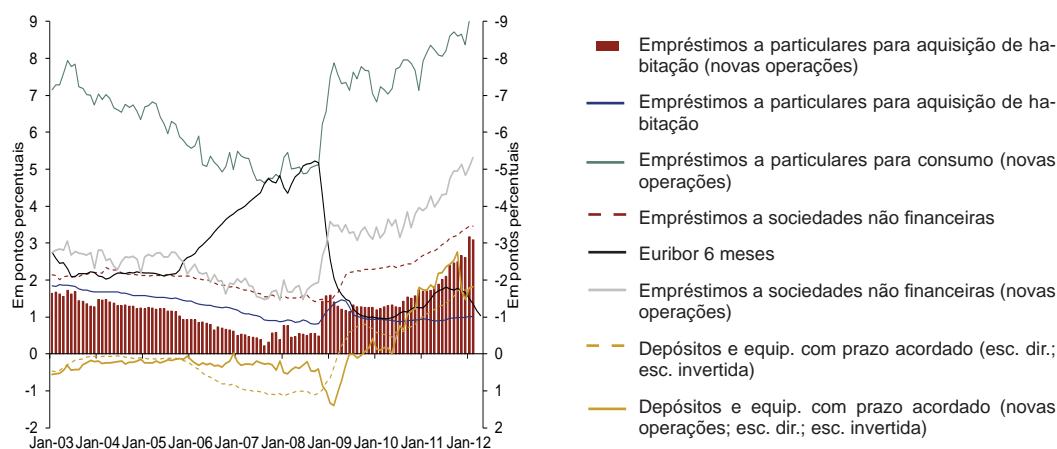
**Notas:** Em janeiro de 2003 ocorreu uma quebra de série com a introdução das estatísticas harmonizadas ao nível do eurosistema para as taxas de juro bancárias praticadas pelas instituições financeiras monetárias. Última observação: janeiro 2012.

<sup>4</sup> Ver Gameiro, I. e Ribeiro, N., "Custo de financiamento das empresas portuguesas", Banco de Portugal, *Boletim Económico* - Outono 2007.

<sup>5</sup> Para mais detalhes ver Instruções n.º28/2011 e n.º15/2012 do Banco de Portugal.

Gráfico 2.2.19

## MARGENS ENTRE AS TAXAS DE JURO BANCÁRIAS E AS TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO

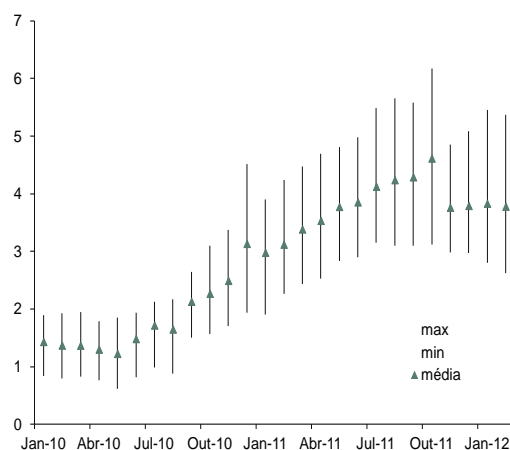


Fontes: BCE e Banco de Portugal.

**Notas:** A margem de taxa de juro nos saldos de empréstimos é calculada como a diferença entre a taxa de juro sobre saldos e a média móvel de seis meses da Euribor a 6 meses. No caso das novas operações, a margem de taxa de juro é a diferença entre a taxa de juro de novas operações e a Euribor a 6 meses. A margem das operações ativas é definida pelo diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos e a taxa Euribor, enquanto no caso das operações passivas é definida pelo diferencial entre a taxa Euribor e a taxa de juro dos depósitos. Última observação: Fevereiro 2012.

Gráfico 2.2.20

## TAXAS DE JURO DAS NOVAS OPERAÇÕES DE DEPÓSITOS A PRAZO DOS 8 MAIORES GRUPOS BANCÁRIOS RESIDENTES AO SETOR PRIVADO NÃO FINANCEIRO



Fonte: Banco de Portugal.

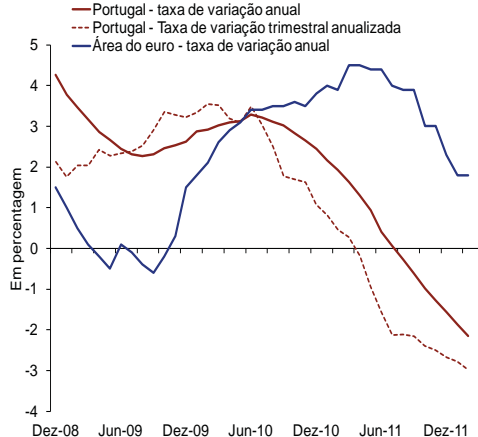
### Desaceleração acentuada dos empréstimos ao setor privado não financeiro no decurso de 2011 e início de 2012

Após um período de ligeira aceleração, no segundo semestre de 2010, os empréstimos concedidos a particulares para aquisição de habitação retomaram a trajetória de abrandamento (Gráfico 2.2.21). De facto, a taxa de variação anual diminuiu consistentemente a partir da segunda metade de 2010, apresentando valores negativos a partir de agosto de 2011 (-2.2 por cento em fevereiro de 2012). Esta evolução contrasta com a observada no conjunto da área do euro, onde o perfil de aceleração continuou até maio de 2011, situando-se a respetiva taxa de variação em 1.8 por cento em fevereiro de 2012<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Para mais detalhes relativos à evolução dos empréstimos na área do euro, ver "Capítulo 1. Enquadramento Internacional", deste Relatório.

Gráfico 2.2.21

## EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A PARTICULARES PARA AQUISIÇÃO DE HABITAÇÃO



**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** As séries apresentadas dizem respeito aos empréstimos concedidos por instituições monetárias residentes. As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preço. Os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito bem como de outras operações de montante significativo sem impacto efetivo financiamento dos particulares. Última observação: fevereiro 2012.

### Redução dos preços no mercado residencial

Uma vez que os ativos imobiliários são utilizados como garantia na concessão de empréstimos, a valorização dos imóveis é suscetível de afetar a evolução do mercado de crédito e as respetivas condições de financiamento. Adicionalmente, os imóveis constituem uma proporção significativa da riqueza das famílias, pelo que alterações na sua valorização poderão ter algum impacto nas suas decisões de despesa. Num contexto de diminuição do rendimento disponível das famílias – consequência das condições adversas no mercado de trabalho e do aumento da carga fiscal – os preços dos ativos imobiliários tornam-se mais sensíveis à evolução do mercado de crédito. Neste sentido, apesar de não existir evidência de sobrevalorização dos preços no mercado residencial português<sup>7</sup>, a necessidade de desalavancagem financeira por parte dos particulares, a deterioração da situação das empresas do setor da construção e o aumento da restritividade da política de concessão de crédito por parte dos bancos deverão condicionar a evolução do mercado imobiliário. De acordo com o índice confidencial imobiliário, os preços no mercado residencial registaram uma variação homóloga ligeiramente negativa no mês de março de 2012 (-1.8 por cento), no seguimento da tendência de desaceleração que se vinha a observar desde agosto de 2010 (Gráfico 2.2.22). Por seu turno, o índice de avaliação bancária publicado pelo INE registou uma variação homóloga negativa de 8.6 por cento no mês de março de 2012 (Quadro 2.2.1).

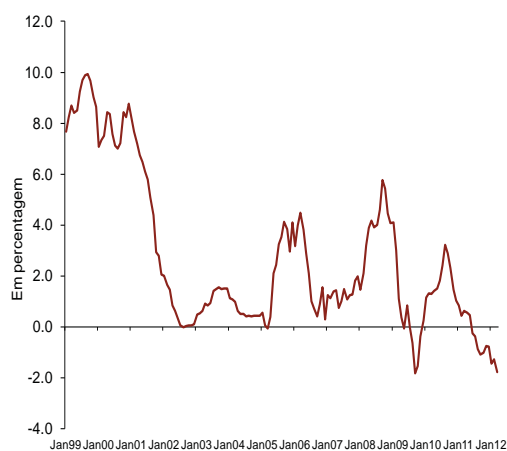
Por sua vez, os empréstimos concedidos a particulares para consumo mantiveram também a tendência de desaceleração, passando a respetiva taxa de variação anual a assumir valores negativos a partir de março de 2011 (Gráfico 2.2.23). Até meados de 2011, a evolução deste agregado em Portugal foi semelhante à da área do euro. A partir de julho, a taxa de variação anual em Portugal apresentou uma queda particularmente acentuada, enquanto na área do euro se manteve relativamente estável. No mês de fevereiro de 2012, a taxa de variação anual situou-se em -7.3 por cento em Portugal, que compara com a variação de -1.8 por cento registada no conjunto da área euro em fevereiro de 2012.

<sup>7</sup> Para mais detalhes, ver “Caixa 1.1 Os mercados de habitação na área do euro”, Banco de Portugal, Relatório Anual 2010.



Gráfico 2.2.22

ÍNDICE CONFIDENCIAL IMOBILIÁRIO | TAXAS DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



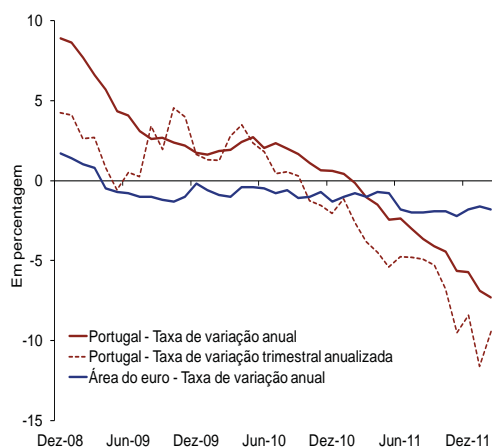
Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Imométrica. Última observação: março 2012.

No que se refere às condições de financiamento das empresas, a evidência disponível sugere que não tenham ocorrido em termos agregados restrições quantitativas abruptas do lado da oferta. Existem, no entanto, grandes diferenças entre empresas e entre setores. De facto, num quadro de forte contração da procura interna, o risco de crédito tendeu a exacerbar-se em empresas de alguns setores de bens não transacionáveis e também nas empresas de menor dimensão. Por outro lado, em contraste com a situação do soberano e dos bancos, um conjunto de empresas privadas com melhor posição financeira e com ligações ao exterior conseguiu reforçar o recurso a financiamento externo.

Gráfico 2.2.23

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS A PARTICULARES PARA CONSUMO



Fonte: Banco de Portugal.

Notas: As séries apresentadas dizem respeito aos empréstimos concedidos por instituições monetárias residentes. As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preço. Os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito bem como de outras operações de montante significativo sem impacto no efetivo financiamento dos particulares. Última observação: fevereiro 2012.

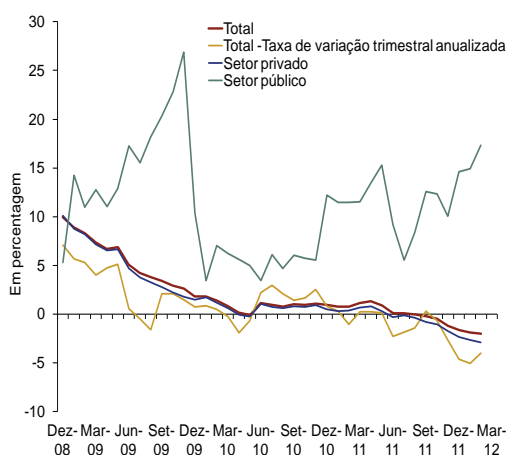
Ao longo do ano de 2011, os empréstimos às sociedades não financeiras acentuaram a tendência de abrandamento, passando a registar taxas de variação negativas a partir de setembro. Ainda que em termos agregados a desaceleração do financiamento das sociedades não financeiras esteja a ser feita de forma gradual, em termos setoriais registam-se evoluções diferenciadas nos empréstimos concedidos pelos bancos residentes às empresas públicas (não incluídas nas administrações públicas) e às empresas do setor privado (taxas de variação anual de 17.3 e -2.9 por cento, respetivamente, em fevereiro de 2012) (Gráfico 2.2.24).

No entanto, quando se analisa o crédito total a estes setores, essa diferenciação atenua-se significativamente (a taxa de variação do crédito às sociedades não financeiras do setor privado foi de -0.4 por cento, sendo que a relativa às empresas públicas foi de 2.2 por cento em fevereiro 2012). Esta evolução reflete o financiamento junto de não residentes, que tem vindo a contribuir positivamente para o financiamento das empresas não financeiras do setor privado (sob a forma quer de empréstimos quer de títulos e créditos comerciais) (Gráfico 2.2.25). Este padrão do financiamento obtido junto dos agentes não residentes não se observa no caso das empresas públicas, onde este tipo de financiamento tem um contributo virtualmente nulo para o crescimento do crédito total (Gráfico 2.2.26).

O diferente perfil de financiamento das sociedades não financeiras do setor público e privadas é patente também quando se analisa o crédito por dimensão da empresa (Gráfico 2.2.27). A este respeito observa-se que as empresas de grande dimensão, onde se concentra a maioria das empresas públicas, e as sociedades gestoras de participações sociais (SGPS) são as que apresentam uma maior taxa de crescimento do crédito total. No entanto, enquanto nas grandes empresas o crescimento observado deveu-se sobretudo a um contributo muito significativo dos empréstimos concedidos por bancos residentes, no caso das SGPS registou-se um forte contributo do financiamento por parte de outros setores sob a forma de títulos de dívida, com destaque para o setor não residente. Todas as restantes empresas registaram diminuições significativas do crédito total, sendo que no caso das micro e médias empresas observou-se um ligeiro contributo positivo de outros setores institucionais que não bancos residentes.

**Gráfico 2.2.24**

**EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS CONCEDIDOS ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS | TAXAS DE VARIAÇÃO ANUAL**

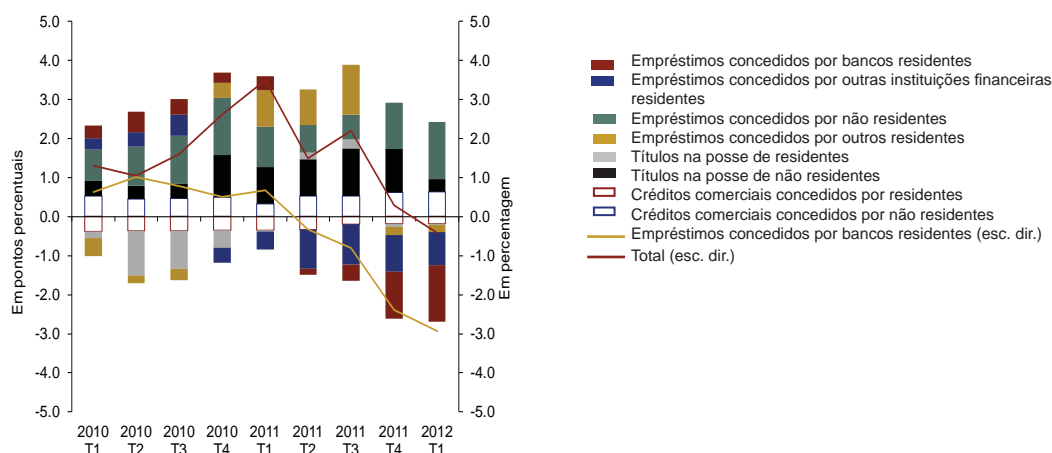


**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** As séries apresentadas dizem respeito aos empréstimos concedidos por instituições monetárias residentes. As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preço. Os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito bem como de outras operações de montante significativo sem impacto no efetivo financiamento das empresas. Última observação: fevereiro 2012.

Gráfico 2.2.25

## CRÉDITO CONCEDIDO ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS DO SETOR PRIVADO | CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL

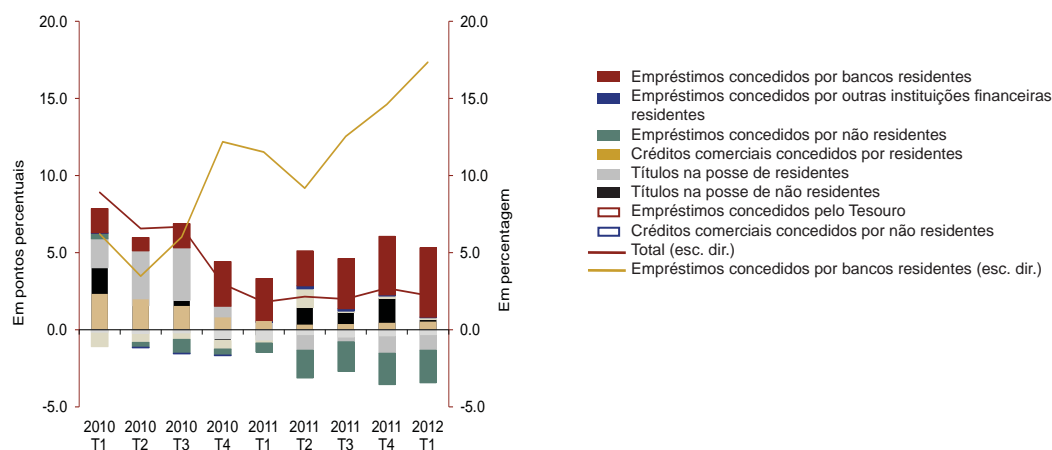


**Fontes:** Banco de Portugal.

**Notas:** Taxas de variação anual dos saldos em fim de período. As séries encontram-se ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preços. Os valores apresentados encontram-se ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito bem como de outras operações sem impacto no efetivo financiamento das empresas. Última observação: fevereiro 2012.

Gráfico 2.2.26

## CRÉDITO CONCEDIDO ÀS EMPRESAS PÚBLICAS NÃO INCLuíDAS NAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS | CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL



**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** Taxas de variação anual dos saldos em fim de período. As séries encontram-se ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preços. Os valores apresentados encontram-se ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito bem como de outras operações sem impacto no efetivo financiamento das empresas. Última observação: fevereiro 2012.

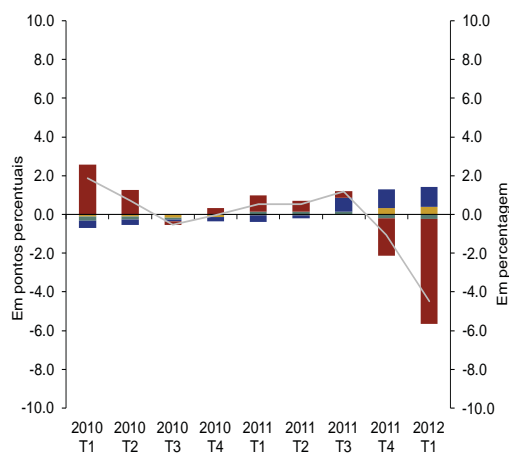
Por ramo de atividade, registou-se uma redução da heterogeneidade das taxas de expansão dos empréstimos bancários, com a quase totalidade dos setores a apresentarem em fevereiro de 2012 variações negativas (Quadro 2.2.2). A contribuir para esta aproximação entre o ritmo de crescimento do crédito aos diferentes setores de atividade esteve o facto das taxas de variação mais baixas registadas em 2010, associadas a setores tais como “Construção” e “Atividades imobiliárias” terem registado uma certa

estabilização, o que contrasta com a maioria dos restantes setores, os quais, de uma forma geral, apresentavam taxas de crescimento positivas até ao primeiro semestre de 2011, registando em fevereiro de 2012 taxas de variação negativas. Não obstante esta aproximação das taxas de crescimento são de assinalar duas exceções. Assim, o setor “Comércio por grosso e a retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos” acentuou a trajetória de desaceleração iniciada no final do primeiro semestre de 2011 e o setor “Transportes e armazenagem” manteve uma taxa de crescimento positiva. Neste último caso, o facto de o setor apresentar uma taxa de crescimento positiva poderá estar relacionado com o elevado peso das empresas públicas, as quais, de uma forma geral, apresentaram uma taxa de crescimento dos empréstimos bancários superior às restantes.

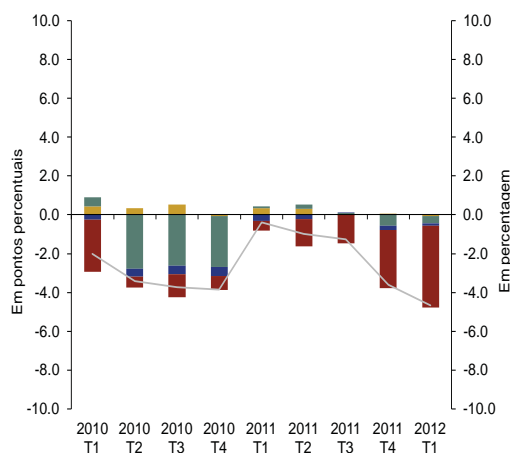
Gráfico 2.2.27

CRÉDITO CONCEDIDO ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS | CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL

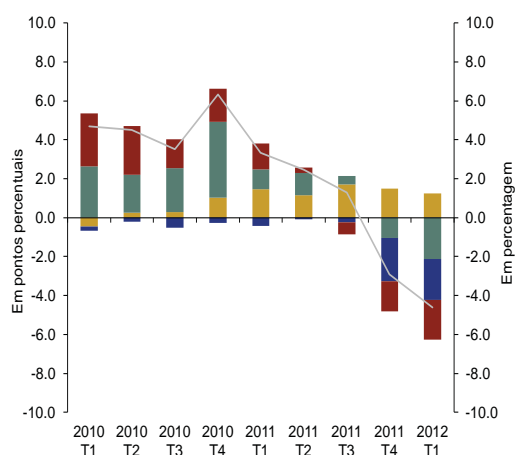
MICRO-EMPRESAS



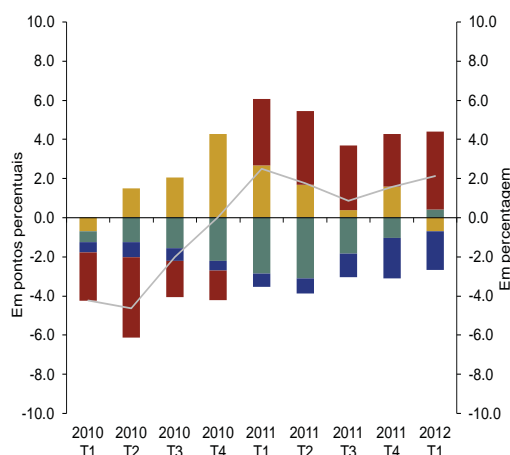
PEQUENAS EMPRESAS



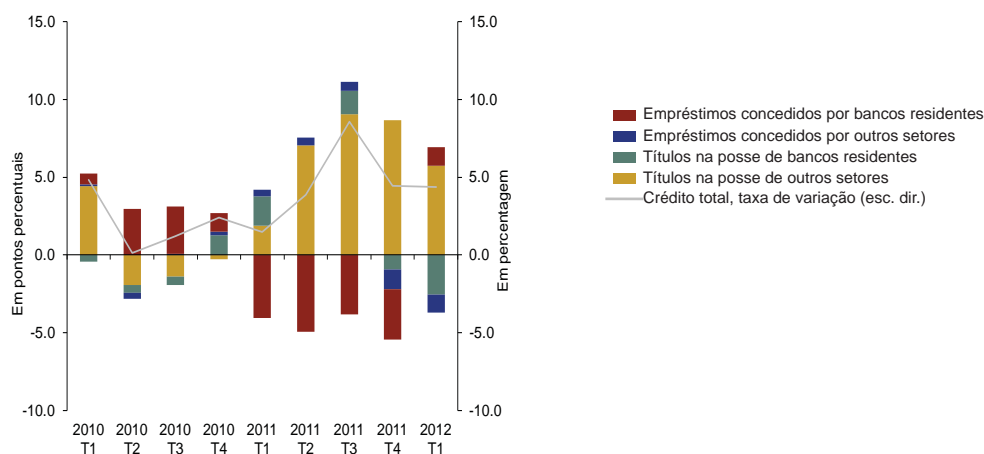
MÉDIAS EMPRESAS



GRANDES EMPRESAS



SGPS



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: Taxas de variação anual dos saldos em fim de período. As séries encontram-se ajustadas de reclassificações. Os valores apresentados encontram-se ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito bem como de outras operações sem impacto no efetivo financiamento das empresas. Última observação: fevereiro 2012.



## Quadro 2.2.1 (continuação)

CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA																
	2008	2009	2010	2011	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2010	2011	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Agregados de depósitos em bancos residentes</b>																
Depósitos do setor privado não monetário <sup>(a)</sup>																
Depósitos de particulares (inclui imigrantes)	3.5	2.8	1.5		3.9	1.3	1.8	2.8	0.6	3.5	2.4	1.5	3.3	1.3	0.6	1.1
	1.3	2.0	9.8		0.9	2.2	1.4	2.0	3.3	5.2	9.2	9.8	2.0	2.0	3.3	3.6
<b>Agregados de empréstimos a residentes concedidos por bancos residentes<sup>(a)</sup></b>																
Empréstimos ao setor privado não financeiro	7.2	2.2	1.6	-2.0	2.1	2.3	2.0	1.6	1.1	0.0	-0.7	-2.0	1.3	1.2	1.1	0.7
Empréstimos a sociedades não financeiras	9.9	1.8	1.0	-1.6	0.8	1.1	1.0	1.0	1.1	0.1	-0.2	-1.6	0.8	0.8	1.1	1.3
Empréstimos a particulares (inclui imigrantes)	4.6	2.3	2.0	-2.2	2.9	3.0	2.6	2.0	1.1	0.0	-1.1	-2.2	1.7	1.4	1.1	0.9
Empréstimos a particulares para habitação	4.3	2.6	2.4	-1.6	3.0	3.3	3.0	2.4	1.6	0.4	-0.6	-1.6	2.2	1.9	1.6	1.3
Empréstimos a particulares para consumo e outros fins	6.2	0.9	0.0	-4.9	2.3	1.8	0.9	0.0	-1.4	-1.8	-3.3	-4.9	-0.4	-0.8	-1.4	-1.1
Do qual: consumo	8.9	1.7	0.6	-5.7	1.9	2.0	1.7	0.6	-1.1	-2.4	-4.1	-5.7	0.4	-0.2	-1.1	-1.5
<b>Agregados de crédito total a residentes concedidos por entidades residentes e não residentes<sup>(a)</sup></b>																
Crédito ao setor privado não financeiro	7.2	2.7	2.0	-0.6	2.1	1.8	1.7	2.0	2.4	0.9	0.9	-0.6	2.1	2.3	2.4	2.4
Crédito a sociedades não financeiras	9.5	3.1	2.6	0.5	1.9	1.5	2.0	2.6	3.4	1.5	2.2	0.5	3.1	3.5	3.4	3.4
Crédito a sociedades não financeiras privadas	9.8	2.6	2.6	0.3	1.3	1.0	1.6	2.6	3.5	1.5	2.2	0.3	3.2	3.6	3.5	3.6
Do qual: Empréstimos concedidos por bancos residentes	10.2	2.2	2.2	-1.3	1.2	2.2	2.4	2.2	2.3	0.6	0.6	-1.3	2.0	2.0	2.3	2.4
Crédito a sociedades não financeiras públicas que não consolidam nas administrações públicas <sup>(a)</sup>	5.6	9.3	3.0	2.7	8.9	6.6	6.7	3.0	1.8	2.1	2.0	2.7	2.3	2.5	1.8	2.0
Do qual: Empréstimos concedidos por bancos residentes	9.2	2.5	2.9	3.2	1.2	-0.4	0.0	2.9	2.7	3.0	2.6	3.2	2.5	2.9	2.7	3.7

### Quadro 2.2.1 (continuação)

[illegible]

**Fontes:** BCE, Euronext Lisboa, EUROSTAT, INE, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice cambial efetivo. (b) O Índice Confidencial Imobiliário retrata a evolução do mercado residencial em Portugal, em particular nas Áreas Metropolitanas de Lisboa e Porto, tendo adotado em Outubro de 2006, uma nova metodologia e alargado a sua informação de base. O índice passou a depender da informação do portal imobiliário Lardoclar.com que, em 2005, continha cerca de 280 mil registos de imóveis. Para informação adicional sobre a metodologia adotada, deverá consultar-se o artigo “*Índice Confidencial Imobiliário: procedimentos metodológicos*”, de Isabel Fonseca e Ricardo Guimarães, na Newsletter Imobiliária Portuguesa - Confidencial Imobiliário, outubro de 2006. (c) Em janeiro de 2010, o INE alterou o método de cálculo do indicador de avaliação bancária na habitação, passando a incluir informação proveniente de um número mais alargado de instituições bancárias e passando a periodicidade dos dados a ser mensal. Foi publicada pelo INE informação retrospectiva desde setembro de 2009, sendo considerados os valores da nova série a partir desta data. (d) Inclui depósitos de não residentes. Exclui os depósitos com prazo acordado superior a 2 anos de outros intermediários financeiros e auxiliares financeiros residentes. (e) As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preço. Os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito bem com de outras operações de montante significativo sem impacto no efetivo financiamento dos setores. (f) Taxas de variação anual dos saldos em fim de período, numa ótica consolidada, i.e., são excluídas operações entre entidades do mesmo setor institucional. Inclui empréstimos concedidos, títulos emitidos e créditos comerciais. As séries encontram-se ajustadas de operações de titularização, reclassificações, abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preço. Quando relevante, os valores são ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito bem com de outras operações de montante significativo sem impacto no efetivo financiamento dos setores. (g) As empresas públicas que não consolidam nas administrações públicas estão incluídas no agregado estatístico das sociedades não financeiras e, por conseguinte, no agregado do setor privado não financeiro.



## Quadro 2.2.2

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS POR OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MONETÁRIAS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS <sup>(a)</sup>   DESAGREGAÇÃO SETORIAL <sup>(b)</sup>   TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL EM FIM DE PERÍODO, EM PORCENTAGEM						
	2008	2009	2010	2011	2012 Fevereiro	Peso
<b>Total</b>	<b>9.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.6</b>	<b>-2.0</b>	<b>100.0</b>
<b>Por setor de atividade :</b>						
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	23.4	5.6	6.1	-1.1	-3.6	1.8
Indústrias extrativas	9.4	1.4	-3.8	-2.9	-6.0	0.4
Indústrias transformadoras	9.2	3.2	1.0	-2.0	-3.6	12.9
Eletricidade, gás, vapor, água, gestão de resíduos e despoluição	49.6	9.6	9.3	0.3	-0.4	4.3
Construção	3.1	0.7	-5.8	-3.8	-4.2	20.3
Comércio por grosso e a retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos	4.2	-2.6	1.4	-5.3	-7.5	12.8
Transportes e armazenagem	20.8	5.0	11.8	5.1	5.9	7.0
Alojamento, restauração e similares	12.9	11.2	16.6	-3.7	0.0	5.1
Atividades de informação e de comunicação	10.3	6.1	19.4	2.5	-3.4	1.1
Atividades das SGPS não financeiras	15.5	2.3	7.9	0.4	1.8	9.9
Atividades imobiliárias	13.8	1.4	-5.1	-0.8	-2.8	13.5
Atividades de consultoria técnicas e administrativas	8.7	-7.4	-1.9	-4.1	-2.2	6.6
Educação, saúde e outras atividades de serviços sociais e pessoais	13.7	15.7	5.0	0.9	7.4	4.3
Outras atividades de serviços	149.7	96.1	870.7	378.8	355.8	0.1

**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** **(a)** As taxas de variação são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de período e transações calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações. São igualmente ajustados de operações de titularização e corrigidos de abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço. Os valores são adicionalmente ajustados do efeito da venda de carteiras de crédito, bem como de outras operações de montante significativo sem impacto no efetivo financiamento das referidas entidades. **(b)** A afetação dos empréstimos por setor de atividade é estimada com base na estrutura da Central de Responsabilidades de Crédito.



### 3. POLÍTICA E SITUAÇÃO ORÇAMENTAL

#### 3.1. Caracterização geral

*O ano de 2011 ficou marcado pelo pedido de assistência económica e financeira. Nesse âmbito, foi elaborado um abrangente programa de ajustamento visando a correção dos desequilíbrios estruturais da economia portuguesa e que inclui um plano de consolidação das finanças públicas com o objetivo de assegurar uma trajetória de evolução sustentável. O objetivo estabelecido no Programa para o défice em 2011 foi cumprido, mas com recurso a um montante muito significativo de medidas temporárias. Ainda assim, observou-se no conjunto do ano um esforço de consolidação sem precedentes, consubstanciado num aumento da receita e, sobretudo, numa forte contração da despesa, o que implicou uma política restritiva pró-cíclica. O rácio da dívida manteve a trajetória de subida, atingindo no final do ano um nível historicamente elevado.*

De acordo com a primeira notificação do Procedimento dos Défices Excessivos de 2012, em 2011, o défice das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional situou-se em 4.2 por cento do PIB, depois de ter ascendido a 9.8 por cento em 2010 (Quadro 3.1.1). Esta evolução encontra-se muito influenciada pelo impacto, quer em 2010, quer em 2011, de medidas temporárias e de fatores especiais num montante muito significativo. Quanto ao rácio da dívida pública, atingiu, no final de 2011, 107.8 por cento do PIB, que compara com o valor de 93.3 por cento registado em 2010. Destaque-se que a tendência de forte aumento do rácio da dívida, evidenciada nos últimos anos, se acentuou em 2011, em particular devido a um elevado montante de ajustamentos défice-dívida.

O Programa fixou em 5.9 por cento do PIB o objetivo para o défice das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional em 2011, o que representou uma revisão em alta da meta estabelecida no Orçamento do Estado (4.6 por cento do PIB). Foram ainda definidas metas trimestrais e um limite anual para o défice na ótica da contabilidade pública. A execução orçamental de 2011 permitiu o cumprimento destes critérios de desempenho. No âmbito do Programa foi ainda estipulado um limite para o *stock* da dívida pública no final do ano, que foi igualmente respeitado em 2011<sup>1</sup>.

Na área da governação orçamental foram introduzidas em 2011 alterações importantes, envolvendo, em particular, a definição de regras orçamentais, o estabelecimento de um quadro orçamental de médio prazo e a criação de um conselho de finanças públicas independente (ver “Caixa 3.1 *Enquadramento institucional das finanças públicas em Portugal: desenvolvimentos recentes*”, deste Relatório). Estas alterações surgem em simultâneo com modificações muito substanciais no quadro de supervisão orçamental da União Europeia (ver “Caixa 3.2 *Desenvolvimentos no quadro de supervisão orçamental da União Europeia*”, deste Relatório) e são muito exigentes em termos de implementação, requerendo um importante investimento nos recursos humanos especializados e uma interiorização plena das novas regras e procedimentos por todas as entidades e agentes envolvidos.

<sup>1</sup> Note-se que a definição de dívida pública relevante para avaliação dos critérios de desempenho no contexto do Programa não coincide com a definição de dívida de Maastricht utilizada no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos. De acordo com a última definição, a dívida pública ascendeu, no final de 2011, a 184.291 milhões de euros. O *stock* de dívida pública compilado de acordo com os critérios definidos no Programa corresponde a 168.901 milhões de euros, que comparam com um limite de 175.900 milhões de euros.

## Quadro 3.1.1

PRINCIPAIS INDICADORES ORÇAMENTAIS   EM PORCENTAGEM DO PIB						
	2007	2008	2009	2010	2011	Variação 2011-2010 <sup>(d)</sup>
<b>Saldo total</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.6</b>	<b>-10.2</b>	<b>-9.8</b>	<b>-4.2</b>	<b>5.6</b>
Componente cíclica	1.0	1.5	0.9	1.7	0.7	-1.0
Medidas temporárias <sup>(a)</sup>	0.1	1.1	0.0	1.7	4.0	2.3
<b>Saldo estrutural<sup>(b)</sup></b>	<b>-4.3</b>	<b>-6.2</b>	<b>-11.0</b>	<b>-13.2</b>	<b>-8.9</b>	<b>4.3</b>
Despesa em juros	2.9	3.0	2.8	2.9	3.9	1.0
<b>Saldo primário estrutural<sup>(b)</sup></b>	<b>-1.4</b>	<b>-3.2</b>	<b>-8.2</b>	<b>-10.3</b>	<b>-5.1</b>	<b>5.3</b>
Fatores especiais <sup>(c)</sup>				-2.9	-0.9	2.0
<b>Saldo estrutural excluindo fatores especiais</b>				<b>-10.3</b>	<b>-8.0</b>	<b>2.3</b>
<b>Saldo primário estrutural excluindo fatores especiais</b>				<b>-7.5</b>	<b>-4.1</b>	<b>3.3</b>
<b>Dívida pública</b>	<b>68.3</b>	<b>71.6</b>	<b>83.1</b>	<b>93.3</b>	<b>107.8</b>	<b>14.4</b>

**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) De acordo com a definição adotada no Eurosistema, medidas temporárias dizem respeito a medidas discricionárias ou outros fatores não recorrentes que afetam o saldo das administrações públicas no mesmo sentido durante um período de tempo limitado (três anos, no máximo). Nesta definição incluem-se fatores com impacto, quer positivo, quer negativo, no saldo orçamental, mas é adotada uma abordagem cautelosa na classificação de medidas que contribuam para a sua deterioração. O impacto anual de uma medida temporária deverá exceder 0.1 por cento do PIB. Ver Quadro 3.1.2 (b) 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. (c) Ver Quadro 3.1.2 (d) As variações não correspondem necessariamente às diferenças dos valores em percentagem do PIB devido a arredondamentos.

**A análise dos desenvolvimentos orçamentais de 2011 deve ser realizada tendo em conta o impacto de um conjunto de medidas temporárias e de fatores especiais. Ainda assim, o esforço de consolidação atingiu uma magnitude sem precedentes.**

Os desenvolvimentos orçamentais de 2011 têm subjacente uma série de medidas temporárias com um impacto na receita de 4.0 pontos percentuais (p.p.) do PIB e de outros fatores especiais<sup>2</sup> cujo impacto na despesa ascendeu a 0.9 p.p. do PIB (Quadros 3.1.1 e 3.1.2).

De acordo com a definição de medidas temporárias adotada no Eurosistema, inclui-se nesta categoria a transferência para o Estado da titularidade dos ativos dos fundos de pensões de um conjunto de instituições financeiras, por contrapartida da assunção pela Segurança Social das responsabilidades associadas aos encargos com as pensões de velhice e de sobrevivência dos reformados e pensionistas do setor bancário abrangidos pelo respetivo regime substitutivo (ver "Caixa 3.3 Transferências de fundos de pensões e o seu impacto nas contas públicas em Portugal: 1997-2011", deste Relatório). Esta operação traduziu-se no registo em Contas Nacionais de uma receita de capital no montante de 3.5 por cento do PIB. A receita obtida com a aplicação de uma sobretaxa em sede de IRS sobre o subsídio de natal, correspondente a 0.5 por cento do PIB, é igualmente classificada como medida temporária.

Tal como em 2010, os desenvolvimentos orçamentais de 2011 foram afetados por um conjunto adicional de fatores especiais com um impacto negativo no saldo orçamental e que, no seu conjunto, implicaram uma deterioração do mesmo em 0.9 por cento do PIB (Quadro 3.1.2). Em particular, a despesa de capital das administrações públicas foi afetada pelo registo como transferência de capital do montante despendido com a recapitalização do Banco Português de Negócios, no âmbito do respetivo processo de reprivatização (0.4 por cento do PIB) e da totalidade do stock de dívida garantida pelo Governo Regional da Madeira à empresa SESARAM (0.2 por cento do PIB). Adicionalmente, a reclassificação da empresa Via Madeira no setor das administrações públicas e a consequente assunção das respetivas imparidades implicou uma deterioração do saldo orçamental em 0.2 por cento do PIB, essencialmente por via de um

<sup>2</sup> São considerados fatores especiais transações que afetam pontualmente o défice das administrações públicas, mas que, de acordo com a definição do Eurosistema, não podem ser tratadas como medidas temporárias. Ver Quadro 3.1.2 para uma listagem detalhada dos fatores especiais e das medidas temporárias.

Quadro 3.1.2

MEDIDAS TEMPORÁRIAS E FATORES ESPECIAIS   EM PORCENTAGEM DO PIB		
	2010	2011
<b>Medidas temporárias</b>	<b>1.7</b>	<b>4.0</b>
Transferência de ativos de fundos de pensões	1.6	3.5
Atribuição de concessões	0.1	-
Sobre-taxa em sede de IRS	-	0.5
<b>Fatores especiais</b>	<b>2.9</b>	<b>0.9</b>
Entrega de dois submarinos	0.5	-
Reclassificação de contratos de PPPs	0.5	0.1
Efeito BPN <sup>(a)</sup>	1.0	0.4
Efeito BPP <sup>(b)</sup>	0.3	-
Efeito Madeira	0.6	0.4
Reclassificação da Via Madeira	-	0.2
Execução de garantias da SESARAM	-	0.2
Dívidas do Governo Regional	0.6	0.1
<b>Impacto na receita</b>	<b>1.6</b>	<b>4.0</b>
<b>Impacto na despesa</b>	<b>2.9</b>	<b>0.9</b>
<b>Impacto no saldo orçamental</b>	<b>-1.2</b>	<b>3.1</b>

**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Em 2010, o “Efeito BPN” reflete a assunção de imparidades do Banco Português de Negócios por parte de sociedades constituídas com esse propósito, classificadas no setor das administrações públicas. Em 2011, diz respeito à despesa com a recapitalização do Banco Português de Negócios, no âmbito do respetivo processo de reprivatização. (b) O “Efeito BPP” diz respeito à execução de uma garantia concedida pelo Estado ao Banco Privado Português.

aumento do investimento. Esta última rubrica foi igualmente afetada pelo registo na conta das administrações públicas do investimento realizado na Via do Infante em regime de parceira público-privada (0.1 por cento do PIB). Refira-se, finalmente, o registo de um conjunto de dívidas contraídas pelo Governo Regional da Madeira, que implicou um aumento do défice em 0.1 por cento do PIB.

***Num contexto de correção inadiável dos desequilíbrios estruturais da economia portuguesa, a política orçamental assumiu um caráter restritivo.***

De acordo com as estimativas do Banco de Portugal, baseadas na metodologia de ajustamento cíclico adotada pelo Eurosistema<sup>3</sup>, a componente cíclica do saldo estrutural registou em 2011 uma diminuição de 1.0 p.p. do PIB, dando assim um contributo negativo para a variação observada no saldo orçamental. Este desenvolvimento reflete, essencialmente, o facto de o consumo privado em termos reais ter registado em 2011 uma queda mais acentuada do que a respetiva tendência<sup>4</sup>.

A estimativa do Banco de Portugal aponta para uma melhoria do défice estrutural em 4.3 p.p. do PIB tendencial<sup>5</sup>, situando-se o respetivo nível em 8.9 por cento do PIB. Num contexto de aumento muito significativo da despesa com juros, a orientação da política orçamental, medida pela variação do saldo primário estrutural, foi claramente restritiva e pró-cíclica (Gráfico 3.1.1). De facto, em 2011 a variação do saldo primário estrutural cifrou-se em 5.3 p.p. do PIB tendencial. A variação do saldo primário estru-

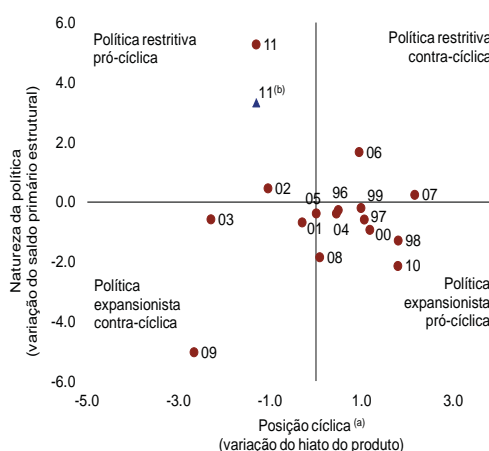
<sup>3</sup> Para maior detalhe sobre a metodologia de ajustamento cíclico adotada no Eurosistema, ver Braz, C. (2006), “O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma atualização”, Banco de Portugal, *Boletim Económico - Inverno*.

<sup>4</sup> Destaque-se que a estimativa obtida para a variação da componente cíclica do défice é mais negativa do que a estimativa obtida sem ter em conta os efeitos da composição do crescimento económico (-0.7 p.p.). No caso da metodologia de ajustamento cíclico adotada pelo Eurosistema são consideradas as bases macroeconómicas mais adequadas a cada rubrica orçamental, enquanto a generalidade das metodologias apenas tem em conta de uma forma agregada os efeitos reais do PIB sobre o saldo orçamental.

<sup>5</sup> O PIB nominal tendencial é definido como o PIB real tendencial (calculado de acordo com a metodologia de ajustamento cíclico adotada pelo Eurosistema) multiplicado pelo deflador do PIB observado. Depois de registar um crescimento de 0.7 por cento em 2010, o PIB nominal tendencial desacelerou, tendo registado um crescimento de 0.3 por cento em 2011.

Gráfico 3.1.1

## POLÍTICA ORÇAMENTAL E POSIÇÃO CÍCLICA: 1996-2011



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) 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. (b) Variação do saldo primário estrutural corrigida de fatores especiais.

tural entre 2010 e 2011 corrigida do impacto de fatores que, embora extraordinários, não se inserem na definição de medidas temporárias utilizada no Eurosistema, cifrou-se em 3.3 p.p. do PIB.

***Embora a carga fiscal estrutural tenha aumentado consideravelmente, a redução do défice primário estrutural ficou a dever-se numa maior medida à redução da despesa primária estrutural, em particular das despesas com pessoal e do investimento.***

A consolidação orçamental registada em 2011 resultou de uma diminuição da despesa primária estrutural e, num menor grau, de um aumento da receita estrutural (Gráfico 3.1.2). Com efeito, a despesa primária estrutural, corrigida ainda de outros fatores especiais, diminuiu 2.0 p.p. do PIB tendencial, acentuando-se a tendência de queda já evidenciada em 2010. Este desenvolvimento é essencialmente explicado pela forte redução das despesas com pessoal e pela contração registada ao nível do investimento público. Por sua vez, a receita estrutural em percentagem do PIB tendencial aumentou 1.4 p.p. Esta evolução decorre do comportamento da carga fiscal estrutural que, depois de uma relativa estabilização em 2010, aumentou 1.5 p.p. em 2011<sup>6</sup> (Gráfico 3.1.3). Não obstante, a carga fiscal estrutural permaneceu num nível inferior ao máximo atingido em 2007.

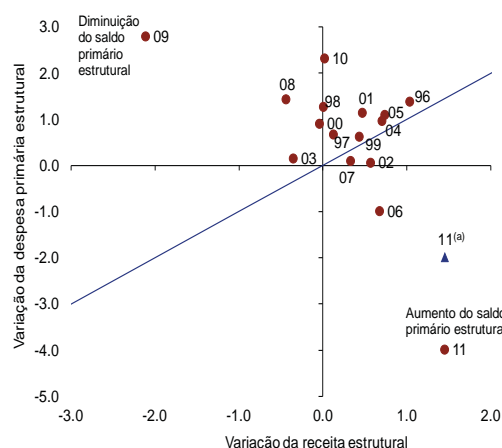
***A execução orçamental de 2011 beneficiou do impacto de medidas de consolidação implementadas no ano anterior, incluídas no Orçamento do Estado para 2011 ou anunciadas no decurso do ano.***

As alterações no sistema fiscal com reflexo na receita de impostos e contribuições sociais em 2011 foram no sentido de um aumento muito significativo do nível da tributação em Portugal. No âmbito do IRS, observou-se um agravamento da tributação dos rendimentos mais elevados, dos rendimentos de pensões e de capitais e uma diminuição dos benefícios fiscais. Em sede de IRC, registou-se também um aumento

<sup>6</sup> A carga fiscal estrutural inclui as receitas de impostos sobre o rendimento e o património, dos impostos sobre a produção e a importação, dos impostos de capital e das contribuições sociais, ajustadas de efeitos cíclicos e excluindo o impacto de medidas temporárias.

Gráfico 3.1.2

VARIAÇÃO DA RECEITA E DESPESA PRIMÁRIA ESTRUTURAIS: 1996-2011 | EM PONTOS PERCENTUAIS DO PIB  
TENDENCIAL



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

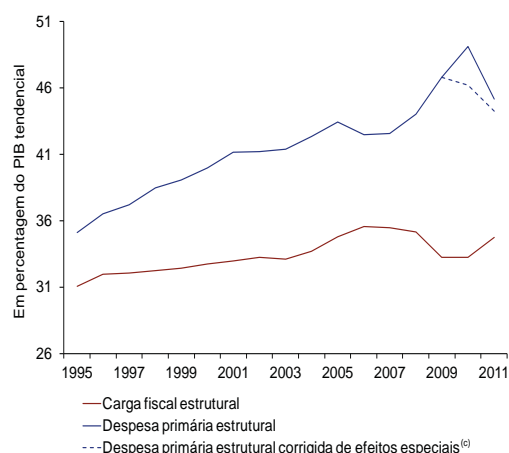
**Nota:** (a) Variação da despesa primária estrutural corrigida de fatores especiais.

do imposto sobre os lucros tributáveis mais elevados e uma redução dos benefícios fiscais. Adicionalmente, o Orçamento do Estado para 2011 procedeu à introdução de uma contribuição sobre o setor bancário, classificada em Contas Nacionais como receita de impostos sobre o rendimento e o património. Quanto ao IVA, após os aumentos de 1 p.p. de todas as taxas, em vigor desde julho de 2010, são de destacar, em 2011, a subida da taxa normal de 2 p.p., a partir de janeiro e, em outubro, a subida do IVA sobre o gás e a eletricidade (com um pequeno impacto sobre a receita de 2011).

Ainda em termos de medidas do lado da receita, são de destacar o aumento de 10 para 11 por cento da taxa de contribuição dos subscritores da Caixa Geral de Aposentações (CGA), a integração no regime geral da Segurança Social das contribuições sociais do setor bancário e a entrada em vigor do novo

Gráfico 3.1.3

CARGA FISCAL<sup>(a)</sup> E DESPESA PRIMÁRIA<sup>(b)</sup> ESTRUTURAIS: 1995-2011



**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** (a) A carga fiscal inclui os impostos e as contribuições sociais, ajustados de efeitos cíclicos e do impacto de medidas temporárias. (b) A despesa primária é ajustada de efeitos cíclicos e do impacto de medidas temporárias. (c) Despesa primária corrigida de efeitos cíclicos e do impacto de medidas temporárias e de fatores especiais em 2010 e 2011 (ver Quadro 3.1.2).

Código Contributivo, que afetaram a receita de contribuições sociais das administrações públicas, bem como a introdução de portagens em autoestradas anteriormente exploradas em regime de concessão sem custos para o utilizador.

Do lado da despesa, é de salientar a redução de 5 por cento em termos médios dos vencimentos dos funcionários públicos, prevista no Orçamento do Estado para 2011, e o controlo das admissões. No que respeita às prestações sociais, a execução do ano foi influenciada pelo congelamento das pensões, pela aplicação das novas regras da condição de recursos para o reconhecimento e manutenção do direito ao Rendimento Social de Inserção, ao subsídio social de desemprego e ao subsídio familiar a crianças e jovens, anunciadas em 2010, e por alterações nas regras de atribuição e cálculo do subsídio de desemprego. Adicionalmente, diversas medidas no setor da saúde deram um contributo não negligenciável para a consolidação orçamental.

### 3.2. Desenvolvimentos orçamentais em 2011

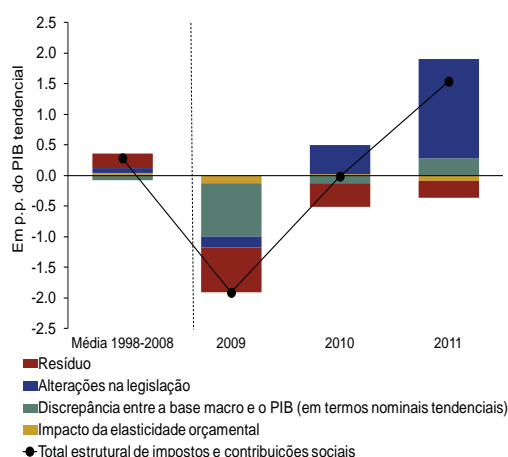
#### Receita

***O aumento da carga fiscal estrutural em 2011 deve-se essencialmente às alterações legislativas em vigor desde meados de 2010 ou incluídas no Orçamento do Estado para 2011.***

Em 2011, a carga fiscal em percentagem do PIB tendencial registou um novo aumento que se cifrou em 0.9 p.p.. O impacto do ciclo económico contribuiu negativamente com 1.1 p.p. para esta variação, enquanto o efeito de medidas temporárias deu um contributo positivo de 0.5 p.p. para este crescimento. Deste modo, a componente estrutural da carga fiscal aumentou 1.5 p.p. do PIB tendencial, refletindo sobretudo as alterações legislativas com impacto na receita de 2011 (Gráfico 3.2.1). A discrepância entre as taxas de variação nominais tendenciais das bases macroeconómicas e do PIB teve um contributo apenas ligeiramente positivo para a variação estrutural do total de impostos e contribuições sociais. A componente residual, pelo contrário, teve um contributo negativo, que reflete, essencialmente, efeitos

Gráfico 3.2.1

CONTRIBUTOS PARA A VARIAÇÃO ESTRUTURAL DO TOTAL DE IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS (a)



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Para maior detalhe sobre a metodologia subjacente à elaboração destes contributos ver Kremer et al. (2006), "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", ECB Working paper no. 579; Braz, C. (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma actualização", Banco de Portugal, Boletim Económico - Inverno.



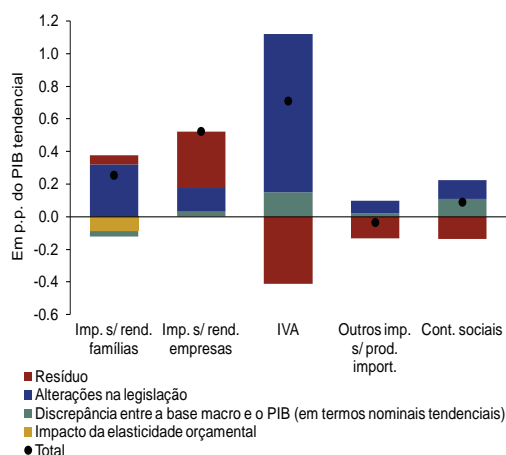
de reembolsos e a menor receita de contribuições sociais decorrente do corte salarial implementado na administração pública.

O Gráfico 3.2.2 ilustra a evolução da receita estrutural associada aos principais impostos e contribuições sociais em 2011. A receita estrutural dos impostos sobre o rendimento das famílias registou um aumento de 4.9 por cento, correspondente a uma variação em 0.3 p.p. do PIB tendencial. O crescimento da receita estrutural foi consideravelmente inferior ao evidenciado pela receita efetiva (10.0 por cento), cuja evolução está muito influenciada pela receita extraordinária resultante da aplicação de uma sobretaxa de IRS sobre a parte do subsídio de natal que excedia o salário mínimo nacional. Dado o comportamento pró-cíclico da base macroeconómica adotada para o IRS (massa salarial do setor privado), a componente cíclica da receita destes impostos registou uma diminuição. O respetivo impacto foi mais do que compensado pelo efeito de alterações na legislação. Este reflete, em particular, um conjunto de medidas em vigor desde meados de 2010: a criação de um imposto extraordinário aplicável aos contribuintes com rendimentos mais elevados (através do agravamento das taxas marginais referentes aos escalões superiores deste imposto), a introdução de um novo escalão com taxa marginal de 45 por cento relativo a rendimentos coletáveis superiores a 150 mil euros e a subida das taxas liberatórias. Adicionalmente, o Orçamento do Estado para 2011 introduziu limites globais para as deduções à coleta e benefícios fiscais nos dois escalões de rendimento mais elevados, reduziu a dedução aplicável a pensões superiores a 22.500 euros anuais e aumentou a tributação de mais-valias. Em 2011, o resíduo referente aos impostos sobre o rendimento das famílias é aproximadamente nulo, refletindo o impacto de dois efeitos de sinal contrário que aproximadamente se cancelam: por um lado, verificou-se um aumento da receita de taxas liberatórias, devido ao aumento das taxas de retenção e ao crescimento dos rendimentos de capitais decorrente da subida das taxas de juro; por outro, registou-se em 2011 um aumento do montante de reembolsos de IRS em resultado de as alterações introduzidas em meados de 2010 não terem sido refletidas de forma adequada nas tabelas de retenção na fonte, conduzindo a um excesso dos montantes retidos nesse ano. Este efeito tem um impacto negativo na magnitude da componente residual dos impostos sobre o rendimento das famílias.

A receita estrutural dos impostos sobre o rendimento das empresas apresentou, em 2011, um aumento de 18.6 por cento (13.4 por cento em termos efetivos). Esta variável evidenciou um crescimento bastante superior ao do PIB privado nominal tendencial, que é a base macroeconómica considerada para efeitos

**Gráfico 3.2.2**

**CONTRIBUTOS PARA A VARIAÇÃO ESTRUTURAL DOS IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS EM 2011<sup>(a)</sup>**



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Nota: (a)** Para maior detalhe sobre a metodologia subjacente à elaboração destes contributos ver Kremer et al. (2006), "A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances", ECB Working paper no. 579; Braz, C. (2006), "O cálculo dos saldos ajustados do ciclo no Banco de Portugal: uma actualização", Banco de Portugal, *Boletim Económico - Inverno*.

de ajustamento cíclico, contribuindo com 0.5 p.p. do PIB tendencial para a melhoria do saldo estrutural. Para esta evolução contribuíram duas medidas: a sobretaxa de 2.5 p.p. em sede de IRC aplicável à parte do lucro tributável superior a 2 milhões de euros, introduzida em meados de 2010; e a imposição de uma contribuição ao setor bancário, incluída no Orçamento do Estado para 2011. Adicionalmente, a componente residual também apresentou uma magnitude expressiva, refletindo o retorno dos reembolsos a um nível considerado normal (depois de um crescimento mais acentuado em 2010) e, principalmente, o facto de a base macroeconómica não captar adequadamente o comportamento dos lucros tributáveis.

Em termos estruturais, a coleta do IVA registou em 2011 um aumento de 10.2 por cento (0.7 p.p. do PIB tendencial), a que corresponde uma subida de 4.7 por cento em termos efetivos. O crescimento desta variável excedeu, em larga medida, o da respetiva base macroeconómica (o consumo privado nominal). O principal contributo para o aumento da receita estrutural do IVA é atribuído às revisões das taxas implementadas em julho de 2010 (1 p.p. em todas as taxas) e em janeiro de 2011 (2 p.p. na taxa normal), e, numa menor medida, ao aumento da taxa aplicável à eletricidade e ao gás a partir de outubro de 2011. O resíduo negativo muito significativo está associado quase na íntegra ao forte crescimento dos reembolsos, em parte explicado por alterações administrativas que os tornaram mais céleres.

A receita estrutural dos restantes impostos sobre a produção e a importação apresentou um ligeiro decréscimo. Em termos efetivos, a receita do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos diminuiu 4.0 por cento. Esta evolução foi mais favorável que o que decorreria dos desenvolvimentos nas vendas de combustíveis<sup>7</sup>, uma vez que houve uma redução da despesa fiscal neste imposto em resultado da eliminação de benefícios fiscais aos biocombustíveis. Por seu turno, a pronunciada queda registada pelas vendas de veículos (31.9 por cento nos automóveis ligeiros de passageiros) não se refletiu na íntegra na receita do Imposto sobre Veículos (que diminuiu 22.6 por cento). Com efeito, em 2011, a receita deste imposto beneficiou do forte aumento de vendas de veículos em dezembro de 2010 que apenas se traduziu em receita em janeiro do ano seguinte. As coletas do Imposto sobre o Tabaco e do Imposto Municipal sobre Imóveis registaram variações positivas (1.3 e 4.3 por cento, respetivamente). Destaque-se, finalmente, as diminuições na receita do Imposto de Selo (-3.6 por cento) e do Imposto Municipal sobre as Transmissões de Imóveis (-27.9 por cento), que refletem uma redução do volume de transações financeiras e imobiliárias, respetivamente.

Em 2011, a receita de contribuições sociais diminuiu 0.3 por cento, tendo as contribuições efetivas aumentado 3.3 por cento e as contribuições imputadas decrescido 10.7 por cento. Em termos estruturais, as contribuições sociais aumentaram 1.1 por cento, o que se traduziu numa variação diminuta em percentagem do PIB tendencial (0.1 p.p.). Esta evolução é justificada, em larga medida, pelo facto da massa salarial do setor privado nominal tendencial ter apresentado um crescimento mais acentuado do que o PIB nominal tendencial e pelo impacto de alterações na legislação: o aumento de 10 para 11 por cento da taxa de contribuição dos subscritores da CGA, a integração das contribuições sociais do setor bancário no regime geral de Segurança Social e a entrada em vigor do novo Código Contributivo. Em sentido contrário, observou-se uma redução da receita decorrente do corte salarial implementado na função pública, que tem impacto sobretudo nas contribuições imputadas e é captada pela componente residual. Relembre-se que, em Contas Nacionais, as contribuições patronais relativas a trabalhadores das administrações públicas que são subscritores da CGA são obtidas aplicando uma taxa de 28.43 por cento aos seus vencimentos e registadas como contribuições imputadas. Esta parcela diminuiu 7.7 por cento em 2011.

Não obstante a quebra evidenciada pelos dividendos (-44.2 por cento), em 2011 as restantes componentes da receita corrente registaram, no seu conjunto, um aumento de 7.1 por cento. Para esta variação contribuiu o crescimento dos juros recebidos pelas administrações públicas (122.1 por cento) e, em menor grau, das vendas de bens e serviços (3.6 por cento).

---

<sup>7</sup> Recorde-se que, em 2011, as vendas de gasolina caíram 9.5 por cento, enquanto as de gasóleo diminuíram 6.6 por cento.

**O aumento da receita de capital efetiva reflete o recurso a medidas temporárias de magnitude muito significativa. Em termos estruturais, esta rubrica registou uma diminuição acentuada.**

A receita de capital registou um aumento bastante substancial em termos efetivos (61.5 por cento). Contudo, esta evolução reflete o impacto das transferências de ativos dos fundos de pensões da Portugal Telecom (PT) e do setor bancário (respetivamente em 2010 e 2011), transações que se enquadram na definição de medidas temporárias adotada no Eurosistema. Assim, em termos estruturais, a receita de capital diminuiu 17.6 por cento, o que se traduziu numa variação ligeiramente negativa em percentagem do PIB tendencial (-0.2 p.p.). Note-se que a taxa de crescimento da receita estrutural tem implícito um efeito de base associado ao Regime Excecional de Regularização Tributária de 2010, que conduziu ao repatriamento de capitais detidos no estrangeiro e à respetiva regularização fiscal, promovendo um aumento atípico da receita de impostos de capital desse ano.

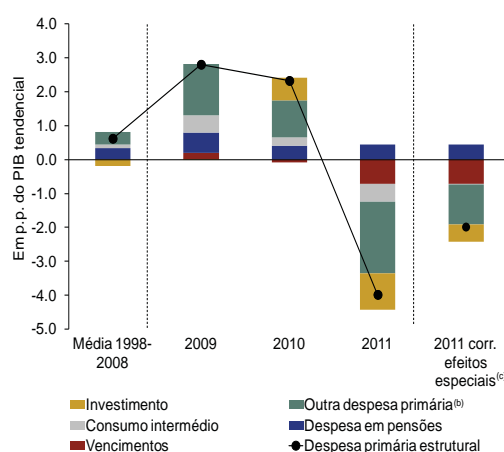
### Despesa primária

**A despesa corrente primária registou em 2011, pela primeira vez desde 1995<sup>8</sup>, um decréscimo considerável, generalizado às suas principais componentes.**

Em 2011, a despesa corrente primária estrutural registou uma redução (-4.1 por cento), diminuindo 1.9 p.p. em percentagem do PIB tendencial (Gráfico 3.2.3). Esta evolução foi generalizada às suas principais rubricas, com particular destaque para as despesas em consumo intermédio e com pessoal. A evolução da despesa em consumo intermédio (-10.1 por cento) foi muito condicionada por um efeito de base resultante da entrega de material militar num montante não negligenciável, em 2010, bem como pelo registo em 2011 de dívidas do Governo Regional da Madeira. Corrigindo estes efeitos, ter-se-ia observado uma redução de 0.1 por cento.

**Gráfico 3.2.3**

**CONTRIBUTOS PARA A VARIAÇÃO ESTRUTURAL DA DESPESA PRIMÁRIA<sup>(a)</sup>**



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) A composição da despesa primária encontra-se corrigida dos efeitos das sucessivas empresarializações de hospitais públicos no período 2002-2010 de acordo com estimativas do Banco de Portugal. (b) A outra despesa primária inclui as prestações sociais excluindo as pensões, as contribuições sociais das administrações públicas, os subsídios e as outras despesas correntes e de capital. (c) Variação da despesa primária estrutural corrigida do impacto de fatores especiais em 2010 e 2011.

<sup>8</sup> Data a partir da qual estão disponíveis dados compatíveis.

No que se refere às despesas com pessoal, a redução registada (-8.2 por cento) é essencialmente explicada pela diminuição dos vencimentos em 7.8 por cento. Para esta evolução contribuíram o corte salarial na função pública em vigor desde janeiro de 2011, bem como a diminuição do número de funcionários públicos (-2.7 por cento). Estes efeitos foram reforçados pela já referida queda das contribuições sociais imputadas.

As transferências sociais em dinheiro foram a única rubrica da despesa corrente primária a registar uma variação positiva em 2011, ainda que pouco expressiva. O crescimento de 1.4 por cento desta rubrica decorreu essencialmente do comportamento da despesa com pensões, não obstante o respetivo congelamento (com exceção das pensões mínimas). Com efeito, o montante relativo ao pagamento de pensões aumentou 3.1 por cento na Segurança Social e 5.4 por cento na CGA. No subsistema Segurança Social observou-se uma ligeira desaceleração da despesa com pensões face ao ano anterior, num contexto de quase estabilização da taxa de variação média do número de pensionistas (1.4 por cento em 2011). Note-se que a evolução da despesa com pensões da responsabilidade da CGA está influenciada pelo pagamento de pensões de ex-funcionários da PT na sequência da transferência para a CGA em 2010 de ativos afetos ao respetivo fundo de pensões. Corrigindo este efeito, o crescimento desta despesa cifrar-se-ia em 3.4 por cento (o que também representa uma desaceleração face a 2010), enquanto a taxa de variação média do número de pensionistas da CGA se situaria em 2.5 por cento (que compara com a taxa não ajustada de 4.2 por cento).

No que diz respeito à despesa com as restantes prestações sociais em dinheiro, observou-se uma diminuição substancial. De facto, refletindo o impacto das alterações introduzidas no que se refere às condições necessárias para aceder e manter o direito a prestações sociais não contributivas, os montantes despendidos com o Rendimento Social de Inserção, o Complemento Solidário para Idosos e o subsídio familiar a crianças e jovens registaram quedas acentuadas. Neste último caso, a diminuição observada foi igualmente afetada pela eliminação do pagamento aos 4º e 5º escalões e do suplemento de 25 por cento aos primeiros escalões, incluída no Orçamento do Estado para 2011. Os subsídios de doença permaneceram essencialmente invariantes entre 2010 e 2011. Por seu turno, os subsídios de desemprego cresceram 0.7 por cento em termos estruturais, enquanto em termos efetivos se observou uma redução de 5.3 por cento. Também neste caso o decréscimo observado está associado à revisão das condições de acesso e da forma de cálculo desta prestação, implementadas em 2010. De referir que o número médio de desempregados subsidiados caiu 14.1 por cento em 2011.

As prestações sociais em espécie registaram, no seu conjunto, uma diminuição de 4.7 por cento. Esta evolução foi essencialmente explicada pelos decréscimos de 12.4 por cento e de 2.2 por cento, respetivamente, na despesa com convenções e farmácias e no pagamento de serviços prestados pelos hospitais-empresa. No primeiro caso, importa destacar que a evolução da despesa reflete medidas adotadas no setor da saúde, em particular a redução dos preços dos medicamentos comparticipados e a diminuição de algumas taxas de comparticipação de medicamentos.

Refira-se, finalmente, que em 2011 a despesa com subsídios se manteve num nível próximo do do ano anterior, tendo registado uma variação de -0.9 por cento, em particular devido à diminuição em 5.6 por cento na despesa com indemnizações compensatórias para empresas públicas classificadas fora do setor das administrações públicas.

***A despesa de capital registou uma queda acentuada, refletindo reduções quer do investimento público, quer das transferências de capital.***

Em termos efetivos, a despesa de capital registou em 2011 uma queda de 34.4 por cento, depois de em 2010 ter crescido 45.9 por cento. O investimento público caiu 28.8 por cento, mas esta evolução encontra-se influenciada pelo efeito de fatores especiais que afetaram o nível desta variável em 2010 e 2011. Em particular, a execução de 2010 reflete o registo em Contas Nacionais do investimento efetuado

no âmbito de contratos de construção e exploração de infraestruturas rodoviárias, anteriormente classificados como parceiras público-privadas, bem como de despesa do Governo Regional da Madeira, ainda em dívida. Em 2011, foi igualmente levada a cabo a reclassificação na conta das administrações públicas do investimento realizado no âmbito de uma parceria público-privada e de despesas de investimento da empresa Via Madeira. Excluindo o impacto destes fatores e a diminuição acentuada da receita obtida com a venda de bens de investimento (registada em contabilidade nacional como uma despesa de capital negativa), o decréscimo do investimento das administrações públicas ter-se-ia cifrado em 25.2 por cento. Esta evolução decorreu, em larga medida, da queda registada pelas despesas de investimento das Estradas de Portugal (-66.1 por cento) e da Parque Escolar (-32.1 por cento), bem como da administração local (-9.9 por cento).

As transferências de capital registaram igualmente uma variação negativa (-40.1 por cento). Note-se, contudo, que a evolução das transferências de capital está muito influenciada por um efeito de base decorrente do registo em 2010 dos montantes referentes à execução de uma garantia concedida pelo Estado a um empréstimo ao Banco Privado Português e à assunção de imparidades do Banco Português de Negócios por entidades classificadas no setor das administrações públicas. Adicionalmente, em 2011, estão incluídos nesta rubrica a despesa com a recapitalização do Banco Português de Negócios e o *stock* de dívida garantida pelo Governo Regional da Madeira à empresa SESARAM, bem como o efeito de um reescalamento de dívidas de clubes de futebol da Região Autónoma da Madeira. O decréscimo das transferências de capital corrigidas deste conjunto de fatores é bastante menos acentuado do que a sua diminuição efetiva, situando-se em -1.0 por cento. Esta evolução reflete ainda o crescimento evidenciado pelas ajudas ao investimento (11.1 por cento) e a diminuição registada pelos aumentos de capital em empresas públicas não incluídas no setor das administrações públicas reclassificados nesta rubrica (-45.1 por cento).

Corrigindo o impacto dos fatores especiais acima referidos que afetaram o nível do investimento e das transferências de capital em 2010 e 2011, bem como o efeito de base associado à receita proveniente da atribuição em 2010 de concessões no setor energético (que se enquadra na definição de medidas temporárias adotada no Eurosistema), a diminuição da despesa de capital, no seu conjunto, ter-se-ia cifrado em 19.9 por cento.

## Juros e dívida Pública

### ***O aumento do stock de dívida pública e da respetiva taxa de juro implícita traduziram-se num crescimento acentuado dos encargos com juros***

Os encargos com os juros da dívida pública, calculados de acordo com a definição relevante no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos, registaram em 2011 uma subida muito substancial (34.2 por cento), correspondente a um acréscimo de 1.0 p.p. do PIB tendencial. Este comportamento resulta da combinação de um forte crescimento do *stock* da dívida pública com um aumento muito significativo da respetiva taxa de juro implícita<sup>9</sup> (de 2.9 por cento, em 2010, para 3.9 por cento, em 2011). A evolução da taxa de juro implícita é essencialmente explicada pelos desenvolvimentos relativos à dívida de curto prazo. De facto, em 2011, a taxa de juro implícita calculada para o *stock* de Bilhetes do Tesouro aumentou consideravelmente, enquanto a taxa de juro implícita das Obrigações do Tesouro permaneceu num nível semelhante ao registado no ano anterior.

No decurso de 2011, a emissão de Obrigações do Tesouro foi pouco expressiva, tendo esta fonte de financiamento sido substituída a partir de meados de maio pelos empréstimos obtidos no âmbito do

<sup>9</sup> A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do *stock* da dívida no final do próprio ano e do ano anterior.

Programa de Assistência Económica e Financeira. Assim, em linha com o calendário acordado, em 2011 foi recebido um montante aproximadamente equivalente a metade do financiamento total previsto no Programa. No conjunto do ano, os encargos com juros dos empréstimos do Programa têm associada uma taxa de juro anual equivalente próxima de 3 por cento. Note-se que estes encargos foram consideravelmente reduzidos face ao previsto inicialmente, na sequência da eliminação das margens financeiras dos empréstimos concedidos pelo Fundo Europeu de Estabilidade Financeira e pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira.

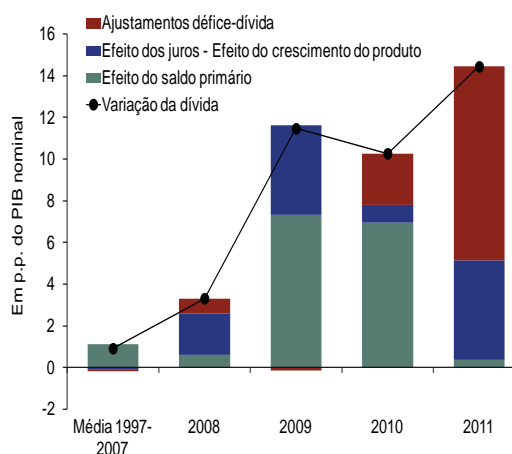
***Num contexto de redução do défice primário, o forte aumento do rácio da dívida pública é fundamentalmente explicado pelos ajustamentos défice-dívida e, em menor medida, pelo diferencial entre a taxa de juro implícita e a taxa de crescimento do produto.***

Em 2011, a dívida pública bruta em rácio do PIB, definida de acordo com o conceito relevante no contexto do Procedimento dos Défices Excessivos, registou um aumento muito substancial (14.4 p.p.), atingindo 107.8 por cento no final do ano (Quadro 3.1.1 e Gráfico 3.2.4). Dada a forte melhoria evidenciada pelo saldo primário (que em 2011 se situou em -0.4 por cento do PIB, depois de atingir -7.0 por cento no ano anterior), o respetivo contributo para o aumento da dívida pública foi bastante diminuto. O efeito do aumento das despesas com juros foi reforçado pela evolução negativa do PIB nominal, sendo que o impacto dos juros sobre o crescimento da dívida líquida do efeito do crescimento do produto ascendeu a 4.8 por cento do PIB. Assim, mais de metade da variação registada pelo rácio da dívida pública resultou dos ajustamentos défice-dívida, cujo montante se situou em 9.3 por cento do PIB em 2011.

A magnitude dos ajustamentos défice-dívida refletiu essencialmente o forte contributo da acumulação de depósitos das administrações públicas, que ascendeu a 6.0 por cento do PIB. Assim, excluindo o impacto do aumento destes ativos, a dívida teria registado um acréscimo de 8.4 p.p. do PIB face a 2010. Em particular, a acumulação de depósitos é largamente explicada pela parte não utilizada dos fundos recebidos no âmbito do Programa e, numa menor medida, pela parcela dos fundos de pensões da banca que foi transferida em 2011 (1.9 por cento do PIB). Os ajustamentos défice-dívida refletiram, ainda, a acumulação de outros ativos financeiros, sobretudo referentes ao montante ainda por transferir dos fundos de pensões (1.6 por cento do PIB), bem como o registo dos empréstimos concedidos pelo Estado português à Grécia e à Irlanda, no contexto dos respetivos programas de assistência internacional (0.4 por cento do PIB), e do aumento do capital do Banco Português de Negócios, no âmbito do processo de

**Gráfico 3.2.4**

**DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO RÁCIO DA DÍVIDA PÚBLICA**



Fontes: INE e Banco de Portugal.

reprivatização (0.4 por cento do PIB). É ainda de referir o impacto dos efeitos de valorização da dívida (1.1 por cento do PIB), gerados, em particular, pela diferença entre os juros pagos e os registados em Contas Nacionais, bem como pela emissão de títulos de dívida abaixo do par.

### 3.3. Área do Euro

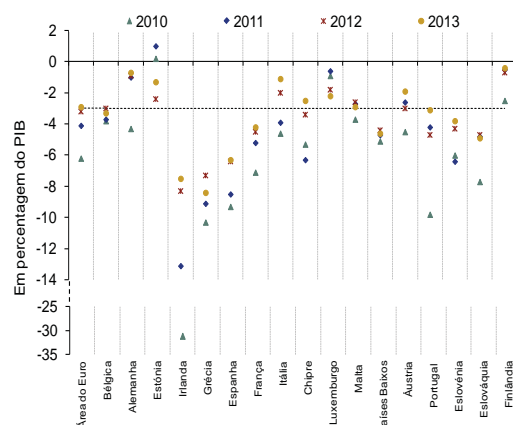
O défice das administrações públicas no conjunto da área do euro situou-se, no final de 2011, em 4.1 por cento do PIB, o que representa uma melhoria de 2.1 p.p. do PIB face ao ano anterior (Gráfico 3.3.1). Note-se que, em 2011, apenas seis Estados-membros apresentaram défices orçamentais inferiores ao valor de referência de 3 por cento do PIB. A Comissão Europeia prevê uma melhoria gradual do défice das administrações públicas nos dois anos seguintes, para 3.2 e 2.9 por cento do PIB em 2012 e 2013, respetivamente. No final do horizonte de previsão, o défice das administrações públicas deverá situar-se abaixo do limite de 3 por cento do PIB em oito países da área do euro. De destacar, ainda, que, de acordo com as Previsões da Primavera da Comissão Europeia, de entre os Estados-membros sujeitos a um Procedimento de Défices Excessivos cujo prazo para correção é 2012, apenas Chipre não deverá atingir o objetivo. No que se refere aos países para os quais o prazo de correção do défice excessivo é 2013, as previsões apontam para que o mesmo seja cumprido apenas nos casos da Alemanha e da Áustria.

No final de 2011, o rácio da dívida pública na área do euro ascendeu a 87.2 por cento do PIB, depois de se situar em 85.6 por cento em 2010 (Gráfico 3.3.2). A Comissão Europeia antevê que tendência de aumento evidenciada nos últimos anos continuará a verificar-se nos anos seguintes na generalidade dos Estados-membros, devendo a dívida pública em rácio do PIB do conjunto da área do euro situar-se em 91.8 e 92.6 por cento do PIB em 2012 e 2013, respetivamente. As previsões da Comissão apontam para que, no final de 2013, apenas cinco Estados-membros apresentem rácios da dívida pública inferiores ao valor de referência de 60 por cento PIB.

A crise económica e financeira tornou evidentes algumas das fragilidades do mecanismo de supervisão orçamental multilateral da União Europeia. Em consequência, durante 2011 e no início de 2012 foram introduzidas novas regras com o objetivo de reforçar a governação económica na União Europeia e, em particular, na área do euro. Em novembro de 2011 foram aprovados seis textos legais que visam o reforço das vertentes preventiva e corretiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento, o estabelecimento de requisitos mínimos para os enquadramentos orçamentais nacionais e a prevenção e correção de dese-

Gráfico 3.3.1

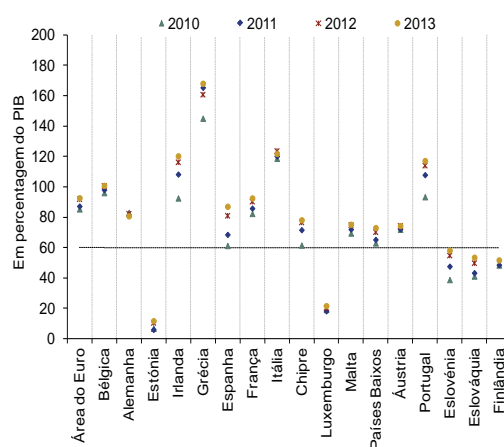
#### SALDO ORÇAMENTAL NA ÁREA DO EURO



Fonte: Comissão Europeia.

Gráfico 3.3.2

## DÍVIDA PÚBLICA NA ÁREA DO EURO



Fonte: Comissão Europeia.

quilíbrios macroeconómicos e de competitividade. Mais recentemente, a 1 de março de 2012, todos os Estados Membros com exceção do Reino Unido e da República Checa assinaram o novo Tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, incorporando o “*fiscal compact*”. O principal elemento deste documento é a transposição para a legislação nacional de uma regra de saldo equilibrado com mecanismos de correção automáticos (ver “Caixa 3.2 *Desenvolvimentos no quadro de supervisão orçamental da União Europeia*”, deste Relatório).



### CAIXA 3.1 | ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL DAS FINANÇAS PÚBLICAS EM PORTUGAL: DESENVOLVIMENTOS RECENTES

Uma vertente essencial dos esforços das autoridades europeias no sentido de conter e resolver a crise da dívida soberana na área do euro tem assentado no reforço dos mecanismos multilaterais e nacionais que visam assegurar a disciplina orçamental (ver “Caixa 3.3 *Desenvolvimentos recentes no quadro da supervisão orçamental da União Europeia*”, deste Relatório). No que respeita aos quadros orçamentais nacionais, as orientações definidas incorporam os principais resultados da literatura produzida nos últimos anos sobre a relevância das regras e instituições no sentido de assegurar finanças públicas sustentáveis<sup>1</sup>. Assim, a partir da análise das melhores práticas internacionais, preconiza-se uma arquitetura básica composta por: i) regras orçamentais; ii) um quadro orçamental de médio prazo; iii) instituições orçamentais independentes; e, iv) procedimentos orçamentais, com destaque para a centralização (tanto nas fases de planeamento e aprovação, como de execução), a orçamentação *top-down*, a avaliação da eficiência da despesa e a utilização de um sistema contabilístico de base patrimonial. Portugal, apesar de alguns progressos verificados nos últimos anos, estava, em 2011, ainda longe deste paradigma. As principais vulnerabilidades que têm sido apontadas ao sistema orçamental português podem sumariar-se em cinco pontos: i) inexistência de regras orçamentais eficazes; ii) ausência de um quadro de médio prazo vinculativo que permita ancorar as decisões orçamentais; iii) elevado grau de fragmentação orçamental; iv) falta de um quadro contabilístico completo; e, v) enfoque nos recursos utilizados e não na produção realizada pelo setor público e no seu impacto no bem-estar social.

As principais medidas legislativas referentes à governação orçamental em Portugal, aprovadas em 2011, consistiram num conjunto de alterações à Lei de Enquadramento Orçamental (LEO) e na criação do Conselho de Finanças Públicas, nos moldes considerados na LEO revista, procurando dar resposta às preocupações expressas por várias instâncias da União Europeia (UE), sistematizadas na Diretiva do Conselho 2011/85/UE de 8 de novembro de 2011<sup>2</sup>. Adicionalmente, foram adotadas diversas medidas destinadas a reforçar o controlo da execução orçamental.

No que respeita a **regras orçamentais**, a LEO estabelece que o saldo estrutural das administrações públicas (ajustado do ciclo e de medidas temporárias) não pode ser inferior ao objetivo de médio prazo estabelecido no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento (atualmente -0.5 por cento do PIB). Esta formulação tem a vantagem de ser, no essencial, conforme às disposições do Tratado da União Europeia, do Pacto de Estabilidade e Crescimento e do recentemente assinado Tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária. As suas principais lacunas face aos desenvolvimentos que têm ocorrido a nível da UE resultam de não ser complementada com regras respeitantes ao rácio da dívida e à despesa pública e de não especificar um mecanismo de correção de eventuais desvios e uma regra de transição.

A LEO introduz também uma dimensão de médio prazo na conceção e execução da política orçamental ao definir um **quadro plurianual de programação orçamental** a ser aprovado conjuntamente com o primeiro orçamento anual de cada legislatura e atualizado todos os anos em simultâneo com a apreciação no ano  $T$  do Orçamento do Estado para  $T+1$ <sup>3</sup>. Este documento estabelecerá limites para a despesa da administração central financiada por receitas gerais, vinculativos para cada programa em  $T+1$ , para grupos de programas em  $T+1$  e  $T+2$  e para o conjunto de todos os programas de  $T+1$  a  $T+4$ . Neste contexto, o agregado sujeito a controlo inclui a despesa que decorre das leis de financiamento

<sup>1</sup> Para uma síntese ver European Commission (2010), “National fiscal frameworks”, Part II, chapter 3 of *Public Finances in EMU 2010*.

<sup>2</sup> Diretiva que estabelece requisitos aplicáveis aos quadros orçamentais dos Estados-Membros.

<sup>3</sup> A apresentação e apreciação deste quadro plurianual foram antecipadas em 2012 no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal, sendo parte integrante do documento de Estratégia Orçamental apresentado em 30 de abril.

da Segurança Social, regiões autónomas e autarquias locais. Os aspetos positivos deste quadro plurianual residem essencialmente na ampla cobertura da despesa e na definição de limites vinculativos. De notar, contudo, a não consideração explícita dos desenvolvimentos do lado da receita e o *timing* da sua apresentação e atualização, inconsistente com uma programação orçamental *top-down*, que exigiria a aprovação do quadro plurianual logo após a apreciação da atualização do Programa de Estabilidade a nível da UE, ou seja, no segundo trimestre do ano.

A criação de um **conselho independente de finanças públicas** está genericamente contemplada na LEO. Os estatutos do Conselho de Finanças Públicas foram definidos posteriormente numa lei da Assembleia da República. O Conselho Superior é composto por cinco membros, dos quais até dois podem ser não nacionais. A sua nomeação é feita pelo Conselho de Ministros sob proposta do Presidente do Tribunal de Contas e do Governador do Banco de Portugal. As atribuições do Conselho de Finanças Públicas são muito latas, incluindo, entre outras, a avaliação dos cenários macroeconómicos utilizados pelo Governo, a verificação do cumprimento das regras orçamentais em vigor, a análise da sustentabilidade das finanças públicas nas suas várias vertentes e o acompanhamento da execução orçamental. Os membros do Conselho Superior já tomaram posse e o Conselho de Finanças Públicas encontra-se neste momento numa fase inicial da sua atividade.

Em matéria de **controlo da execução orçamental**, são de destacar o reforço do papel dos coordenadores dos programas orçamentais e a aprovação de novas regras relativas à assunção de compromissos e aos pagamentos em atraso das entidades públicas. O primeiro decorre do Decreto-Lei da Execução Orçamental de 2012 e visa reduzir a fragmentação do processo orçamental em Portugal, assegurando a responsabilização de cada ministério pelo cumprimento dos seus limites orçamentais e correção de eventuais desvios. Por seu turno, a legislação sobre assunção de compromissos e pagamentos em atraso aprovada em fevereiro de 2012 tem por objetivo garantir que a execução orçamental não conduz à acumulação de pagamentos em atraso, impondo que as entidades públicas não comprometam despesa que ultrapasse os fundos disponíveis.

O Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal acolheu globalmente as alterações à LEO, então já aprovadas na Assembleia da República, e a criação do Conselho de Finanças Públicas, com base no relatório da comissão mandatada para redigir uma proposta de estatutos da instituição. A ênfase foi colocada na implementação da LEO, incluindo a revisão das leis das finanças locais e regionais.

O sucesso da reforma do enquadramento institucional das finanças públicas depende agora crucialmente da programação e concretização das ações necessárias à sua implementação.

## CAIXA 3.2 | DESENVOLVIMENTOS NO QUADRO DE SUPERVISÃO ORÇAMENTAL DA UNIÃO EUROPEIA

A crise económica e financeira tornou mais evidentes algumas das fragilidades do mecanismo de supervisão multilateral da União Europeia. Na sequência das propostas apresentadas pela Comissão Europeia em setembro de 2010 e das recomendações da *Van Rompuy Task Force*, foi aprovado, em novembro de 2011, um conjunto de seis textos legais com vista ao reforço da governação económica na União Europeia e, em particular, na área do euro.

Neste conjunto de legislação, dois regulamentos decorrem da necessidade de alargar a supervisão das políticas económicas dos Estados-Membros para além da supervisão orçamental, com base num quadro mais formal e pormenorizado, a fim de evitar desequilíbrios macroeconómicos excessivos e auxiliar os Estados-Membros afetados a estabelecerem medidas corretivas antes das divergências se acentuarem. O **Regulamento (UE) nº 1176/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de novembro de 2011 sobre prevenção e correção dos desequilíbrios macroeconómicos** estabelece um mecanismo de alerta para facilitar a identificação precoce e a vigilância de situações de desequilíbrio. De acordo com este regulamento, a Comissão redige um relatório anual que contém uma avaliação económica e financeira qualitativa baseada num painel com um conjunto de indicadores. Este relatório, incluindo os valores dos indicadores do painel de avaliação, é tornado público. O Conselho pode, com base numa recomendação da Comissão, na sequência de uma análise aprofundada, declarar a existência de um desequilíbrio excessivo e recomendar ao Estado-Membro em causa que adote medidas corretivas. O **Regulamento (UE) nº 1174/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de novembro de 2011 relativo às medidas de execução destinadas a corrigir os desequilíbrios macroeconómicos excessivos na área do euro** estabelece um regime de sanções relativo à correção efetiva dos desequilíbrios macroeconómicos excessivos na área do euro. O regulamento prevê um depósito remunerado ou multa anual, a recomendar pela Comissão, equivalente a 0.1 por cento do PIB do Estado-Membro em causa, no ano anterior (ver “Caixa 1.1 *Desenvolvimentos da governação económica da UE: supervisão dos desequilíbrios macroeconómicos*”, deste Relatório).

Os restantes quatro textos legais têm como objetivo o reforço dos mecanismos de supervisão orçamental e dos quadros orçamentais nacionais. O **Regulamento (UE) nº 1173/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de novembro de 2011 relativo ao exercício eficaz da supervisão orçamental na área do euro** introduz alterações quer na vertente preventiva quer na vertente corretiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Quanto à vertente preventiva, os Estados-Membros participantes que, mesmo apresentando um défice inferior ao valor de referência de 3 por cento do PIB, se afastem significativamente do objetivo orçamental de médio prazo ou da trajetória de ajustamento definida e não corrijam o desvio são obrigados a constituir junto da Comissão um depósito remunerado de montante equivalente a 0.2 por cento do PIB do ano anterior. No que respeita à vertente corretiva do PEC, se o Conselho decidir que existe um défice excessivo num Estado-Membro que constituiu um depósito remunerado ou se a Comissão identificar violações especialmente graves de obrigações de política orçamental estabelecidas no âmbito do PEC, a Comissão recomenda ao Conselho que imponha ao Estado-Membro em causa a constituição de um depósito não remunerado equivalente a 0.2 por cento do PIB do ano anterior. Caso o Conselho constate que o Estado-Membro não tomou medidas eficazes para corrigir o seu défice excessivo, a Comissão recomenda ao Conselho que aplique ao Estado-Membro em causa uma multa equivalente a 0.2 por cento do PIB do ano anterior. Estas decisões são consideradas adotadas pelo Conselho, salvo se este decidir, deliberando por maioria qualificada, rejeitar as recomendações da Comissão (votação por maioria qualificada invertida). Adicionalmente, este regulamento prevê a aplicação de uma multa a um Estado-Membro que, intencionalmente ou por negligência grave, adultere dados relativos ao défice ou à dívida pública. As multas devem ser proporcionais à natureza, gravidade

e duração da violação das boas práticas estatísticas e o montante não pode ultrapassar 0.2 por cento do PIB do Estado-Membro em causa. O Conselho pode reduzir ou anular as sanções impostas a Estados-Membros participantes com base numa recomendação da Comissão emitida na sequência de circunstâncias económicas excecionais ou de um pedido fundamentado apresentado pelo Estado-Membro.

**O Regulamento (UE) nº 1175/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de novembro de 2011 que altera o Regulamento (CE) nº 1466/97 relativo ao reforço da supervisão das situações orçamentais e à supervisão e coordenação das políticas económicas<sup>1</sup>** define com maior detalhe os procedimentos no âmbito do Semestre Europeu. O ciclo de supervisão e de coordenação das políticas tem início no princípio do ano com uma análise global na qual o Conselho Europeu, baseando-se em elementos fornecidos pela Comissão e pelo Conselho, identifica os grandes desafios para a União e para a área do euro e fornece orientações estratégicas sobre as políticas a seguir. Os Estados-Membros deverão ter em conta as orientações gerais do Conselho Europeu na elaboração dos respetivos programas de estabilidade ou de convergência e dos programas nacionais de reforma, que devem ser apresentados anualmente em abril, de preferência até meados e no máximo até 30 de abril. A realização de progressos suficientes para atingir o objetivo orçamental de médio prazo deverá ser apreciada com base numa avaliação global que tenha como referência o saldo estrutural, incluindo uma análise da despesa líquida do impacto de medidas discricionárias do lado da receita. A melhoria do saldo estrutural necessária para alcançar o objetivo orçamental de médio prazo deverá ser adequada, tendo 0.5 por cento do PIB como valor de referência. Nos Estados-Membros com um rácio da dívida superior a 60 por cento do PIB ou com riscos acentuados ao nível da sustentabilidade global da dívida, a melhoria do saldo estrutural deverá ser superior a 0.5 por cento do PIB. Quanto à taxa de variação da despesa pública, esta não deverá normalmente exceder a taxa de referência de médio prazo do crescimento do PIB potencial, devendo os aumentos que ultrapassem essa norma ser compensados por acréscimos discricionários da receita e as reduções discricionárias das receitas ser compensadas por cortes na despesa. O agregado da despesa deve excluir as despesas com juros, as despesas relativas a programas da União Europeia inteiramente cobertas por receitas provenientes de fundos europeus e as alterações não discricionárias nas despesas com subsídios de desemprego.

A avaliação do desvio em relação ao objetivo orçamental de médio prazo ou à respetiva trajetória de ajustamento baseia-se nos seguintes critérios:

- a. Para Estados-Membros que não tenham atingido o objetivo orçamental de médio prazo, ao avaliar a variação do saldo estrutural, o desvio ser de pelo menos 0.5 por cento do PIB num só ano, ou de pelo menos 0.25 por cento do PIB em média anual em dois anos consecutivos.
- b. Ao avaliar a evolução da despesa, líquida de medidas discricionárias em matéria de receitas, o desvio ter um impacto total sobre o saldo das administrações públicas de pelo menos 0.5 por cento do PIB num único ano ou, cumulativamente, em dois anos consecutivos.

**O Regulamento (UE) nº 1177/2011 do Conselho de 8 de novembro de 2011 que altera o Regulamento (CE) nº 1467/97 relativo à aceleração e clarificação da aplicação do procedimento relativo aos défices excessivos<sup>2</sup>** determina a aceleração dos prazos e o aumento do valor das multas anteriormente estabelecidos. Adicionalmente, operacionaliza o critério da dívida ao considerar que o rácio da dívida está a diminuir significativamente e se está a aproximar, de forma satisfatória, do valor de referência se, nos três anos anteriores, o diferencial relativamente ao mesmo tiver tido uma redução média de um vigésimo por ano. O requisito do critério da dívida também é cumprido se as previsões da

<sup>1</sup> Este regulamento foi alterado em 2005 pelo Regulamento (CE) nº 1055/2005 do Conselho de 27 de junho de 2005.

<sup>2</sup> Este regulamento foi alterado em 2005 pelo Regulamento (CE) nº 1056/2005 do Conselho de 27 de junho de 2005.

Comissão indicarem que a redução necessária do diferencial irá ocorrer durante o período de três anos que abrange os dois anos seguintes ao último ano para o qual existem dados disponíveis. A avaliação do efeito das flutuações cíclicas e da composição do ajustamento défice-dívida na evolução do rácio da dívida pode ser suficiente para eliminar a constatação de um défice excessivo com base no critério da dívida. A **Diretiva do Conselho 2011/85/EU de 8 de novembro de 2011 sobre os requisitos dos enquadramentos orçamentais nos Estados-Membros** define algumas regras gerais relativas aos enquadramentos orçamentais nos Estados-Membros, em particular no que respeita à informação nas óticas da contabilidade pública e de Contas Nacionais (qualidade, datas de divulgação e reconciliação entre as duas óticas), previsões orçamentais e macroeconómicas (escrutínio e análise de sensibilidade), regras orçamentais, quadros orçamentais de médio prazo e coordenação entre os vários subsectores das administrações públicas.

Em novembro de 2011, a Comissão Europeia propôs dois novos Regulamentos tendo em vista melhorar a supervisão orçamental nos Estados-Membros da área do euro em que existem ou poderão vir a existir dificuldades ao nível da estabilidade financeira e estabelecer procedimentos comuns na monitorização e avaliação dos planos orçamentais nacionais. No primeiro caso, propõe-se colocar em supervisão reforçada um Estado-Membro com dificuldades, efetivas ou potenciais, graves em termos de estabilidade financeira. Nesta situação, pode ser recomendado ao Estado-Membro que adote medidas de prevenção ou apresente um programa de ajustamento que vise a correção dos desequilíbrios, a ser aprovado pelo Conselho por maioria qualificada. De notar que, de acordo com o texto proposto, um Estado-Membro ficaria em supervisão pós-programa até que no mínimo 75 por cento da assistência financeira recebida de outros Estados-Membros ou dos mecanismos de apoio da União tenha sido reembolsada. No segundo caso, a Comissão propõe complementar o Semestre Europeu com um calendário comum para a apresentação dos orçamentos anuais nacionais. Assim, as propostas de orçamentos deveriam ser tornadas públicas anualmente até 15 de outubro, e enviadas à Comissão Europeia e ao Eurogrupo, e aprovadas até 31 de dezembro. Caso a Comissão identifique o não cumprimento das obrigações orçamentais definidas no PEC poderá, num prazo de duas semanas, exigir uma revisão ao Estado-Membro em causa. Adicionalmente, os Estados-Membros deverão ter em funcionamento órgãos independentes para a monitorização da implementação das regras orçamentais nacionais. Por último, a proposta de Regulamento reforça a monitorização dos Estados-Membros em situação de défice excessivo.

Num contexto de incerteza quanto à sustentabilidade e credibilidade das políticas orçamentais, elevadas tensões nos mercados financeiros e necessidades de refinanciamento consideráveis no curto prazo, quer dos Estados-Membros da área do euro quer das instituições financeiras, os Chefes de Estado e de Governo da área do euro chegaram a acordo em dezembro de 2011 relativamente aos principais elementos do *"fiscal compact"*. Subsequentemente, no Conselho Europeu de 1 de março de 2012, todos os Estados-Membros com exceção do Reino Unido e da República Checa assinaram o novo Tratado sobre a Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, incorporando o *"fiscal compact"*. A principal novidade deste documento consiste na necessidade de transposição para a legislação nacional, de preferência ao nível constitucional, da regra de saldo orçamental equilibrado. Esta considera-se respeitada se o défice estrutural anual for inferior a 0.5 por cento do PIB. Para os Estados-Membros com um rácio da dívida significativamente inferior a 60 por cento do PIB e com baixo risco em termos da sustentabilidade das finanças públicas, o limite superior para o défice estrutural será de 1 por cento do PIB. A convergência será feita de acordo com o definido no PEC revisto e, em caso de desvio, deverá existir um mecanismo de correção automático. Adicionalmente, o novo Tratado introduz a aplicação da votação por maioria qualificada invertida às propostas e recomendações da Comissão no âmbito de um procedimento por défice excessivo a que um Estado-Membro participante esteja sujeito, desde que baseado no critério do défice.

Os desenvolvimentos recentes no quadro de supervisão orçamental da União Europeia são muito substanciais. Este processo continuará em curso nos próximos meses, uma vez que há propostas legislativas que ainda se encontram em discussão e subsiste a necessidade de regulamentação mais específica para a implementação prática de alguns dos textos já aprovados. As alterações introduzidas reforçam significativamente os mecanismos de supervisão orçamental ao nível da União Europeia mas a sua correta implementação estará crucialmente dependente da forma como as novas regras serão transpostas para os enquadramentos nacionais e da capacidade da Comissão Europeia para satisfazer as novas exigências ao nível do acompanhamento e monitorização dos desenvolvimentos nos Estados-Membros.

### CAIXA 3.3 | TRANSFERÊNCIAS DE FUNDOS DE PENSÕES E O SEU IMPACTO NAS CONTAS PÚBLICAS EM PORTUGAL: 1997-2011

No quadro do SEC95, os montantes recebidos pelas administrações públicas (AP) no contexto de transferências de responsabilidades com pagamentos de pensões são classificados como transferências de capital, com impacto positivo no saldo orçamental dos anos em que ocorrem as transações<sup>1</sup>. Em contrapartida, a despesa pública com pensões sofre um acréscimo por períodos longos, afetando negativamente os saldos orçamentais futuros. Na perspetiva da sustentabilidade das finanças públicas a questão essencial é saber se o valor dos ativos transferidos iguala o valor atualizado das responsabilidades com pagamentos de pensões assumidas pelas AP. Esta avaliação envolve um elevado grau de incerteza, dependendo crucialmente de cinco fatores: (i) hipóteses sobre a evolução dos salários até à aposentação, na medida em que sejam relevantes para a determinação das pensões iniciais; (ii) hipóteses sobre a atualização das pensões; (iii) tabelas de mortalidade adotadas; (iv) taxa de desconto considerada; e, (v) critérios de valorização dos ativos transferidos

As transferências de fundos de pensões para as AP relacionadas com a assunção por parte destas de responsabilidades pelo pagamento de pensões contribuíram de forma significativa para o resultado da execução orçamental em Portugal em vários períodos recentes. Pela sua importância, são de destacar as seguintes transferências: do BNU e do Território de Macau, em 1997 (0.4 por cento do PIB); dos CTT, em 2003 (0.9 por cento do PIB); da Caixa Geral de Depósitos, da ANA – Aeroportos de Portugal, da Navegação Aérea de Portugal e da Imprensa Nacional – Casa da Moeda, em 2004 (2.0 por cento do PIB); da PT Comunicações, em 2010 (1.6 por cento do PIB); e de vários fundos de pensões do setor bancário, em 2011 (3.5 por cento do PIB).

No caso da operação envolvendo os fundos de pensões do setor bancário, em 2011, as responsabilidades transferidas correspondem exclusivamente ao pagamento das pensões dos reformados e pensionistas da banca à data de 31 de dezembro de 2011, na componente correspondente ao primeiro pilar (decorrente dos Instrumentos de Regulamentação Coletiva de Trabalho). Dada a diferença entre as regras de atualização das pensões dos bancários relativamente às vigentes na Segurança Social, as responsabilidades transferidas pressupõem uma indexação nula, cabendo aos fundos de pensões da banca assegurar o pagamento dos futuros aumentos. O valor dos ativos a transferir para o Estado (essencialmente numerário e, adicionalmente, dívida pública ao valor de mercado) deve igualar as responsabilidades assumidas pela Segurança Social, admitindo uma taxa de desconto de 4 por cento (a hipótese mais crítica para efeitos de valorização das responsabilidades dos fundos de pensões com pensões em pagamento). De acordo com a alteração ao Orçamento do Estado para 2012, o montante de pensões a pagar pela Segurança Social no âmbito do regime substitutivo bancário ascende a cerca de 0.3 por cento do PIB em 2012.

No âmbito da supervisão orçamental multilateral na União Europeia atribui-se um papel muito relevante ao saldo estrutural, isto é ao saldo ajustado do ciclo e de medidas temporárias. Nesse contexto faz-se uma avaliação muito crítica de medidas auto reversíveis como as transferências dos fundos de pensões, que melhoram o saldo de um dado ano, na melhor das hipóteses, são neutras em termos da sustentabilidade das finanças públicas. Esta perspetiva é partilhada pelas instituições internacionais que intervêm no Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal. Com efeito, tendo aceite a título excecional a realização da operação de 2011, estabeleceram na segunda avaliação do Programa, em novembro de 2011, que em 2012 eventuais transferências de fundos de pensões não serão elegíveis para efeitos de cumprimento dos objetivos orçamentais.

<sup>1</sup> Podendo parte do pagamento efetivo ser diferido. No entanto, de acordo com o Manual de Compilação do Déficit e da Dívida, se o pagamento global for superior ao valor atual das responsabilidades, o excedente deve ser considerado como operação financeira.





## 4. OFERTA

### 4.1 Valor Acrescentado Bruto

O valor acrescentado bruto (VAB) gerado na economia portuguesa caiu 1.3 por cento em 2011, após um crescimento de 1.4 por cento no ano anterior (Gráfico 4.1.1 e Quadro 4.1.1). Esta evolução foi determinada pelo processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos acumulados pela economia portuguesa e pela evolução da procura externa, condicionada pelo crescimento moderado da atividade no conjunto dos parceiros comerciais, designadamente no contexto da área do euro (ver “Capítulo 1 *Enquadramento Internacional*”, deste Relatório). O VAB na área do euro registou um aumento de 1.5 por cento em 2011, inferior ao crescimento de 2.0 por cento registado no ano anterior. Contudo, registou-se um ganho significativo de quota de mercado das exportações portuguesas nos mercados internacionais.

#### *Significativa contração da atividade no decurso do ano*

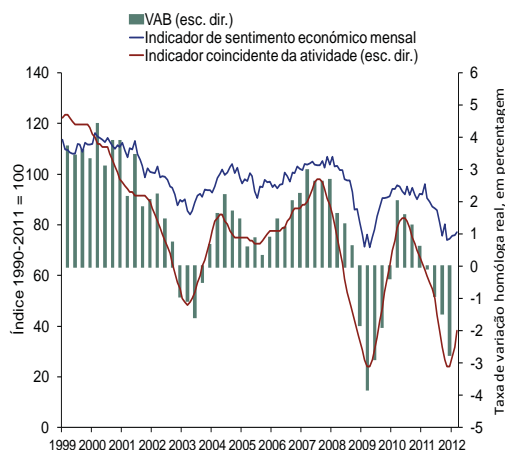
A evolução na atividade económica observada em Portugal em 2011 tem subjacente um perfil caracterizado por uma contração crescente ao longo do ano. Este perfil intra-anual foi substancialmente mais acentuado do que o registado no conjunto da área do euro, em linha com o processo de ajustamento em curso na economia portuguesa. O perfil intra-anual da atividade económica portuguesa em 2011 está refletido tanto no indicador de sentimento económico da Comissão Europeia como no indicador coincidente da atividade do Banco de Portugal, embora este último tenha registado alguma recuperação nos primeiros meses de 2012 (Gráfico 4.1.1).

#### *Evolução particularmente negativa no setor da construção*

Em termos setoriais a evolução do VAB continuou a ser particularmente negativa no setor da construção, que registou uma queda de 9.2 por cento em 2011. Esta evolução representa a continuação da tendência observada nos últimos anos, traduzindo-se numa perda acumulada de cerca de um terço do

**Gráfico 4.1.1**

**VAB, INDICADOR COINCIDENTE DA ATIVIDADE E INDICADOR DE SENTIMENTO ECONÓMICO**



**Fontes:** Comissão Europeia, INE (Contas Trimestrais) e Banco de Portugal.

## Quadro 4.1.1

VAB POR RAMO DE ATIVIDADE <sup>(a)</sup>   TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM							
	Pesos 2010 <sup>(b)</sup>	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Agricultura, produção animal, caça, silvicultura e pesca	2.2	2.4	-4.6	3.1	-3.8	-1.0	2.8
Indústria	13.1	0.9	3.0	-1.5	-9.8	2.2	0.4
Elettricidade, gás e água	3.5	11.0	1.1	4.0	-5.6	3.6	-1.4
Construção	6.7	-2.6	2.0	-4.9	-10.7	-4.3	-9.2
Serviços	74.5	1.9	3.1	1.1	0.3	1.7	-1.1
Comércio, reparação, alojamento e restauração	19.4	1.9	1.3	-1.3	0.6	2.6	-1.3
Transportes e comunicações	8.6	4.8	6.8	2.7	-2.3	2.6	-0.9
Atividades financeiras e atividades imobiliárias	15.1	5.1	4.8	2.8	1.2	2.0	-0.2
Outros serviços	31.3	-0.3	2.3	1.2	0.3	0.7	-1.5
VAB <sup>(c)</sup>	100.0	1.7	2.7	0.4	-2.2	1.4	-1.3
<i>Por memória:</i>							
PIB a preços de mercado	--	1.4	2.4	0.0	-2.9	1.4	-1.6

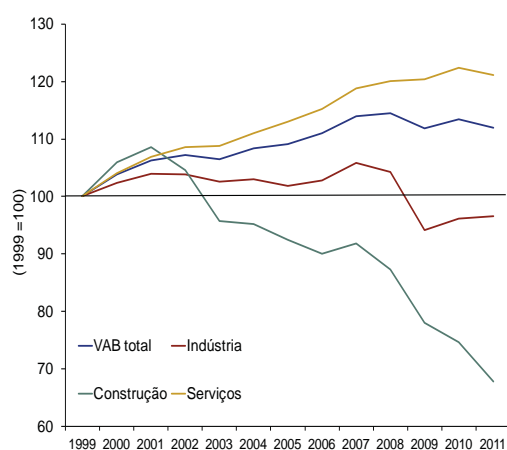
**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Estimativas do Banco de Portugal a partir de informação do INE para o período de 2007 a 2009. (b) Em percentagem do VAB total a preços correntes. (c) O VAB é registado a preços de base e difere do PIB a preços de mercado porque este inclui, para além do VAB dos diferentes setores, os impostos sobre a produção e importação líquidos de subsídios.

nível da atividade desde 1999 (Gráfico 4.1.2). Embora o peso do setor da construção no total do VAB seja atualmente semelhante ao observado na média da EU-15, a evolução registada nos últimos anos foi significativamente diferente (Gráfico 4.1.3). Os setores dos serviços e da eletricidade, gás e água registaram quebras na actividade de 1.1 e 1.4 por cento, respetivamente. A evolução negativa registada no setor dos serviços foi generalizada a todos os seus sub-setores, contrastando com o crescimento observado em 2010. A atividade nos setores da indústria e da agricultura registou um crescimento de 0.4 e 2.8 por cento, respetivamente. No setor da indústria observou-se um menor crescimento da atividade face ao ano anterior, registando-se uma perda acumulada inferior a 4 por cento desde 1999. Nos

## Gráfico 4.1.2

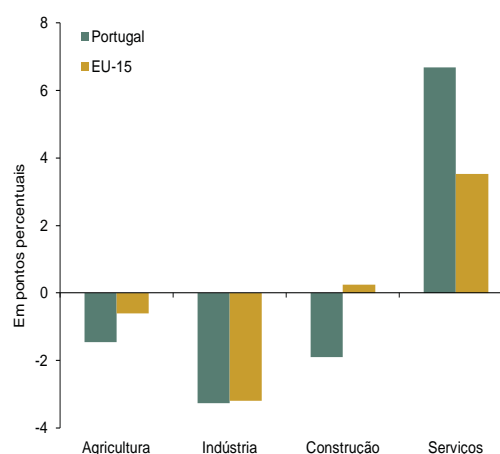
VAB POR RAMO DE ATIVIDADE | EM TERMOS REAIS



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

## Gráfico 4.1.3

VARIAÇÃO DO VAB POR RAMO DE ATIVIDADE ENTRE 2000 E 2011



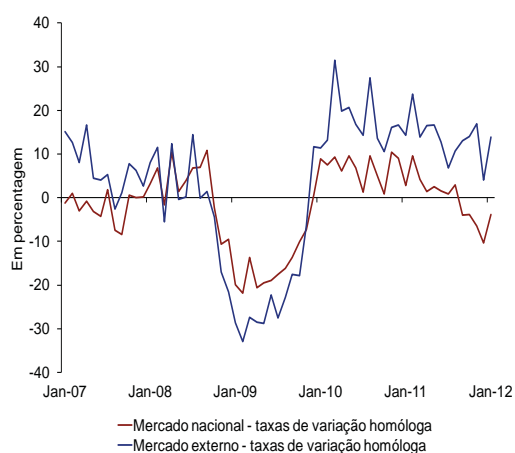
**Fonte:** Eurostat.

últimos dois anos a atividade no setor industrial tem beneficiado do comportamento positivo das vendas nos mercados externos, que contrastou com uma evolução menos favorável do volume de negócios no mercado interno (Gráfico 4.1.4).

A evolução setorial da atividade na economia portuguesa em 2011 e o seu perfil intra-anual têm tradução na evolução dos indicadores de confiança de todos os setores produtivos (Gráfico 4.1.5). O indicador de confiança no setor da construção voltou a atingir níveis historicamente muito baixos. Em paralelo, ocorreu também uma deterioração acentuada da confiança no comércio a retalho ao longo de 2011, em claro contraste com a rápida recuperação que tinha sido observada após o segundo semestre de 2009. Este setor foi o único cuja confiança havia recuperado para níveis próximos dos registados antes da crise de 2008. O indicador de confiança no setor dos serviços registou também uma evolução bastante desfavorável, atingindo um mínimo histórico. A queda da confiança na indústria transformadora foi significativamente menos pronunciada, beneficiando do impacto positivo da atividade direcionada para o mercado externo. De qualquer modo, no início de 2012 assistiu-se a alguma estabilização dos indicadores de confiança setoriais, com exceção do setor da construção que aprofundou a quebra.

**Gráfico 4.1.4**

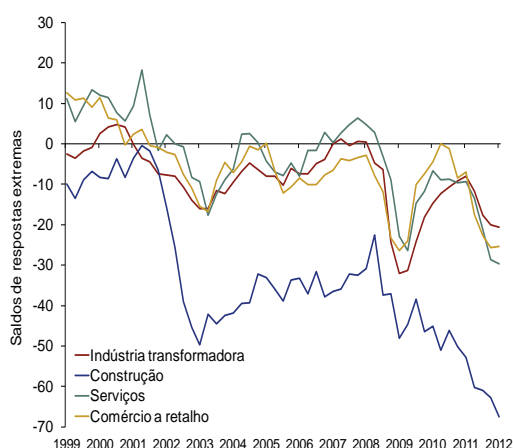
**ÍNDICE DE VOLUME DE NEGÓCIOS NA INDÚSTRIA | MERCADO NACIONAL E MERCADO EXTERNO**



Fonte: INE.

**Gráfico 4.1.5**

**INDICADOR DE CONFIANÇA POR SETOR DE ATIVIDADE | MÉDIA TRIMESTRAL**



Fonte: Comissão Europeia.

## 4.2 Emprego e desemprego

A análise da evolução do emprego e do desemprego no ano de 2011 encontra-se fortemente condicionada pela alteração na metodologia adotada pelo INE no inquérito trimestral ao emprego<sup>1</sup>. Com efeito, a quebra de série introduzida no inquérito trimestral ao emprego impossibilita uma análise detalhada das taxas de variação homólogas das principais variáveis do mercado de trabalho português. Neste contexto, a análise deste capítulo assenta na evolução de rácios que se admite terem sido menos afetados pela referida alteração metodológica. A exceção a esta orientação prende-se com as variáveis desemprego e

<sup>1</sup> Segundo o INE, as principais alterações introduzidas pelo novo modo de recolha da informação foram a realização de entrevistas telefónicas, a adaptação do questionário a esta nova forma de inquirição e a adoção de novas tecnologias no processo de desenvolvimento e supervisão do trabalho de campo. Esta situação configura uma quebra de série, impedindo o cálculo de taxas de variação homóloga e a comparação com os níveis históricos. O INE estima que a taxa de desemprego obtida a partir da anterior metodologia de recolha seria inferior em 1 ponto percentual. Para mais informações ver nota "Medida do impacto da alteração do modo de recolha da informação no Inquérito ao Emprego no primeiro trimestre de 2011", em Estatísticas do Emprego – 1º trimestre de 2011", capítulo 6 (p.p. 31-40), INE.

emprego. Neste caso, dada a necessidade de manter séries temporais compatíveis, designadamente para fins de estimação e calibração de modelos macroeconómicos, os níveis do emprego e do desemprego foram retropolados a partir dos níveis do novo inquérito para o primeiro trimestre de 2011, com base nas taxas de variação em cadeia obtidas de acordo com a anterior metodologia. As séries para o emprego e desemprego que resultam deste cálculo implicam também alterações na série da taxa de desemprego para os anos anteriores a 2011.

Em 2011, a taxa de desemprego situou-se a um nível elevado, num contexto em que o hiato do produto esteve próximo de zero. A comparação dos períodos 1999-2005 e 2007-2011 revela que, para níveis semelhantes do hiato do produto, ocorreu um claro aumento das taxas de desemprego, o que está em linha com a tendência de aumento da taxa natural de desemprego (Gráfico 4.2.1a). Por outro lado, a forte dinâmica de destruição de emprego no final do ano explica a redução do peso do desemprego de longa duração (Gráfico 4.2.1 b). Em 2011 observou-se também uma ligeira redução da produtividade, num contexto em que a queda da atividade foi mais acentuada do que a redução do emprego (Gráfico 4.2.1 c). Por seu turno, as remunerações reais no setor privado, calculadas com base no deflator do consumo privado, registaram uma queda, em linha com o forte aumento da taxa de desemprego (Gráfico 4.2.1 d).

### Queda da população ativa e do emprego

A população total (série não afetada pela referida quebra no inquérito ao emprego) registou um crescimento de 0.1 por cento, enquanto a população ativa caiu 0.2 por cento em 2011 (Gráfico 4.2.2). Esta redução na população ativa insere-se numa tendência de desaceleração observada nos últimos anos, que decorre da posição cíclica da economia e do processo gradual de envelhecimento da população, com consequências muito significativas na evolução futura da atividade económica e das finanças públicas em Portugal.

A dinâmica dos fluxos emigratórios tem contribuído também para a evolução da população ativa. Embora não existam estatísticas precisas para o número anual de emigrantes, a informação relativa à concessão de vistos por parte dos países de destino sugere um aumento da intensidade destes fluxos em 2011. A intensificação da emigração tem sido potenciada pelo aumento do desemprego em Portugal, pelo crescimento de algumas economias do espaço lusófono e pela facilidade de circulação no espaço europeu.

Gráfico 4.2.1a

HIATO DO PRODUTO E TAXA DE DESEMPREGO

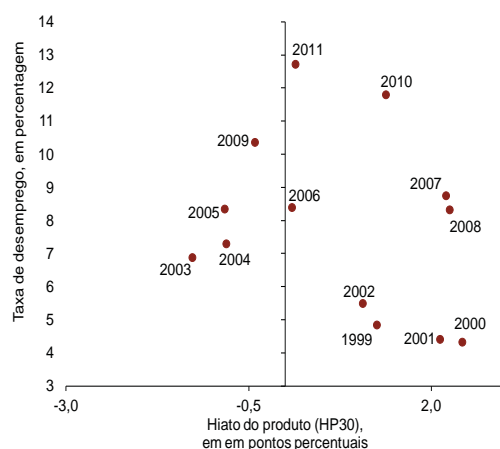
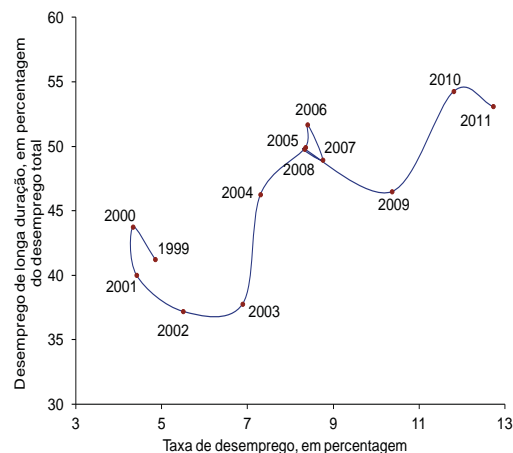


Gráfico 4.2.1b

DESEMPREGO TOTAL E DESEMPREGO DE LONGA DURAÇÃO

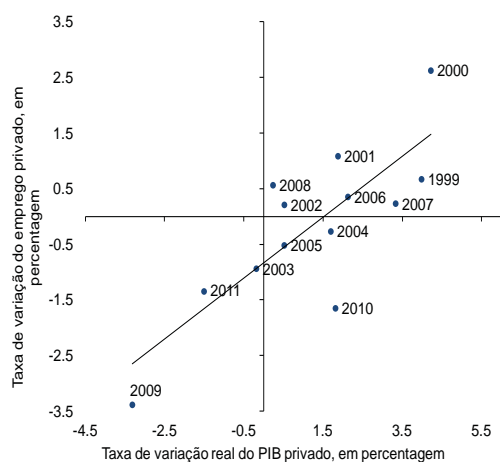


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: A taxa de desemprego foi corrigida da quebra de série registada em 2011.

Gráfico 4.2.1c

CRESCIMENTO DO PIB PRIVADO E DO EMPREGO PRIVADO (EQUIVALENTE A TEMPO COMPLETO)

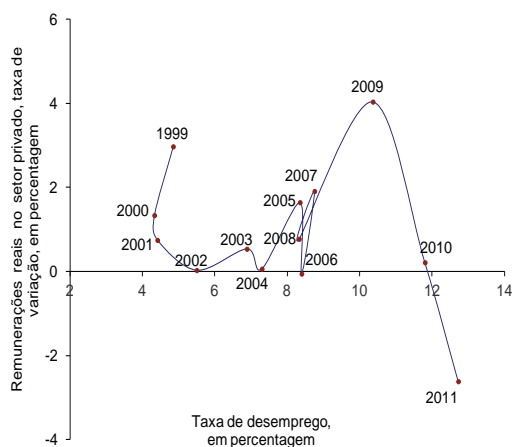


Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Notas:** O emprego no setor privado é definido como o emprego total excluindo a estimativa do Banco de Portugal para o emprego nas administrações públicas e nos hospitais públicos empresarializados. O PIB privado é calculado como o PIB total subtraído das remunerações e consumo de capital fixo das administrações públicas e dos hospitais públicos empresarializados. De 2007 a 2011, a série de emprego privado assume a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador.

Gráfico 4.2.1d

TAXA DE DESEMPREGO E EVOLUÇÃO DAS REMUNERAÇÕES REAIS NO SETOR PRIVADO

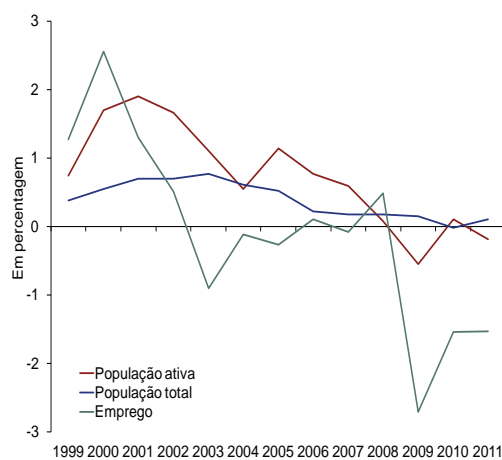


Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Nota:** A taxa de desemprego foi corrigida da quebra de série registada em 2011.

Gráfico 4.2.2

EMPREGO, POPULAÇÃO TOTAL E POPULAÇÃO ATIVA | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

**Nota:** O emprego e a população ativa foram corrigidos da quebra de série registada em 2011.

Adicionalmente, a emigração tende a ser um fenómeno autossustentado pois os custos associados à deslocação e instalação no estrangeiro diminuem com o crescimento da comunidade emigrante. Assim, é de esperar que o fluxo emigratório português se mantenha elevado nos próximos anos. Paralelamente, está em curso uma reversão da entrada líquida de imigrantes, que tinha contribuído no passado para o aumento da população ativa.

Em 2011, a taxa de participação no mercado de trabalho para a população no escalão etário dos 15 aos 64 anos correspondeu a 74.1 por cento, registando-se para os homens uma taxa 8.7 pontos percentuais (p.p.) superior à das mulheres (Quadro 4.2.1). A taxa de atividade para a população total fixou-se em 52.1 por cento em 2011, valor superior ao registado no conjunto da área do euro, que se situou ligeiramente abaixo de 50 por cento.

De acordo com os dados do inquérito ao emprego, após o ajustamento atrás referido, o emprego na economia portuguesa registou uma queda de 1.5 por cento em 2011, após quedas de 2.7 e 1.5 por cento em 2009 e 2010, respetivamente.

A produtividade aparente do trabalho no setor privado deverá ter diminuído 0.2 por cento em 2011 (Gráfico 4.2.1c). Subjacente a esta evolução esteve, em particular, a dinâmica registada no PIB privado, que passou de um crescimento de 1.8 por cento em 2010 para uma contração de 1.5 por cento em 2011. A redução da produtividade aparente do trabalho no setor privado é um fenómeno pouco frequente na economia portuguesa, que tinha sido registado em 2008, embora num contexto de estabilização do produto. No entanto, a evolução observada em 2011 ocorre após um período em que o emprego não acompanhou a evolução positiva da atividade. A análise conjunta dos dois últimos anos revela que a variação média da produtividade aparente do trabalho em 2010 e 2011 se situou em 1.7 por cento, valor próximo da média histórica. Com efeito, é natural que o ajustamento no emprego ocorra com algum desfasamento temporal face às variações no produto, especialmente se a queda deste último for abrupta. De acordo com esta interpretação, o prolongamento do contexto recessão económica poderá levar a novas quedas significativas do emprego.

A análise do perfil intra-anual do emprego corrobora esta análise. No quarto trimestre de 2011 o emprego total registou uma queda em termos homólogos de 3.0 por cento, valor próximo dos registados nos três últimos trimestres de 2009 e a segunda maior queda trimestral desde o início da série em 1998 (Gráfico 4.2.3).

A repartição do emprego por situação na profissão e por tipo de contrato tem uma natureza estrutural, alterando-se por isso lentamente ao longo do tempo. Ainda assim é visível nos últimos anos um importante aumento do peso dos contratos de trabalho com termo e dos contratos de prestação de serviços (Gráfico 4.2.4). Em 2011 o peso conjunto destes dois tipos de contratos no emprego total foi de 17.5 por cento,

#### Quadro 4.2.1

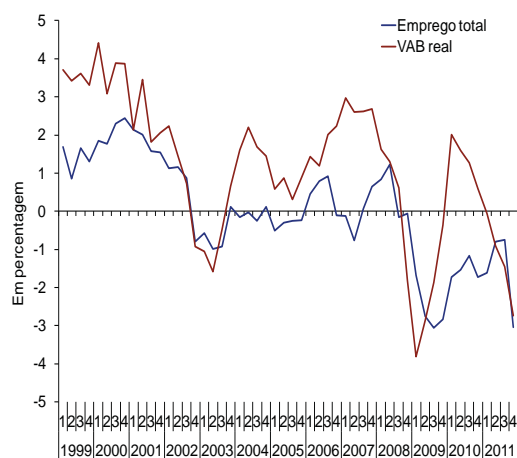
POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO <sup>(a)</sup>	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
População (taxa de variação em %)	0.6	0.5	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1
Taxa de atividade 15-64 anos (em % da população)	72.9	73.4	73.9	74.1	74.2	73.7	74.0	74.1
Homens	79.0	79.0	79.5	79.4	79.5	78.5	78.2	78.5
Mulheres	67.0	67.9	68.4	68.8	68.9	69.0	69.9	69.8
Taxa de desemprego total (em % da população ativa)	6.7	7.6	7.7	8.0	7.6	9.5	10.8	12.7
Homens	5.8	6.7	6.5	6.6	6.5	8.9	9.8	12.4
Mulheres	7.6	8.7	9.0	9.6	8.8	10.1	11.9	13.1
Jovens (15-24 anos)	15.3	16.1	16.3	16.6	16.4	20.1	22.4	30.1
Desemprego de longa duração (em % do desemprego total) <sup>(b)</sup>	46.2	49.9	51.7	48.9	49.8	46.4	54.3	53.1

**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Os dados apresentados na tabela correspondem ao Inquérito ao Emprego, não existindo qualquer correcção para o efeito da quebra de série registada em 2011. (b) Considera-se desempregado de longa duração o indivíduo que procura emprego há 12 ou mais meses.

Gráfico 4.2.3

EMPREGO TOTAL E VAB | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA

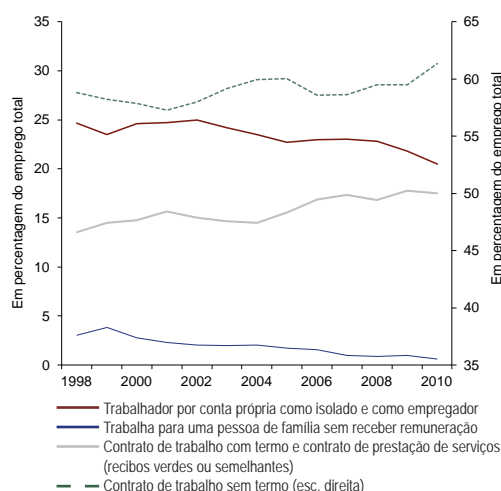


Fonte: INE (Contas trimestrais e Inquérito ao Emprego).

Nota: O emprego total foi corrigido da quebra de série registada em 2011.

Gráfico 4.2.4

ESTRUTURA DO EMPREGO POR SITUAÇÃO NA PROFISSÃO E TIPO DE CONTRATO



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

o que compara com 12.2 por cento em 1998. No entanto, em 2011 o peso dos contratos de trabalho com termo e dos contratos de prestação de serviços reduziu-se marginalmente face a 2010 (cerca de 0.3 p.p.). O peso dos trabalhadores por conta própria (isolado ou como empregador) no emprego total registou também uma significativa redução no último ano (1.3 p.p.). Em sentido contrário, o peso dos contratos sem termo subiu de 59.5 por cento do emprego total em 2010 para 61.3 por cento em 2011.

Esta evolução é natural no quadro de agravamento da situação económica portuguesa e não resulta de uma alteração fundamental nos fatores que determinam a escolha do regime contratual por parte de trabalhadores e empregadores. Por um lado, a deterioração das condições no mercado de trabalho tende a implicar uma maior incidência da destruição de emprego nos regimes contratuais mais flexíveis. Por outro lado, a queda da atividade nos setores dos serviços e da construção, onde o peso dos trabalhadores por conta própria tende a ser maior, implica naturalmente uma redução do peso deste tipo de emprego no conjunto da economia.

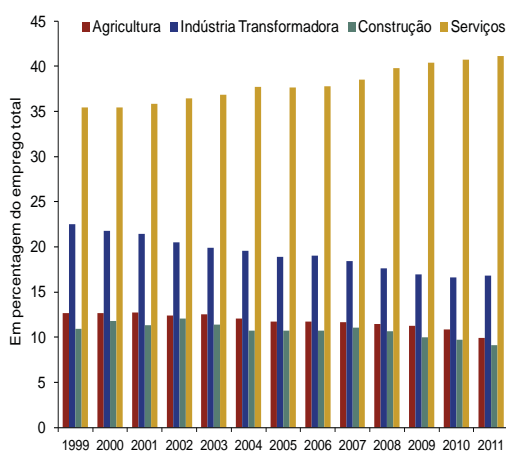
A evolução da estrutura setorial do emprego em 2011 mantém a tendência observada nos últimos anos (Gráfico 4.2.5). A exceção reside no ligeiro aumento do peso da indústria transformadora no emprego total (0.2 p.p.), após vários anos de reduções. Por um lado, a evolução da estrutura setorial do emprego está em linha com a evolução setorial do VAB. Por outro lado, a menor prevalência de regimes contratuais mais flexíveis tende a mitigar a destruição de emprego neste setor. Em 2011 os setores da agricultura e da construção reduziram o seu peso no emprego em 1.0 e 0.6 p.p., respetivamente.

### Significativo aumento do número de desempregados

De acordo com a informação do inquérito ao emprego baseada na nova metodologia de inquirição, a taxa de desemprego no conjunto do ano de 2011 fixou-se em 12.7 por cento. A queda do emprego contribuiu para o significativo crescimento do número de desempregados na economia portuguesa (Gráfico 4.2.6). A taxa de crescimento do número de desempregados foi de 7.7 por cento em 2011, após 14.2 por cento em 2010. No entanto, a progressiva desaceleração do número de desempregados registada ao longo de 2011 foi revertida de forma abrupta no último trimestre do ano, em linha com a queda da atividade económica e do emprego.

Gráfico 4.2.5

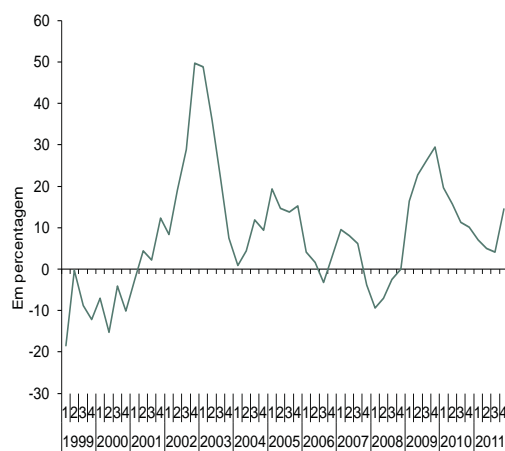
## ESTRUTURA DO EMPREGO SETORIAL NO EMPREGO TOTAL



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico 4.2.6

## VARIAÇÃO DO NÚMERO DE DESEMPREGADOS | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



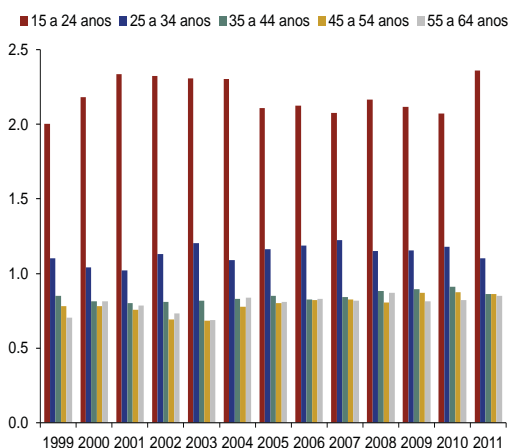
Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Nota: O número de desempregados foi corrigido da quebra de série registada em 2011.

A evolução do desemprego na economia portuguesa tem ocorrido num contexto de segmentação do mercado do trabalho em que a dinâmica de criação e destruição de emprego se encontra muito associada a contratos de trabalho com termo, que têm uma maior incidência nas faixas etárias mais jovens. A análise do rácio das taxas de desemprego por escalão etário face à taxa de desemprego total revela uma maior incidência do desemprego no escalão dos 15 aos 24 anos, registando-se um agravamento no ano de 2011 (Gráfico 4.2.7). O fenómeno do desemprego jovem é também muito significativo noutros países europeus, designadamente na Espanha e na Grécia. A incidência do desemprego no escalão etário dos

Gráfico 4.2.7

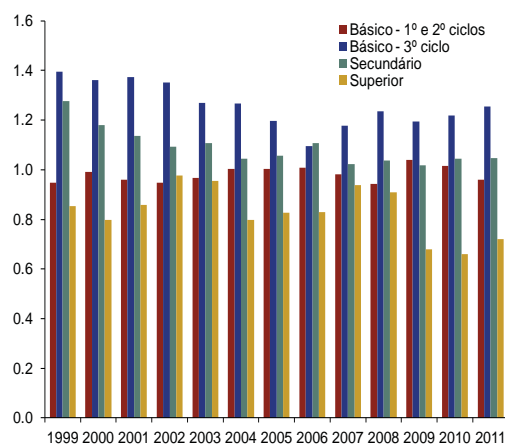
## RÁCIO DA TAXA DE DESEMPREGO POR CLASSE ETÁRIA FACE À TAXA DE DESEMPREGO TOTAL



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico 4.2.8

## RÁCIO DA TAXA DE DESEMPREGO POR NÍVEL DE ESCOLARIDADE FACE À TAXA DE DESEMPREGO TOTAL



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).



25 aos 34 anos reduziu-se ligeiramente em 2011, enquanto os escalões etários mais velhos continuaram a apresentar taxas de desemprego inferiores à média nacional.

O nível de escolaridade dos indivíduos é também um elemento importante na explicação da incidência do desemprego. A análise do rácio das taxas de desemprego por nível de escolaridade face à taxa de desemprego total revela uma maior incidência deste fenómeno nos indivíduos com o terceiro ciclo do ensino básico, situação que se tem agravado desde 2009 (Gráfico 4.2.8). Por seu turno, no ano de 2011 a taxa de desemprego do conjunto dos indivíduos licenciados continuou significativamente abaixo da média nacional. Por um lado, níveis mais elevados de capital humano permitem o desempenho de tarefas mais diferenciadas e potencialmente menos sensíveis ao agravamento da atividade económica. Por outro lado, um maior nível de capital humano aumenta a capacidade de reconversão dos trabalhadores num cenário de desaparecimento do seu posto de trabalho.

A incidência do desemprego a nível regional reflete a interação entre a estrutura setorial da atividade, as características da população residente e o seu grau de mobilidade. Em 2011 registaram-se alterações substanciais na incidência regional do desemprego em Portugal (Gráfico 4.2.9). Assim, as regiões de Lisboa e dos Açores passaram a registar taxas de desemprego superiores à média nacional. No caso dos Açores esta evolução foi muito marcada, passando de um desvio de -3.9 p.p em 2010 para 1.1 p.p. em 2011. As regiões Norte e Alentejo melhoraram a sua posição relativa, apresentando em 2011 taxas de desemprego próximas da média nacional. A região do Algarve registou em 2011 um desvio da taxa de desemprego face à média nacional de 2.9 p.p., enquanto as regiões Centro e Madeira deterioraram a sua posição relativa face a 2010, registando desvios de -2.4 e -1.3 p.p., respetivamente.

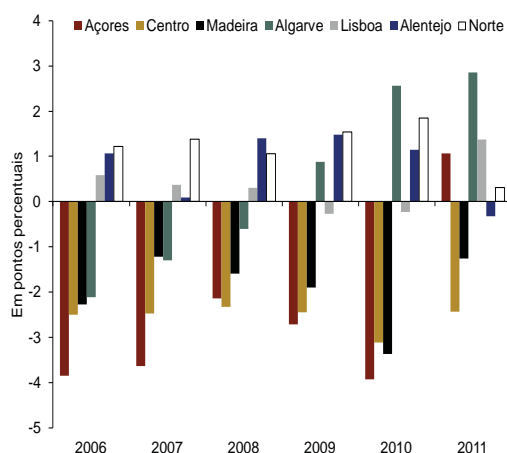
#### ***Aumento do número médio de meses na situação de desemprego, apesar do forte fluxo de novos desempregados***

A duração do desemprego tem repercussões importantes na produtividade e na evolução futura do mercado de trabalho, na medida em que o afastamento prolongado do emprego tende a provocar uma depreciação acentuada do capital humano e perda de competências pessoais. O peso do desemprego de longa duração (12 ou mais meses) no desemprego total situou-se em 53.1 por cento em 2011, valor próximo do registado em 2010 (54.3 por cento) (Gráfico 4.2.1b). Para tal contribuíram as dinâmicas subjacentes aos fluxos entre estados do mercado de trabalho, designadamente o facto de ter ocorrido uma acentuada destruição de emprego no final de 2011. Essa situação implicou um forte fluxo de novos desempregados, *i.e.*, indivíduos na situação de desemprego recente, reduzindo assim o peso do desemprego de longa duração no desemprego total. Em 2011, a duração média do desemprego expressa em meses estabilizou no escalão dos desempregados entre 15 e 24 anos e reduziu-se no escalão dos 25 aos 34 anos, o que se relaciona com a dinâmica referida atrás (Gráfico 4.2.10). No entanto, tal como em 2010, o número médio de meses na situação de desemprego aumentou para o conjunto dos desempregados.

A duração do desemprego depende fortemente da dinâmica dos fluxos entre os vários estados do mercado de trabalho – inatividade, emprego e desemprego. A magnitude destes fluxos, calculada com base na componente comum da amostra do inquérito ao emprego em dois trimestres consecutivos, é normalmente comentada no relatório anual do Banco de Portugal. No entanto, a alteração metodológica introduzida no inquérito ao emprego em 2011 impede a comparação com os anos anteriores (ver “Caixa 4.1 Os fluxos de emprego e de trabalhadores no mercado de trabalho”, deste Relatório).

Gráfico 4.2.9

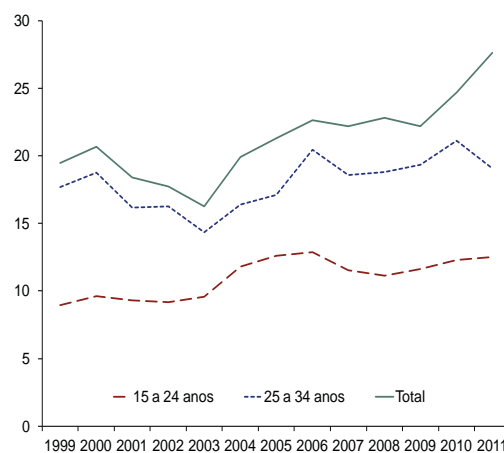
DESVIO DA TAXA DE DESEMPREGO POR REGIÃO FACE À MÉDIA NACIONAL



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

Gráfico 4.2.10

DURAÇÃO MÉDIA DO DESEMPREGO EM MESES



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

### 4.3 Produtividade e crescimento potencial

A evolução da produtividade é um fator determinante no processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa. A produtividade é em larga medida uma variável endógena na economia, sendo afetada por fenómenos de natureza cíclica mas também por aspetos estruturais relacionados com a quantidade e qualidade dos fatores produtivos e questões institucionais ligadas ao funcionamento dos mercados de trabalho e do produto. Por exemplo, a manutenção de condições de concorrência na generalidade dos mercados, por forma a promover a eficiência das empresas e evitar distorções na afetação setorial dos recursos, é um importante determinante da produtividade (ver “Caixa 4.2 Concorrência na economia portuguesa no período 2000-2009”, deste Relatório).

#### A utilização do fator trabalho tem contribuído negativamente para o crescimento do PIB per capita

Em 2011 observou-se uma queda do produto per capita de 1.7 por cento. Esta evolução resultou maioritariamente do contributo negativo do fator trabalho, associado a uma queda da taxa de emprego e, em menor grau, da taxa de atividade (Quadro 4.3.1 e Gráfico 4.3.1). O contributo negativo da utilização do

Quadro 4.3.1

CONTRIBUTOS PARA A VARIAÇÃO REAL DO PIB PER CAPITA

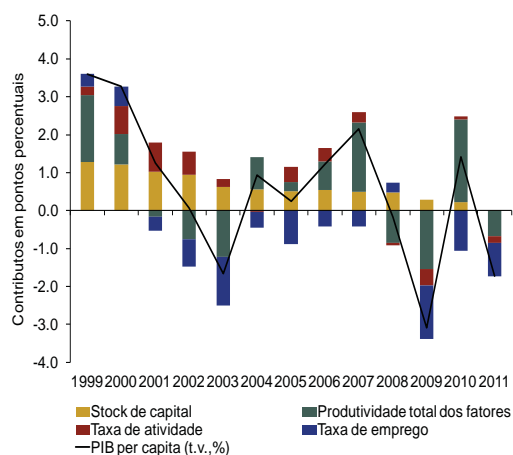
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIB per capita	0.9	0.3	1.2	2.2	-0.2	-3.1	1.4	-1.7
Contributos, em pontos percentuais:								
Utilização do fator trabalho	-0.5	-0.5	-0.1	-0.2	0.2	-1.8	-1.0	-1.1
Taxa de atividade	0.0	0.4	0.4	0.3	-0.1	-0.4	0.1	-0.2
Taxa de emprego <sup>(a)</sup>	-0.4	-0.9	-0.4	-0.4	0.3	-1.4	-1.1	-0.9
Stock de capital per capita	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.0
Produtividade total dos fatores	0.8	0.2	0.8	1.8	-0.9	-1.5	2.2	-0.7

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Emprego equivalente a tempo completo. Taxa de emprego em percentagem da população ativa.

Gráfico 4.3.1

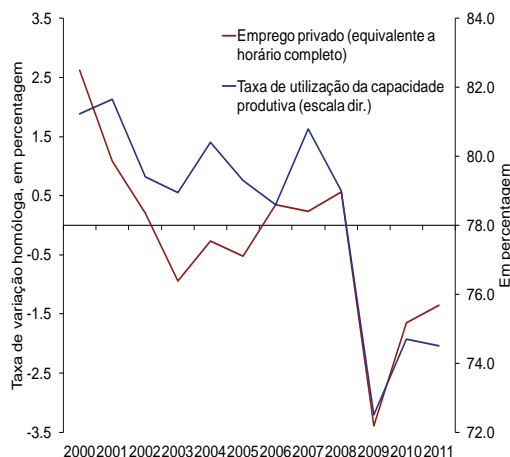
## DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DO PIB PER CAPITA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.3.2

## EMPREGO PRIVADO DA ECONOMIA (EQUIVALENTE A TEMPO COMPLETO) E UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA



Fontes: INE e Comissão Europeia

**Notas:** O emprego no setor privado é definido como o emprego total excluindo a estimativa do Banco de Portugal para o emprego nas administrações públicas e nos hospitais públicos empresarializados, corrigido pelo o número de horas trabalhadas. Assim, o número de horas trabalhadas equivalentes ao horário completo corresponde a um emprego. De 2007 a 2011, a série de emprego total assume a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador.

fator trabalho para o crescimento do PIB *per capita* tem sido significativo nos últimos três anos, registando valores de -1.8, -1.0 e -1.1 p.p. em 2009, 2010 e 2011, respetivamente.

No que respeita ao fator capital, o seu contributo para o crescimento do produto per capita foi nulo em 2011. Este resultado historicamente reduzido terá decorrido da evolução fortemente negativa da formação bruta de capital fixo em 2011 (ver “Capítulo 5 Procura”, deste Relatório). O contributo da produtividade total dos fatores para o crescimento do produto por capita foi de -0.7 p.p. em 2011, após valores de -1.5 e 2.2 p.p. em 2009 e 2010, respetivamente. Esta evolução está relacionada, *inter alia*, com a evolução tipicamente pró-cíclica da taxa de utilização da capacidade produtiva, que registou uma ligeira redução em 2011 (Gráfico 4.3.2).

Note-se que a produtividade total dos fatores é o resíduo de uma equação de contabilidade do crescimento que depende fortemente da hipótese quanto ao tipo de função de produção considerada para a economia, bem como do valor dos seus parâmetros. Apesar destas limitações, este exercício constitui um complemento à análise da produtividade aparente do trabalho, medida com base no número de trabalhadores ou com base no total de horas trabalhadas.

Em 2011, a produtividade aparente do trabalho, medida com base na evolução do emprego no total da economia, registou uma diminuição de 0.1 cento, o que compara com um crescimento de 3.0 por cento em 2010. No entanto, tal como referido a propósito da evolução do emprego e da atividade no setor privado, a evolução da produtividade registada em 2011 está afetada por um perfil de destruição de emprego menos intenso do que a queda na atividade. A produtividade aparente do trabalho calculada com base no número de horas trabalhadas registou uma diminuição de 2.4 por cento em 2011, valor que contrasta com o crescimento registado em 2010 (1.0 por cento), mas em linha com o observado no ano de 2009 (-3.1 por cento) (Gráfico 4.3.3).

### ***Redução das remunerações reais no setor privado, deflacionadas com base na evolução dos preços no consumo privado***

Em 2011, a evolução das remunerações reais no setor privado, deflacionadas com base nos preços no consumo privado, foi bastante negativa, registando-se uma queda de 2.6 por cento (Gráfico 4.3.4). A comparação da evolução das remunerações reais com a produtividade revela um diferencial negativo no conjunto dos dois últimos anos. Esta evolução está em linha com os desenvolvimentos observados na atividade e no mercado de trabalho e faz parte do processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos que têm caracterizado a economia portuguesa. No entanto, em 2011 o deflator do consumo privado foi muito superior ao deflator do PIB (3.7 e 0.7 por cento, respetivamente), implicando uma redução real das remunerações para as empresas menor do que a registada para os trabalhadores. Em termos nominais, o crescimento das remunerações por trabalhador no setor privado (1.0 por cento) foi superior à variação da produtividade, levando a um crescimento de 1.1 por cento nos custos unitários do trabalho (ver “Capítulo 6 Preços”, deste Relatório). No total da economia, em resultado da evolução salarial registada nas administrações públicas, os custos unitários do trabalho reduziram-se 0.8 por cento em termos nominais, o que compara com um crescimento de 0.9 por cento no conjunto da área do euro.

A evolução cíclica e estrutural da economia pode ser sintetizada pela evolução do hiato do produto e do crescimento do produto potencial. Estes indicadores podem ser calculados com base em filtros estatísticos e diferentes formulações para a função produção (Gráfico 4.3.5). Em 2011, de acordo com as várias metodologias, ocorreu uma redução no hiato do produto, após uma variação positiva registada em 2010. Por seu turno, em 2011, a taxa de crescimento do PIB potencial apresentou, em termos gerais, uma estabilização face a 2010, situando-se em valores nulos ou ligeiramente negativos. Esta situação ocorre na sequência de uma desaceleração visível desde 1998. A evolução da taxa de crescimento do produto potencial decorre da aplicação de filtros estatísticos e de diferentes formulações para a função produção, refletindo sobretudo características estruturais da economia, mas também desenvolvimentos cíclicos. Assim, este tipo de indicador não permite retirar conclusões sobre a evolução futura da economia, especialmente num contexto de transformação estrutural. Embora a continuação do processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos existentes na economia portuguesa venha tendencialmente a implicar desenvolvimentos cíclicos desfavoráveis, a implementação efetiva de um conjunto alargado de reformas estruturais criará as condições para uma recuperação do crescimento potencial. Tais reformas constituem um elemento indispensável para o reinício do processo de convergência real da economia portuguesa, estando várias delas já em curso no âmbito do programa de assistência económica e financeira.

## **4.4 Reformas estruturais**

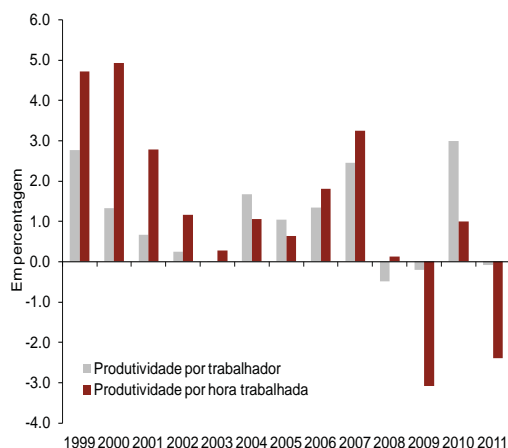
É consensual a ideia de que a implementação de reformas estruturais conducentes ao crescimento do produto potencial é condição necessária ao sucesso do processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa. Neste contexto, o Programa de assistência económica e financeira inclui um conjunto de medidas de reforma estrutural, visando a liberalização dos mercados de trabalho e de bens e serviços, a melhoria no funcionamento das instituições do Estado e, indiretamente, a reafetação de fatores produtivos para o setor transacionável.

### **4.4.1 Mercado de Trabalho**

Uma das reformas estruturais com maior visibilidade no ano de 2011 foi a da legislação do mercado de trabalho. Estas reformas têm como objetivo essencial a criação de emprego e a redução da segmentação existente. Adicionalmente, é essencial assegurar que os custos salariais têm uma evolução compatível com as condições de mercado ao nível da empresa.

Gráfico 4.3.3

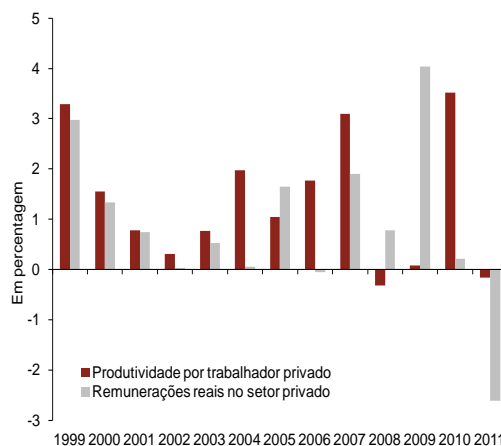
PRODUTIVIDADE HORÁRIA E POR TRABALHADOR - TOTAL DA ECONOMIA | TAXA DE VARIAÇÃO



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 4.3.4

VARIAÇÃO DAS REMUNERAÇÕES REAIS E PRODUTIVIDADE APARENTE DO TRABALHO - SETOR PRIVADO | TAXA DE VARIAÇÃO



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: As remunerações nominais no setor privado são deflacionadas com base na evolução dos preços no consumo privado.

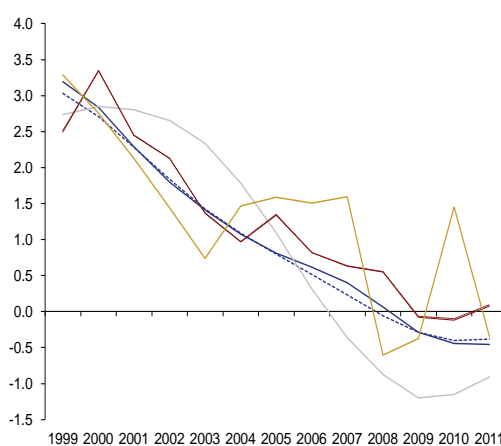
Gráfico 4.3.5

HIATO DO PRODUTO TOTAL | EM PONTOS PERCENTUAIS



--- Hodrick-Prescott  
— Baxter-King  
— Christiano-Fitzgerald

CRESCIMENTO DO PIB POTENCIAL | EM PERCENTAGEM



— Cobb-Douglas  
--- Elasticidade de substituição constante  
— Modelo de componentes não observadas

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Para mais detalhes sobre os métodos de cálculo do hiato do produto ver, Almeida, V. e R. Félix (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono* e Valle e Azevedo (2007), "A Multivariate Band-Pass Filter", Banco de Portugal, *Working Paper* 17.

As principais reformas tomadas até este momento centraram-se na revisão do Código do Trabalho, que ainda está em fase de aprovação legislativa, e da lei que enquadra o subsídio de desemprego. A revisão do Código do Trabalho centrou-se em torno de quatro aspetos essenciais: um aumento do tempo de trabalho, uma redução no pagamento do trabalho suplementar, um aumento da flexibilidade na gestão das horas de trabalho e uma redução dos valores a que o trabalhador tem direito como indemnização por despedimento. A proposta de lei que está em discussão no Parlamento para revisão do Código do Trabalho prevê uma redução do número de feriados para nove. Desta forma, eliminam-se quatro feriados nacionais, o que corresponde a mais 32 horas de trabalho por ano. Adicionalmente, o aumento do tempo de trabalho sobe por via da redução de três dias de férias anuais, que passam dos atuais 25 para 22 dias. Esta redução permite um aumento de 24 horas de trabalho por ano. Em conjunto, estas duas medidas permitem incrementar o tempo médio de trabalho em cerca de 3 por cento.

O aumento das horas normais trabalhadas permite reduzir o custo de cada unidade produzida por trabalhador, a que se vai juntar a poupança associada à redução dos custos com as horas extraordinárias. O acréscimo na prestação de trabalho suplementar é reduzido para metade. Desta forma é possível que os empregadores passem a utilizar um maior número de horas extraordinárias em detrimento de um maior nível de emprego. Dado que o trabalho é um fator de produção quase-fixo, um embaratecimento da sua componente variável deverá levar os empregadores a prescindir de contratar novos trabalhadores e a aumentar a margem intensiva do emprego, isto é, o número de horas. No entanto, refira-se que o menor custo horário do fator trabalho poderá potenciar a criação de emprego a longo prazo.

A proposta de lei inclui ainda um aumento na flexibilidade de gestão da mão-de-obra, com a introdução de novos esquemas de bancos de horas a serem definidos não apenas em sede de negociação coletiva, como já se prevê na lei, mas também por acordo individual ou grupal, negociado diretamente com o trabalhador.

Finalmente, a proposta inclui uma redução substancial dos montantes das indemnizações a pagar em caso de despedimento. Estas indemnizações variavam entre 15 e 45 dias para os trabalhadores com contrato sem termo, e passarão no novo regime a um valor próximo do que vigora na média dos países europeus. O mesmo valor passará também a ser utilizado nos contratos com termo certo. Este valor ainda não está definido e deverá entrar em vigor apenas no final de 2012.

A revisão da lei do subsídio de desemprego tem quatro aspetos fundamentais: uma redução do período de garantia; uma redução generalizada do período de atribuição do subsídio de desemprego; um aumento muito significativo do período de atribuição do subsídio subsequente; uma redução do valor do subsídio após seis meses de atribuição.

As novas regras para atribuição do subsídio de desemprego entraram em vigor no dia 1 de abril, mas apenas se aplicam aos novos contratos. Todos os trabalhadores com contrato de trabalho anterior a essa data que adquiram o direito ao subsídio de desemprego terão as suas prestações calculadas ao abrigo da anterior legislação. O período de garantia diminuiu de 15 meses de trabalho nos últimos 2 anos para 12 meses de trabalho no mesmo período de tempo. A redução do período de atribuição multiplica os escalões de atribuição do subsídio, em função da idade, da experiência global no mercado de trabalho e da experiência nos últimos anos. A duração máxima do subsídio caiu de 38 meses para 26 meses. O período de atribuição do subsídio subsequente ao subsídio de desemprego duplicou para os trabalhadores com mais de 45 anos, passando a ter uma duração máxima igual à do subsídio de desemprego. Finalmente, o valor do subsídio é reduzido em 10 por cento após seis meses de desemprego subsidiado.

As reformas do mercado de trabalho vão no sentido de aumentar a flexibilidade do seu funcionamento. O próximo desafio será o de garantir que a sua implementação permite refletir essa flexibilidade nas condições de funcionamento das empresas.

#### 4.4.2 Outras áreas estruturais

Nas restantes áreas estruturais, merece destaque a aprovação da nova lei da concorrência. A nova lei aumenta a transparência e reforça os poderes da Autoridade da Concorrência, designadamente ao nível da investigação e inquérito. Adicionalmente, a nova lei harmoniza a definição de abuso de posição dominante relativamente à legislação europeia.

Na área da concorrência no mercado dos serviços, o esforço desenvolvido em 2011 prendeu-se com a redução do número de profissões reguladas, iniciando-se a análise da reforma do funcionamento das ordens profissionais. Adicionalmente, ocorreram alterações à legislação nacional por forma a compatibilizá-la com a diretiva europeia sobre os serviços. Nestas áreas observam-se, em geral, alguns atrasos relativamente aos prazos inicialmente estabelecidos no memorando de entendimento.

A venda de participações do Estado em empresas, tal como explicitado no memorando de entendimento, deve contribuir para a liberalização do funcionamento dos mercados de bens e serviços. Em termos de privatizações ocorridas em 2011 é de registar a alienação da participação acionista do Estado português na EDP (21.35 por cento do capital) e o acordo para a venda da participação na REN (40 por cento do capital).

Outra importante reforma em curso é a do mercado de arrendamento urbano. A proposta de alteração da lei que regula o arrendamento urbano foi submetida à Assembleia da República, estabelecendo o fim da duração mínima dos contratos (5 anos na legislação atual), estabelecendo um mecanismo de renegociação das rendas que envolve proprietários e inquilinos e facilitando o processo de despejo em caso de não pagamento das rendas. A nova legislação aguarda votação em sede parlamentar.

No que diz respeito ao setor da energia, subsistem problemas muito importantes que têm sido repetidamente apontados pelas instituições internacionais, nomeadamente a existência de rendas excessivas para diversos modos de produção de energia elétrica, por exemplo no âmbito das energias renováveis e da cogeração. Tais rendas impedem a redução do défice tarifário, com impacto sobre a evolução dos preços no consumidor, agravando as necessidades de financiamento da economia. Com efeito, os mecanismos de renegociação voluntária e as reduções anunciadas nos mecanismos de apoio a estes produtores são, até à data, insuficientes.

Na área dos transportes, foi elaborado um plano estratégico, preparando-se a reorganização das empresas de transportes públicos nas grandes áreas metropolitanas, tendo em vista o seu equilíbrio financeiro e contribuindo significativamente para o cumprimento dos objetivos orçamentais. No setor dos transportes merece também destaque o processo de revisão da legislação aplicada ao setor portuário. O objetivo consiste na criação de mecanismos que aumentem a eficiência dos portos nacionais, elemento considerado fundamental para a capacidade exportadora nacional, minorando a conflitualidade laboral.

No que concerne à reforma do sistema de justiça ocorreram avanços considerados importantes, designadamente em termos da reorganização territorial dos tribunais e em termos da redução do número de processos pendentes, designadamente pela promoção da sua resolução extra-judicial. Merece também destaque a entrada em funcionamento de um tribunal especializado em matérias de concorrência, regulação e supervisão.

O conjunto de reformas previstas na área estrutural é extremamente vasto e a sua execução envolve diferentes tipos de dificuldades, designadamente em termos de prazos de concretização e ultrapassagem das resistências colocadas por alguns agentes económicos. A demora na preparação e aprovação das reformas pode até justificar-se num contexto em que estas apresentem elevada qualidade e sejam entendidas como duradouras. Com efeito, é fundamental que as reformas agora realizadas não sejam entendidas como transitórias. Por um lado, a implementação de reformas sucessivas implica frequentemente a não observação de resultados práticos, impedindo a avaliação dos méritos das diferentes opções regulamentares. Por outro lado, a estabilidade do quadro legal tem valor em si mesma, pois reduz a incerteza para

os agentes económicos. Um outro tipo de dificuldade prende-se com resistências à mudança por parte daqueles que beneficiam das rendas e distorções existentes. Estas resistências tendem a ser mais fortes quando as distorções concentram benefícios num grupo limitado de agentes, com capacidade de pressão social e política, e os custos estão dispersos pelo conjunto dos agentes económicos. As reformas em curso impõem por isso forte capacidade de negociação, podendo, em alguns casos, envolver o estabelecimento de períodos de transição e cláusulas de salvaguarda.



## CAIXA 4.1 | OS FLUXOS DE EMPREGO E DE TRABALHADORES NO MERCADO DE TRABALHO

As condições de funcionamento dos mercados estão em permanente mutação. Estas modificações incorporam-se em diferentes frequências e podem assumir diversas formas, tendo como base alterações tecnológicas, evoluções nas preferências dos consumidores ou modificações na oferta e na procura a nível internacional. Em qualquer caso, implicam sempre uma alteração nas condições de funcionamento de uma pequena economia aberta como a portuguesa, exigindo ajustamentos económicos específicos a cada um dos choques. Neste contexto, os fluxos de emprego e de trabalhadores desempenham um papel central no funcionamento do mercado de trabalho, o qual deve continuamente alocar de forma eficiente os recursos humanos disponíveis.

### Fluxos de emprego e de trabalhadores

Os fluxos de emprego na economia refletem as decisões de criação e destruição de empregos das empresas. A base de dados da Segurança Social permite calcular estes fluxos atempadamente e com bastante precisão dada a cobertura abrangente da economia. Ao registar todos os pares trabalhador-empresa nos setores privado e público (exclui apenas as empresas com fundos de pensões individuais e os funcionários públicos inscritos na Caixa Geral de Aposentações), aquela base de dados permite identificar as contratações e as separações de trabalhadores na economia. O facto de contabilizar salários declarados pelo empregador sujeitos a contribuições obrigatórias confere-lhe uma elevada qualidade e representatividade, tornando-a numa fonte de informação única sobre o mercado de trabalho.

O gráfico 1 apresenta os fluxos de emprego e trabalhadores utilizando a base de dados da Segurança Social. Os resultados mostram que o mercado de trabalho português esteve em constante mutação no período 2001-2011. As taxas de criação e destruição de emprego representaram, em média, 5 por

Gráfico 1

FLUXOS DE EMPREGO E DE TRABALHADORES | EM PORCENTAGEM DOS TRABALHADORES POR CONTA DE OUTREM



**Fontes:** Segurança Social e cálculos do Banco de Portugal.

**Notas:** Os dados reportados representam valores médios anuais de fluxos trimestrais. As contratações/separações no trimestre  $t$  são definidas como o número de trabalhadores que estando na empresa no trimestre  $t-1$  /  $t$  não estavam no trimestre  $t / t-1$ , respetivamente. A criação/destruição de emprego no trimestre  $t$  representa a criação/destruição líquida de emprego em empresas que estão a expandir/contrair a sua força de trabalho no trimestre  $t$ . Todos os fluxos no trimestre  $t$  são normalizados pela média dos trabalhadores por conta de outrem nos trimestres  $t$  e  $t-1$ . O número de observações trimestrais situa-se em cerca de 3 milhões de trabalhadores por conta de outrem. Os cálculos de 2010 e 2011 excluem o setor financeiro por este ter sido progressivamente incorporado na Segurança Social durante 2010. As áreas a sombreado representam períodos em que se assistiu a uma diminuição do PIB.

cento do total de emprego (trabalhadores por conta de outrem). Mas cada emprego criado não foi em geral feito apenas com uma contratação. As empresas e os trabalhadores envolvem-se num processo de formação de um melhor par, que resulta em múltiplas contratações e separações até que desejavelmente se forme uma relação laboral mais duradoura. Em cada trimestre, em média, a taxa de contratação das empresas foi de 8.9 por cento do emprego total. Isto representa cerca do dobro da taxa de criação de emprego (1.8 vezes), ou seja, por cada emprego criado há duas contratações na economia, indicando, por consequência, a ocorrência de separações de trabalhadores. Uma leitura semelhante é obtida a partir do rácio entre a taxa de separação (8.8 por cento) e a taxa de destruição de emprego (4.8 por cento). A semelhança do que foi observado noutras economias, por exemplo nos Estados Unidos, os vários fluxos apresentam uma tendência decrescente no período em análise. Contudo, em parte porque o período é caracterizado por um abrandamento da economia nacional, a maior queda ocorre no caso da taxa de contratação (-3.5 pontos percentuais). A correlação mais forte e robusta com o crescimento do PIB é registada com as decisões de criação de emprego, em particular, com a variação anual da taxa de criação de emprego ou da taxa de contratação. A variação das taxas de destruição de emprego e de separação de trabalhadores resulta numa menor correlação com a evolução do ciclo económico.

### Transições de estado no mercado de trabalho

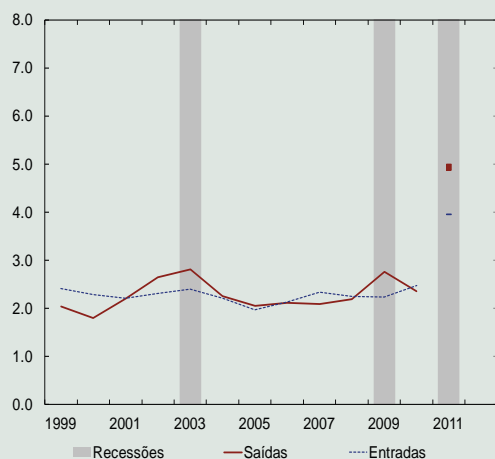
No processo contínuo de ajustamento da economia, os trabalhadores passam por diferentes estados do mercado de trabalho, nomeadamente emprego, desemprego e inatividade. O conceito formal de desemprego obriga a que se recorra ao Inquérito ao Emprego (IE). Este inquérito é obtido a partir de uma amostra de alojamentos que recolhe informação sobre os respetivos membros, mas não segue os indivíduos se estes mudarem de alojamento. Em termos de fluxos do mercado de trabalho, as mudanças de alojamento resultam numa perda de informação. Pelo contrário, os dados da Segurança Social têm como unidade de observação o par trabalhador-empresa, permitindo seguir sempre as unidades de interesse.

O gráfico 2 apresenta fluxos de trabalhadores no período 2001-2011, tendo por base duas séries do Inquérito ao Emprego – a de 1998-2010 e a atual série – com métodos de recolha e questionários diferentes. Os fluxos considerados representam transições entre o emprego e o não-emprego, que por comparabilidade com a base de dados da Segurança Social, aglutinam as situações de desemprego e de inatividade. O gráfico 3 apresenta os mesmos conceitos calculados com base nos dados da Segurança Social. Até 2010, de acordo com o Inquérito ao Emprego, as taxas de transições de entrada e de saída do emprego em percentagem do emprego por conta de outrem (contratos com e sem termo) estão próximas de 2.3 por cento. Contudo, estes valores subestimam substantivamente os fluxos do mercado de trabalho. Os valores calculados com base na Segurança Social são, em média, 2.5 vezes superiores, próximos de 5.7 por cento. Provavelmente não alheio a esta subestimação, ao contrário do obtido com base nos pares trabalhador-empresa da Segurança Social, não foi possível detetar qualquer correlação significativa e robusta entre qualquer dos fluxos calculados com o Inquérito ao Emprego e a evolução cíclica da economia.

O facto mais assinalável dos fluxos obtidos com o Inquérito ao Emprego é a clara alteração registada em 2011 (Gráfico 2). Os fluxos de saída do emprego mais do que duplicaram (5 por cento) e os fluxos de entrada no emprego quase que duplicaram (4 por cento). Embora 2011 fique marcado pelo pedido de assistência financeira externa, do ponto de vista microeconómico não existiram alterações na economia que justifiquem o forte aumento dos fluxos registados no mercado de trabalho. Em particular, não é plausível que os fluxos de entrada no emprego tenham duplicado num ano onde a taxa de desemprego passa de 12.4 por cento no primeiro trimestre para 14 por cento no último trimestre e paralelamente o nível de emprego caiu 2.7 por cento. De facto, não há qualquer quebra significativa na série de fluxos calculada com os dados da Segurança Social (Gráfico 3). Os valores de 2011 dão continuidade aos anteriores, indicando, como esperado, uma redução dos fluxos de entrada no emprego e um ligeiro aumento da taxa de saída do emprego.

Gráfico 2

**FLUXOS DE SAÍDA E DE ENTRADA NO EMPREGO – INQUÉRITO AO EMPREGO | EM PERCENTAGEM DOS TRABALHADORES POR CONTA DE OUTREM**



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** Entre 1999 e 2010, os dados reportados representam valores médios anuais dos fluxos trimestrais da série do Inquérito ao Emprego de 1998. Para 2011, a média anual é baseada nos últimos três trimestres do ano registados na série iniciada em 2011. O emprego por conta de outrem inclui apenas trabalhadores com contratos com e sem termo. As saídas e entradas referem-se a transições entre situações de emprego e não-emprego, o qual engloba desempregados e inativos. As áreas a sombreado representam períodos em que se assistiu a uma diminuição do PIB.

Gráfico 3

**FLUXOS DE SAÍDA E DE ENTRADA NO EMPREGO – SEGURANÇA SOCIAL | EM PERCENTAGEM DOS TRABALHADORES POR CONTA DE OUTREM**



**Fontes:** Segurança Social e cálculos do Banco de Portugal.

**Notas:** Os dados reportados representam valores médios anuais de fluxos trimestrais. As áreas a sombreado representam períodos em que se assistiu a uma diminuição do PIB.

A explicação para o forte aumento dos fluxos na atual série do Inquérito ao Emprego reside nas alterações metodológicas introduzidas. Em destaque está o facto de a recolha de informação ter deixado de ser apenas presencial (*Computer Assisted Personal Interviewing, CAPI*) e ter passado a basear-se em contactos telefónicos após a primeira entrevista (*Computer Assisted Telephone Interviewing, CATI*). O processo de recolha é conduzido por um guião informático e as entrevistas são monitorizadas, resultando num processo de recolha de informação mais uniforme entre as seis entrevistas de cada alojamento e entre entrevistadores.

Apesar das comparações terem um cariz preliminar, dado basearem-se apenas na comparação de um ano de informação, assinala-se que sugerem que a alteração metodológica foi benéfica para a qualidade do registo de fluxos. A aproximação dos fluxos calculados nas duas fontes estatísticas confirma que o mercado de trabalho em Portugal apresenta uma dinâmica que só mais recentemente foi identificada na literatura económica (Centeno, Machado e Novo, 2007 e 2008), em contraste com trabalhos anteriores que recorriam a outras fontes de informação (ver, nomeadamente, Blanchard e Portugal, 2001).

### Comparação internacional

A evidência acumulada aponta para uma dinâmica do mercado de trabalho superior à de vários países da área do euro. Em termos internacionais, as magnitudes mais recentes revelam que a realidade portuguesa está mais próxima das da Eslováquia, Espanha ou Finlândia, países com método de recolha CATI, enquanto as magnitudes do anterior Inquérito ao Emprego nos aproximavam mais das de Malta e Chipre, países com método de recolha CAPI (Gráficos 4 e 5). A evidência na literatura aponta a forte segmentação do mercado de trabalho como fator explicativo para os acentuados fluxos, mas concentrados nos trabalhadores com contratos a termo. Em Portugal, o número crescente de trabalhadores

Gráfico 4

TRANSIÇÕES DO EMPREGO PARA O NÃO-EMPREGO | EM PORCENTAGEM DA POPULAÇÃO ATIVA

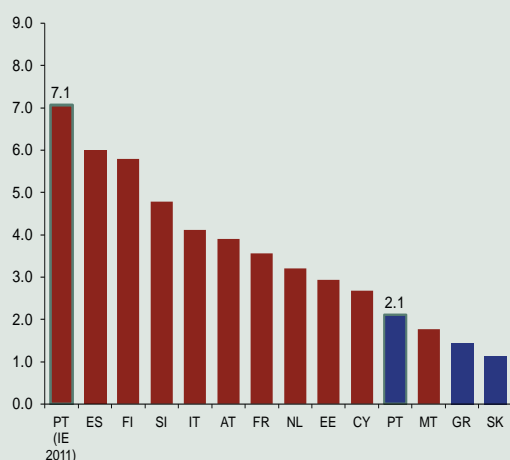
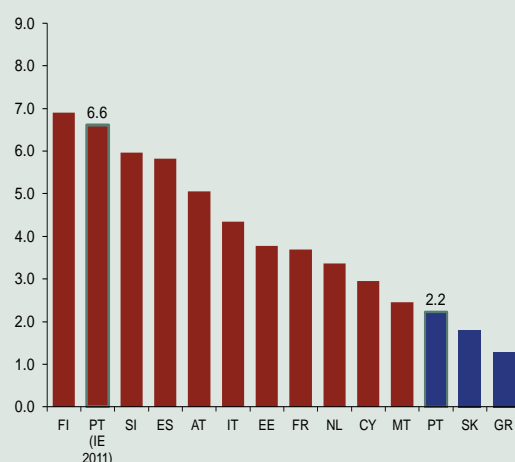


Gráfico 5

TRANSIÇÕES DO NÃO-EMPREGO PARA O EMPREGO | EM PORCENTAGEM DA POPULAÇÃO ATIVA



Fontes: Eurosistema.

Notas: Os dados reportados têm por base fluxos trimestrais ocorridos em 2010, com exceção da França, os quais se referem a 2009. Os dados para 2011 para Portugal identificados como "PT (IE 2011)" representam a média dos últimos três trimestres do ano. Os países em que o inquérito se baseia na metodologia CAPI estão representados a azul.

com contratos a termo foi apenas interrompido com a grave crise que a economia atravessa devido à concentração da destruição líquida de emprego neste tipo de contrato (Boeri 2010, Centeno e Novo 2012a, 2012b). Mesmo assim, os trabalhadores com contratos a termo representam cerca de um quinto do emprego por conta de outrem.

## Referências

- Blanchard, O., Portugal, J. 2001. "What hides behind an unemployment rate: comparing Portuguese and U.S. labor markets", *American Economic Review*, 91(1), pp. 187-207.
- Boeri, T., 2010. "Institutional reforms in European labor markets", in Ashenfelter, O., Card, D. (Eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 4. North-Holland, Amsterdam, pp. 1173-1236.
- Centeno, M., Machado, C., Novo, Á.A., 2007. "Job creation and destruction in Portugal", *Economic Bulletin*, Winter, Banco de Portugal, pp. 75-101.
- Centeno, M., Machado, C., Novo, Á.A., 2008. "The anatomy of employment growth in Portuguese firms", *Economic Bulletin*, Summer, Banco de Portugal, pp. 65-89.
- Centeno, M., Novo, Á.A., 2012a. "Segmentation", *Economic Bulletin*, Spring, Banco de Portugal, pp. 7-27.
- Centeno, M., Novo, Á.A., 2012b. "Excess worker turnover and fixed-term contracts: Causal evidence in a two-tier system", *Labour Economics*, 19, pp. 320-328.

## CAIXA 4.2 | CONCORRÊNCIA NA ECONOMIA PORTUGUESA NO PERÍODO DE 2000 A 2009

4

139

Oferta

A teoria económica sugere que a concorrência é um importante motor do crescimento da produtividade. Do ponto de vista teórico, a concorrência impede que as empresas mantenham os preços significativamente acima dos custos marginais. Em termos empíricos, a avaliação da concorrência é uma tarefa extremamente complexa devido principalmente a dois fatores. Em primeiro lugar, é difícil definir os mercados relevantes para uma correta análise da concorrência. Em segundo lugar, as medidas clássicas não têm robustez teórica, *i.e.*, não transmitem de forma inequívoca uma avaliação quanto à situação em termos de concorrência.

Esta caixa descreve a evolução global da concorrência na economia portuguesa no período 2000-2009, baseando-se numa medida clássica da literatura empírica: a margem preço-custo (MPC)<sup>1</sup>. Deve notar-se que esta análise difere do tipo de estudo detalhado realizado pelas autoridades da concorrência, permitindo apenas apreciações globais.

Em termos setoriais, a caixa concentra-se nos setores transformador e não-transformador como aproximações aos setores transacionável e não-transacionável. Este último setor encontra-se menos exposto ao comércio internacional, estando por isso menos sujeito a pressões resultantes da concorrência. Esta questão tem também impactos macroeconómicos. De fato, se as reduções da concorrência ocorrerem no setor não-transacionável, existe uma potencial distorção na afetação de recursos, que pode ter contribuído para os atuais desequilíbrios macroeconómicos e baixo crescimento do PIB potencial da economia portuguesa. Nesta Caixa, o setor transacionável (setor transformador) engloba todas as atividades da “Indústria Transformadora”, enquanto o setor não-transacionável (setor não-transformador) inclui “Eletricidade e abastecimento de água”, “Construção”, “Comércio”, “Transportes e comunicações” e “Outros serviços”.

### Dados e definição

O índice de Lerner (1934), também referido como rácio de *mark-up*, é um indicador de poder de mercado das empresas que fornece informação aproximada sobre o nível de concorrência. É definido como a diferença entre o preço e o custo marginal dividido pelo preço. Um dos problemas na utilização empírica do índice de Lerner consiste no fato dos preços não estarem geralmente disponíveis e os custos marginais não serem observáveis. Por esta razão, a MPC da empresa é usada como uma aproximação, sendo definida como o rácio entre as vendas de bens e serviços deduzidas dos custos variáveis relativamente às vendas de bens e serviços. Os custos variáveis consistem nas despesas com pessoal (salários, abonos variáveis e contribuições patronais para sistemas de proteção social) e com a aquisição de bens e serviços<sup>2</sup>.

A definição do mercado relevante para efeitos de avaliação da concorrência é extremamente complexa. Por esta razão, a abordagem usada na literatura consiste na utilização de uma classificação económica, tal como a CAE (Classificação Portuguesa das Atividades Económicas). Nesta caixa, o critério de segmentação de mercado baseia-se na CAE - Rev 2.1 a 3 dígitos, consistindo num total de 166 mercados (100

<sup>1</sup> Resultados adicionais e mais pormenores sobre este tema podem ser encontrados em Amador, J. e Soares, A. C. (2012), “Concorrência na economia portuguesa: uma visão sobre os setores transacionável e não-transacionável”, Banco de Portugal, *Boletim Económico* – Primavera.

<sup>2</sup> O capital foi assumido como um fator fixo pelo que o seu custo não deverá ser incluído nos custos variáveis. Contudo as restrições ao nível dos dados disponíveis não permitem excluir a componente “rendas”.

mercados no setor transformador e 66 mercados no setor não-transformador)<sup>3</sup>. Além disso, por forma a obter os agregados para cada mercado, a média das MPC das empresas é ponderada de acordo com as respetivas quotas de mercado.

O cálculo da MPC baseou-se em dados de empresa obtidos a partir de dois Inquéritos distintos: a Central de Balanços (CB) para o período 2000-2004 e a Informação Empresarial Simplificada (IES) para 2005-2009<sup>4</sup>. Ambos os inquéritos oferecem informação muito detalhada sobre rubricas de balanço e demonstração de resultados. Contudo, os dois inquéritos têm coberturas distintas. A IES inclui tendencialmente o universo das empresas portuguesas enquanto a CB consiste numa amostra, apresentando por isso menor cobertura em termos de valor acrescentado bruto (VAB) e número de empresas<sup>5</sup>.

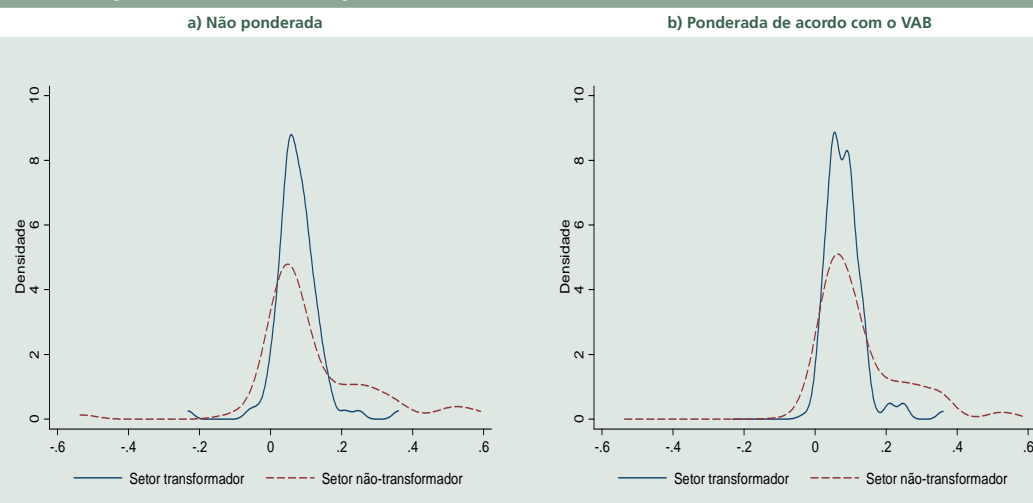
### Níveis da margem preço-custo

O gráfico 1 reporta os *kernels* da MPC para os setores transformador e não-transformador em 2009. O painel a) apresenta a MPC de mercado não ponderada e o painel b) a MPC ponderada de acordo com o VAB médio no período de 2005 a 2009.

A MPC não ponderada no setor não-transformador português é maior do que no setor transformador. Em 2009, a MPC média no setor transformador foi de 7.3 por cento, enquanto a MPC do setor não-transformador (excluindo serviços financeiros) atingiu 11.4 por cento. Além disso, existe uma heterogeneidade significativa entre os mercados em ambos os setores, particularmente no setor não-transformador. As abas da distribuição são mais pesadas no setor não-transformador, o que sugere maior dispersão das

Gráfico 1

#### DISTRIBUIÇÃO DA MARGEM PREÇO-CUSTO DE MERCADO EM 2009



**Notas:** Os mercados são definidos de acordo com a CAE - Rev 2.1 a 3 dígitos. O número total de mercados considerados é 166.

- 3** Em 2006 ocorreu uma alteração da classificação das atividades económicas, passando-se da CAE - Rev 2.1 para a CAE - Rev 3. De modo a garantir comparabilidade, foi utilizada uma tabela de equivalência. Adicionalmente, dada grande prevalência de reclassificações de empresas nos anos anteriores a 2005, quando possível, a classificação que resultou da conversão da CAE - Rev 3 para a CAE - Rev 2.1 foi aplicada retrospectivamente.
- 4** Embora a IES tenha início em 2006, ocorreu um reporte com informação de 2005 que foi tido em conta na análise.
- 5** Atividades como “intermediação financeira”, “administração pública e defesa e segurança social obrigatória” e “organismos internacionais e outras instituições extraterritoriais” não fazem parte dos universos da CB ou da IES.

MPC. Cerca de 92 por cento dos mercados do setor transformador apresentam MPC no intervalo de 0 a 20 por cento, em contraste com 68 por cento dos mercados do setor não-transformador. A ponderação das MPC de mercado de acordo com o VAB não altera substancialmente a forma das distribuições da MPC dos setores transformador e não-transformador.

Existem vários enviesamentos na utilização da MPC de mercado como uma medida do poder de mercado. Em primeiro lugar, a inexistência de rendimentos constantes à escala implica que os custos médios sejam uma aproximação imprecisa dos custos marginais. Em segundo lugar, a MPC reflete também a qualidade do produto e os níveis de eficiência. De facto, as empresas mais eficientes ou as que produzem bens de maior qualidade apresentam MPC mais altas, embora não necessariamente maior poder de mercado. Além disso, a MPC é sensível à evolução do ciclo económico. Por último, a MPC, ponderada com base nas quotas de mercado de cada empresa, não é monótona na concorrência e, consequentemente, pode transmitir informação incorreta. A razão prende-se com a sua incapacidade em incorporar corretamente os efeitos de redistribuição e de seleção. Se as empresas eficientes adotarem estratégias de preços mais agressivas, ocorre uma transferência de quota de mercado para tais empresas (efeito de redistribuição), o que pode forçar as empresas ineficientes a sair do mercado (efeito de seleção). Neste caso, a MPC pode aumentar devido à transferência de quota de mercado entre empresas, sugerindo uma redução da concorrência, quando na verdade a concorrência aumentou. Dado que o nível da MPC é um indicador de poder de mercado com algumas limitações, as suas tendências são geralmente utilizadas como uma medida mais robusta da evolução da concorrência.

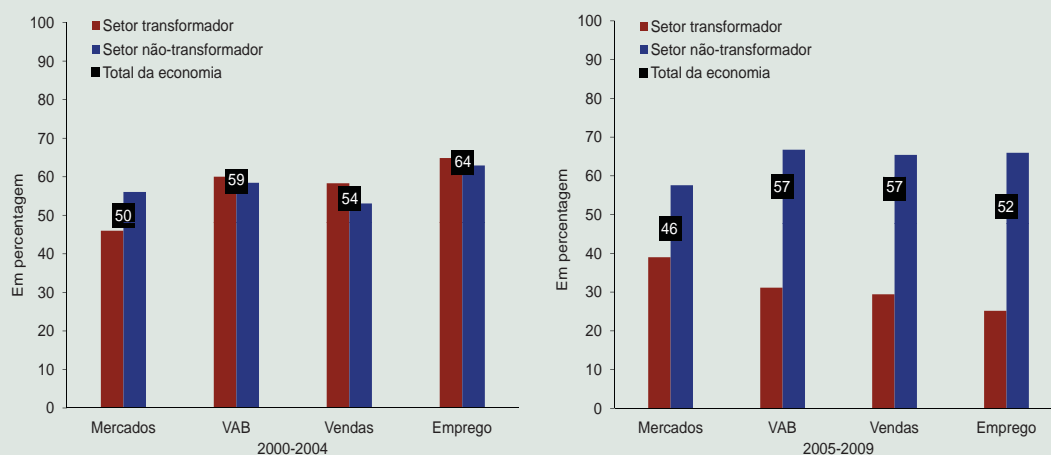
### Tendências da margem preço-custo

O gráfico 2 calcula as variações positivas da MPC para o total da economia, setor transformador e setor não-transformador, nos períodos de 2000-2004 e 2005-2009. O gráfico avalia a concorrência em termos da percentagem de mercados em cada setor onde se observa um aumento da MPC, mas também a sua relevância em termos do respectivo VAB, vendas e emprego.

No período 2005-2009 verificaram-se aumentos da MPC em 46 por cento dos mercados enquanto no período de 2000-2004 se tinham registado aumentos em 50 por cento dos mercados. Tal sugere que as reduções da concorrência são relativamente generalizadas. No entanto, considerando a sua relevância em termos de VAB, vendas e emprego as reduções da concorrência tornam-se mais significativas em ambos os sub-períodos.

**Gráfico 2**

#### AUMENTOS DA MARGEM PREÇO-CUSTO EM 2000-2004 E 2005-2009



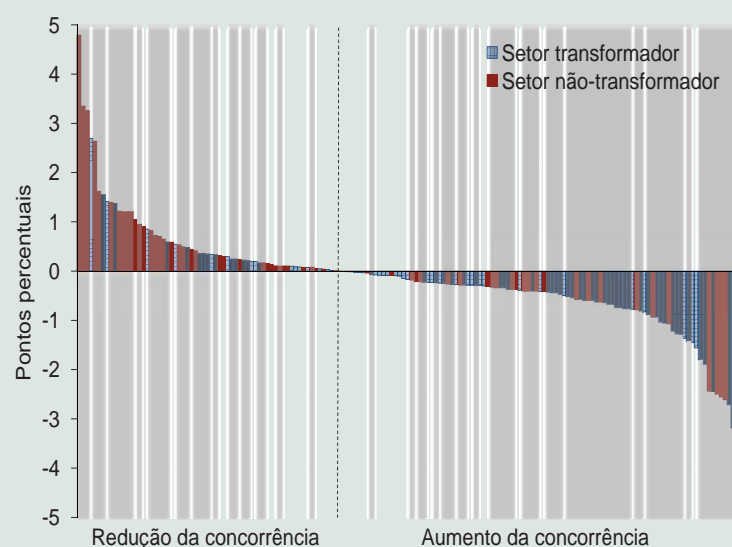
Em ambos os sub-períodos, os aumentos da MPC são mais generalizadas no setor não-transformador do que no transformador. Para além disso, no período de 2005 a 2009, estas reduções são substancialmente mais significativas em termos de VAB, vendas e emprego no setor não-transformador.

O gráfico 3 apresenta as tendências estimadas da MPC no período 2000-2009, distinguindo os mercados do setor transformador e não-transformador<sup>6</sup>. O gráfico mostra que a grande maioria dos mercados não-transformadores apresentam tendências positivas na MPC. Este resultado sugere que, embora haja uma heterogeneidade significativa entre os mercados em ambos os setores, o setor não-transformador registou, em geral, uma redução da concorrência.

### Agregados setoriais

Gráfico 3

VARIAÇÃO MÉDIA ESTIMADA DA MPC POR MERCADO NO PERÍODO 2000-2009



**Notas:** Os mercados são definidos de acordo com a CAE - Rev 2.1 a 3 dígitos. O número total de mercados considerados é 166. As barras a cinzento sinalizam as estimativas significativas a 10 por cento.

Além de avaliar a concorrência em grandes categorias setoriais, pode ser importante efetuar uma análise a um nível mais desagregado. No entanto, os níveis da MPC não são diretamente comparáveis entre setores dado que refletem não só o poder de mercado, mas também a tecnologia, os custos afundados e a elasticidade da procura. Os resultados devem por isso ser analisados em termos de variações, mais do que em níveis.

O gráfico 4 avalia a evolução da concorrência a um nível setorial mais detalhado, agregando as MPC de cada mercado de acordo com o respetivo VAB, ou seja, assume-se que a relevância de cada um dos mercados está diretamente relacionada com o seu peso no VAB do total da economia. Em ambos os sub-períodos, os pesos de cada mercado foram obtidos com base no nível médio de VAB entre 2005 e 2009, eliminando assim o efeito estrutura.

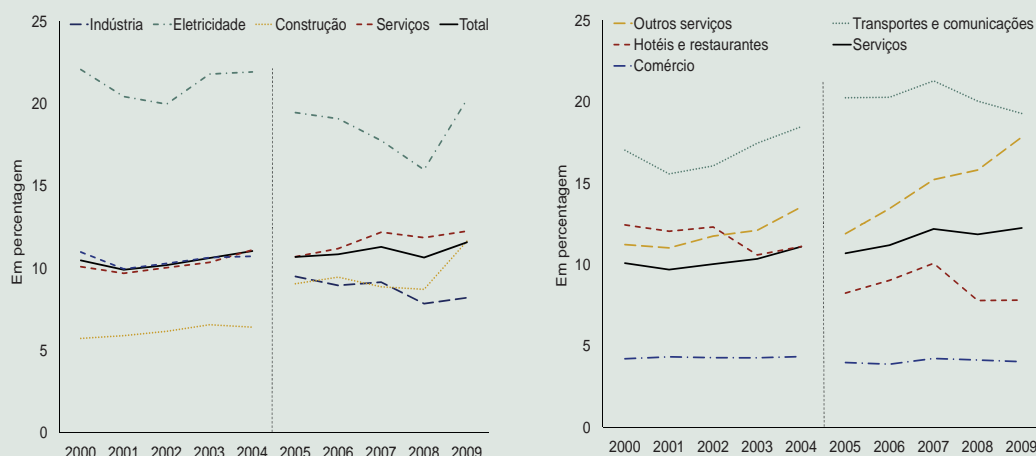
A MPC para o total da economia situou-se em 11 por cento no período 2005-2009, mostrando uma

<sup>6</sup> As tendências da MPC foram calculadas utilizando erros robustos com base no procedimento de Newey-West, assumindo autocorrelação de primeira ordem. Note-se também que as séries da MPC podem não ser estacionárias mas os reduzidos graus de liberdade não permitem testar a sua potencial não-estacionariedade



Gráfico 4

## EVOLUÇÃO DA MARGEM PREÇO-CUSTO DE 2000 A 2009



tendência ligeiramente ascendente principalmente nos “Serviços”. Pelo contrário, a “Indústria” apresentou uma tendência decrescente. No setor dos serviços, existe uma significativa heterogeneidade na evolução da MPC. A tendência crescente observada nos “Serviços” está principalmente associada à evolução dos “Outros serviços”, que inclui atividades como “Imobiliárias”, “Aluguer de máquinas e equipamentos”, “Atividades informáticas e conexas”, “Atividades de arquitetura e engenharia e atividades jurídicas e de consultoria contabilidade”. O setor do “Comércio” apresenta a menor MPC no conjunto dos “Serviços”, com uma MPC estável, próxima de 5 por cento. Em contraste, o setor “Transportes e comunicações” apresentou a maior MPC no setor não-transformador, situando-se em cerca de 20 por cento e assumindo um trajetória relativamente estável no período 2005-2009. As tendências de aumento da MPC ocorreram pois em setores que assumem uma natureza marcadamente não-transacionável.

Em conclusão, no período analisado, existe alguma evidência empírica no sentido de menor intensidade da concorrência no setor não-transacionável. Assim, existe margem para um aumento da concorrência no setor não-transacionável o que permitiria uma afetação mais eficiente dos recursos na economia portuguesa, favorecendo o crescimento económico e a correção dos desequilíbrios macroeconómicos existentes.



## 5. PROCURA

Em 2011 a atividade económica diminuiu 1.6 por cento, em termos reais, com um perfil descendente ao longo do ano. Depois do crescimento observado em 2010, maioritariamente impulsionado pela procura interna, a economia portuguesa voltou a enfrentar um período recessivo, marcado pela necessidade inadiável de correção dos desequilíbrios macroeconómicos e das vulnerabilidades estruturais. Enquadrada pelo Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), a correção dos desequilíbrios macroeconómicos implica um ajustamento prolongado dos níveis de despesa dos setores público e privado. Esta necessidade de desalavancagem, que se estende ao setor bancário, é consequência do elevado nível de endividamento acumulado desde o início do processo de convergência nominal para a participação na área do euro. Neste contexto, a procura interna – pública e privada – diminuiu de forma significativa, destacando-se a forte quebra do consumo privado e a acentuação da queda do investimento. Perante a necessidade de correção do elevado endividamento público, o processo de consolidação das finanças públicas intensificou-se em 2011. Num quadro de redução do rendimento disponível das famílias, de acréscimo da restritividade no acesso ao crédito por parte das famílias e das empresas e de uma baixa taxa de poupança, as perspetivas de redução do rendimento permanente, assim como a incerteza quanto à evolução da procura, foram reforçadas pelo agravamento da situação no mercado de trabalho.

As importações diminuíram significativamente em 2011, em linha com a evolução da procura global ponderada pelos conteúdos importados. Ao contrário do observado para a procura interna, as exportações apresentaram um dinamismo significativo, com um contributo positivo para a evolução da atividade económica em 2011. O crescimento das exportações foi superior ao da procura externa, implicando um aumento significativo da quota de mercado das exportações portuguesas, que terá sido comum aos mercados intra e extracomunitários.

### ***Contração da atividade económica em 2011 com carácter distinto da recessão registada em 2009***

Em 2011 registou-se uma diminuição da atividade económica de 1.6 por cento, após uma forte recessão em 2009 (-2.9 por cento) e um crescimento de 1.4 por cento em 2010 (Quadro 5.1). A recuperação de 2010, de natureza temporária, foi maioritariamente impulsionada pela procura interna, traduzindo-se numa ausência de correção dos desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa. De igual modo,

**Quadro 5.1**

PIB E PRINCIPAIS COMPONENTES DA DESPESA   TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PERCENTAGEM					
	2007	2008	2009	2010	2011
PIB	2.4	0.0	-2.9	1.4	-1.6
Consumo privado	2.5	1.3	-2.3	2.1	-3.9
Consumo público	0.5	0.3	4.7	0.9	-3.9
Investimento	2.1	-0.1	-13.3	-3.6	-14.0
FBCF	2.6	-0.3	-8.6	-4.1	-11.4
Variação de existências <sup>(a)</sup>	-0.1	0.0	-1.1	0.1	-0.5
Procura interna	2.0	0.8	-3.3	0.8	-5.7
Exportações	7.5	-0.1	-10.9	8.8	7.4
Importações	5.5	2.3	-10.0	5.4	-5.5
Contributo da procura interna <sup>(a)</sup>	2.2	0.9	-3.6	0.9	-6.2
Contributo da procura externa líquida <sup>(a)</sup>	0.1	-1.0	0.6	0.5	4.6

**Fontes:** INE e cálculos do Banco de Portugal.

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

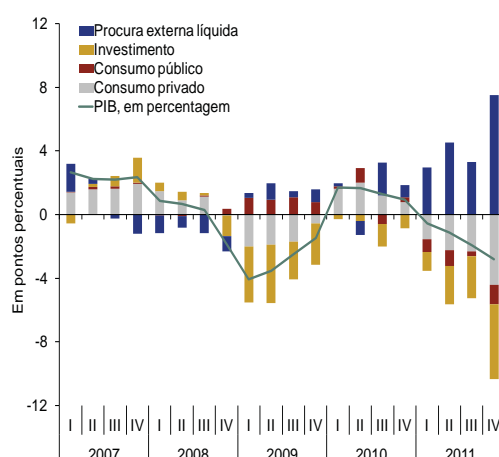
a redução da atividade económica em 2011 refletiu essencialmente a forte diminuição da procura interna, com um contributo de -6.2 pontos percentuais (p.p.) para a variação anual do PIB, sendo o contributo mais negativo registado desde 1975. Com uma queda de 3.9 por cento em 2011, o consumo privado teve, pela primeira vez desde 2001, uma variação inferior à do PIB. O investimento voltou a contrair-se, pelo terceiro ano consecutivo, diminuindo 14.0 por cento. Refletindo o esforço de consolidação das finanças públicas, o consumo público diminuiu de 3.9 por cento em 2011, em contraste com o aumento registado nos anos anteriores. Por seu lado, as exportações registaram um crescimento de 7.4 por cento em 2011. Esta evolução contrasta com o observado na recessão de 2009, em particular dado que a crise económica e financeira à escala global implicou um colapso dos fluxos de comércio internacional (queda das exportações de cerca de 11 por cento em 2009).

A evolução da atividade económica em 2011 teve subjacente um perfil descendente ao longo do ano (Gráfico 5.1). Este agravamento progressivo da atividade económica refletiu a acentuada diferença entre as dinâmicas da procura interna e das exportações, com destaque para o quarto trimestre. A procura interna desacelerou significativamente face ao ano anterior e reforçou esta tendência na segunda metade do ano. Esta evolução foi comum a todas as suas componentes, sendo de destacar a forte redução do consumo privado, assim como a queda pronunciada do investimento. Este perfil refletiu-se na dinâmica das importações, em linha com a procura global ponderada pelos conteúdos importados.

Por seu turno, as exportações foram a componente mais dinâmica da procura global, com um contributo positivo de 2.4 p.p. para a variação real do PIB em 2011 (2.6 p.p. em 2010). As exportações desaceleraram no segundo semestre de 2011, refletindo o abrandamento da economia mundial, em particular na área do euro, onde se encontram os principais parceiros económicos de Portugal. Contudo, esta desaceleração foi menos pronunciada do que a da procura externa dirigida à economia portuguesa, o que se traduziu num aumento da quota de mercado das exportações portuguesas, mais acentuado na segunda metade do ano.

Gráfico 5.1

DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE VARIAÇÃO REAL DO PIB | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA E CONTRIBUTOS



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

### **Heterogeneidade do crescimento económico na área do euro, num quadro de correção dos desequilíbrios estruturais em Portugal**

Após a forte contração da atividade em 2009, refletindo a severa crise económica e financeira mundial, a atividade económica na área do euro voltou a crescer, 1.9 por cento em 2010 e 1.5 por cento em 2011. No entanto, esta recuperação não foi comum a todas as economias da área do euro (ver “Capítulo 1 *Enquadramento Internacional*”, deste Relatório).

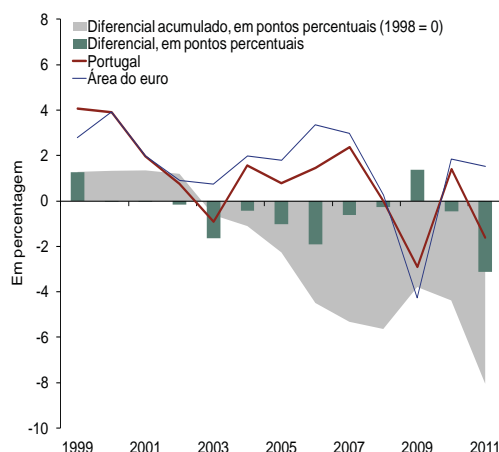
No caso particular da economia portuguesa, a evolução da atividade económica foi condicionada pela presença de significativos desequilíbrios internos e externos, acumulados ao longo da última década. No período entre a unificação monetária e o eclodir da crise financeira (1999-2007), o PIB em Portugal (efetivo e potencial) registou taxas de crescimento bastante reduzidas (1.8 por cento em média, no caso do PIB efetivo), que foram acompanhadas por taxas de poupança historicamente baixas, por um défice crescente da balança corrente e de capital e por um elevado endividamento público e privado. A existência de fragilidades estruturais, nomeadamente no que diz respeito à qualidade dos fatores de produção, tem-se traduzido em baixos níveis de produtividade, comprometendo a evolução do PIB potencial e a competitividade internacional do país.

No quadro da crise da dívida soberana na área do euro, a vulnerabilidade da economia portuguesa, associada à existência destes desequilíbrios estruturais, contribuiu para a perda de acesso a financiamento nos mercados externos em condições normais por parte dos setores público e bancário e para o subsequente pedido de assistência financeira internacional.

A contração da atividade económica portuguesa em 2011 foi condicionada pela necessidade de correção dos desequilíbrios estruturais. Neste contexto, o diferencial negativo de crescimento do PIB entre Portugal e a área do euro aumentou de forma significativa, situando-se em -3.1 p.p. (Gráfico 5.2). Este diferencial manteve-se relativamente estável ao longo do ano, refletindo a desaceleração generalizada da atividade económica na área do euro, incluindo em Portugal (ver “Capítulo 1 *Enquadramento Internacional*”, deste Relatório). Apesar do impacto contracionista do processo de ajustamento, o esforço de correção dos desequilíbrios acumulados é inadiável no atual enquadramento económico e financeiro e afigura-se central para assegurar um crescimento sustentado da economia portuguesa no médio prazo. O ajustamento das fragilidades da economia portuguesa requer reformas estruturais que permitam melhorar de forma substancial a qualidade dos fatores que determinam o crescimento potencial, contribuindo assim para o reinício de um processo de convergência real para a média da área do euro no médio prazo.

**Gráfico 5.2**

**DIFERENCIAL DE CRESCIMENTO REAL FACE À ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL**



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

### Diminuição muito acentuada do consumo privado

Em 2011, o consumo privado diminuiu de forma muito acentuada, em particular no quarto trimestre (Quadro 5.1 e Gráfico 5.1). A queda de 3.9 por cento, em termos reais, é a mais pronunciada desde 1975 e compara com a relativa estabilização do consumo privado na área do euro (0.2 por cento). A diminuição do consumo privado está em linha com a redução do rendimento disponível real, refletindo igualmente o aumento da restritividade no acesso ao crédito e o impacto de medidas ao nível da tributação, num quadro de deterioração progressiva da confiança dos consumidores.

Em 2011 o rendimento disponível diminuiu 1.0 por cento, em termos nominais (variações de 3.1 por cento em 2010 e -0.4 por cento em 2009) (Quadro 5.2). A redução foi bastante mais acentuada em termos reais (-4.5 por cento), refletindo o aumento dos preços em 2011 (ver “Capítulo 6 Preços”, deste Relatório). Esta evolução contrasta com o observado em 2009, em que se registou uma redução do rendimento disponível em termos nominais menos pronunciada do que a redução dos preços, originando um aumento do rendimento disponível em termos reais.

A redução do rendimento disponível em 2011 refletiu, em larga medida, a diminuição dos rendimentos do trabalho, em resultado da redução das remunerações no setor público e da desaceleração das remunerações no setor privado (ver “Capítulo 6 Preços”, deste Relatório), assim como o aumento da tributação direta e a diminuição das transferências internas líquidas, no âmbito do processo de consolidação das finanças públicas (ver “Capítulo 3 Política e Situação Orçamental”, deste Relatório).

Por seu lado, os rendimentos de empresas e propriedade aumentaram em 2011, refletindo essencialmente o aumento dos juros líquidos efetivos. O aumento das taxas de juro dos depósitos foi ligeiramente superior ao das taxas de juro dos empréstimos a particulares em 2011 e os respetivos depósitos aumentaram de forma significativa, enquanto os créditos diminuíram, em especial na segunda metade do ano. Para além da redução da procura de crédito, os empréstimos concedidos pelas instituições bancárias nacionais terão sido negativamente afetados pelas dificuldades de financiamento dos bancos nos mercados financeiros internacionais, no contexto da crise de dívida soberana, assim como pela necessidade de desalavancagem dos respetivos balanços (ver “Secção 2.2 Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa”, deste Relatório).

#### Quadro 5.2

RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES   TAXA DE VARIAÇÃO NOMINAL, EM PORCENTAGEM					
	2007	2008	2009	2010	2011
Rendimento disponível dos particulares	5.0	4.3	-0.4	3.1	-1.0
Remunerações do trabalho <sup>(a)</sup>	4.2	3.4	0.1	1.1	-1.2
Rendimentos de empresas e propriedade	5.0	4.7	-6.3	4.7	2.4
Transferências correntes	6.4	7.0	4.9	3.5	-0.2
Transferências internas	5.9	7.5	7.0	3.1	-0.5
Transferências externas	12.2	2.1	-20.6	8.6	3.9
Impostos diretos (-)	9.5	3.6	0.7	-1.0	10.0
Contribuições sociais (-)	2.8	5.8	0.1	0.7	-0.1
Rendimento disponível após ajustamento pela variação da participação líquida das famílias em fundos de pensões <sup>(b)</sup>	4.4	4.0	-0.4	3.1	-1.0
<i>Por memória:</i>					
Consumo privado nominal	5.6	3.9	-4.5	3.8	-0.4
Consumo privado real	2.5	1.3	-2.3	2.1	-3.9
Taxa de poupança	7.0	7.1	10.9	10.2	9.7
Rendimento disponível real <sup>(c)</sup>	1.9	1.7	1.8	1.5	-4.5
Deflator do consumo privado	3.0	2.6	-2.2	1.6	3.7

**Fontes:** INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Remunerações recebidas pelas famílias residentes. Incluem contribuições patronais para a Segurança Social, quer do setor privado, quer do setor público. (b) Uma vez que, nas contas financeiras e de património, as famílias são consideradas como sendo proprietárias das provisões dos regimes privados com constituição de fundos, no cálculo da taxa de poupança é necessário ajustar previamente o rendimento disponível pela variação da participação líquida das famílias em fundos de pensões. (c) Rendimento disponível deflacionado com o deflator do consumo privado.

Neste contexto, a diminuição da confiança dos consumidores resultou de uma avaliação mais negativa da situação económica e financeira prospetiva, assim como de expectativas de desemprego mais elevadas (Gráfico 5.3). A desaceleração da atividade económica mundial e o incontornável processo de ajustamento da economia portuguesa conduziram a uma deterioração progressiva da confiança ao longo de 2011. Esta deterioração foi comum à avaliação da situação no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a atingir níveis historicamente altos (ver “Capítulo 4 Oferta”, deste Relatório), o que contribuiu para elevar a incerteza quanto ao rendimento futuro.

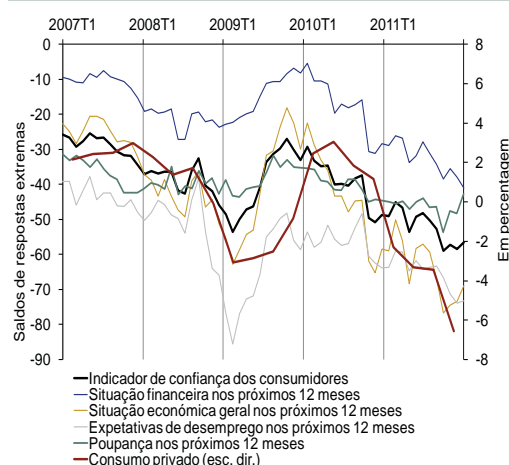
A forte diminuição do consumo privado em 2011 foi mais pronunciada do que a observada em 2009 (-2.3 por cento) e, ao contrário do que se vinha observando desde 2002, foi mais acentuada do que a contração do PIB. Em 2011 observou-se uma redução tanto do consumo de bens duradouros, como do consumo corrente de bens e serviços (Gráfico 5.4). Dado tratar-se de uma componente tipicamente mais cíclica, o consumo de bens duradouros diminuiu de forma particularmente marcada. Em 2011, o consumo de bens duradouros caiu 18.7 por cento, uma queda de magnitude próxima da observada em 2009 (-16.9 por cento). A queda do consumo de bens duradouros em 2011 terá sido igualmente afetada pela antecipação de compra no final de 2010 de alguns bens duradouros, nomeadamente veículos automóveis.

Por seu lado, o consumo corrente de bens e serviços, com um peso no total do consumo privado em torno de 90 por cento, diminuiu 2.3 por cento em 2011, uma redução mais pronunciada do que a observada em 2009 (-0.6 por cento). A queda do consumo corrente foi particularmente vincada tendo em conta que se trata de uma componente que se caracteriza por um perfil intertemporal mais alisado, o que indica um ajustamento de natureza mais estrutural do nível de consumo privado em 2011, em linha com a redução do rendimento disponível real (nomeadamente dos rendimentos do trabalho) e com a expectativa de redução do rendimento permanente (Gráfico 5.5). A evolução do consumo corrente traduziu, por um lado, o crescimento nulo do consumo alimentar (0.8 por cento em 2009), não se observando uma variação tão baixa desde 1983. Por outro lado, registou-se uma redução significativa do consumo corrente não alimentar em 2011 (-2.8 por cento em 2011, que compara com -0.9 por cento em 2009), a mais pronunciada desde 1975.

Face à forte redução do rendimento disponível real, o elevado endividamento das famílias, a existência de condições de financiamento mais restritivas e a baixa taxa de poupança limitaram a capacidade dos consumidores alisarem intertemporalmente o seu consumo. Em 2011 a taxa de poupança diminuiu

**Gráfico 5.3**

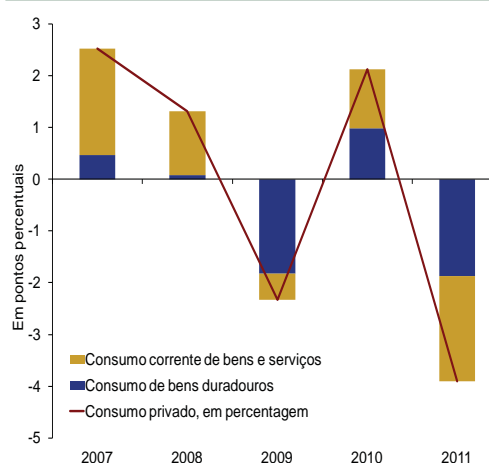
**CONSUMO PRIVADO E CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES**



**Fontes:** Comissão Europeia e INE.

**Gráfico 5.4**

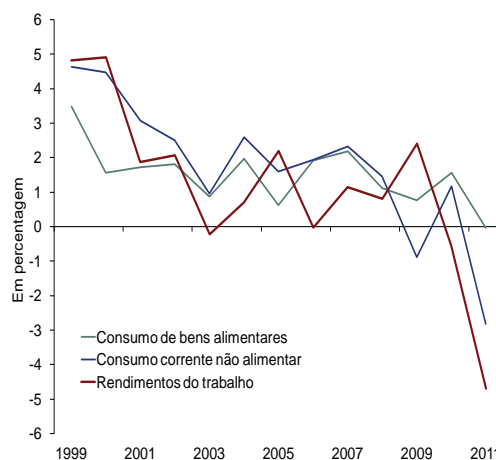
**DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DO CONSUMO PRIVADO | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL**



**Fontes:** INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5.5

RENDIMENTOS DO TRABALHO E CONSUMO CORRENTE | TAXA DE VARIAÇÃO REAL



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Rendimentos do trabalho deflacionados com o deflator do consumo privado.

novamente, situando-se em 9.7 por cento, permanecendo contudo acima dos níveis observados no início da crise financeira (Quadro 5.2). A evolução da poupança terá refletido, *inter alia*, a manutenção de elevados níveis de poupança forçada associada às amortizações de crédito, a necessidade de reestruturação do balanço por parte das famílias – num quadro de aumento das restrições de liquidez – bem como as perspectivas de redução do rendimento permanente que tendem a incentivar o aumento da poupança por motivos de precaução (ver “Caixa 5.1 A evolução recente da poupança dos particulares em Portugal”, deste Relatório).

### Queda generalizada do investimento, mais acentuada no caso do investimento público

Em 2011, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) diminuiu de forma acentuada (-11.4 por cento), sendo a queda mais pronunciada desde 1984. A evolução negativa da FBCF foi agravada pelo padrão cíclico do nível das existências, cuja variação teve um contributo negativo de 0.5 p.p. para a variação real do PIB (Quadro 5.1).

A contração da FBCF pública em 2011 foi particularmente expressiva, refletindo o processo de consolidação orçamental (-30.3 por cento em 2011, após os aumentos de 6.0, 1.7 e 17.9 por cento de 2008 a 2010, respetivamente). Porém, também a FBCF privada, que representou cerca de 82 por cento do total em 2010, voltou a contrair-se significativamente (-7.3 por cento, após quebras de 10.1 e 7.8 por cento em 2009 e 2010, respetivamente), com uma queda mais pronunciada na componente empresarial do que na das famílias (Quadro 5.3). As famílias reduziram novamente o seu investimento em habitação, facto que se observa de forma relativamente contínua desde 2001. Esta evolução está associada à elevada

Quadro 5.3

FBCF POR SETORES INSTITUCIONAIS | TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM

	Pesos em 2010	2007	2008	2009	2010	2011
FBCF total	100.0	2.6	-0.3	-8.6	-4.1	-11.4
FBCF pública	18.2	-2.1	6.0	1.7	17.9	-30.3
FBCF privada	81.8	3.3	-1.2	-10.1	-7.8	-7.3
FBCF famílias	23.3	-6.0	-9.0	-12.0	-4.3	-6.0
FBCF empresarial	58.5	7.7	2.0	-9.5	-9.0	-7.8

Fonte: INE.



incerteza face à situação económica futura, em particular num quadro de deterioração das condições no mercado de trabalho, de diminuição da confiança, de ajustamento do rendimento permanente e de aumento da reestruturização no acesso ao crédito (quer através do aumento do custo quer através de maiores exigências contratuais, como referido nos Inquéritos aos Bancos sobre o Mercado de Crédito).

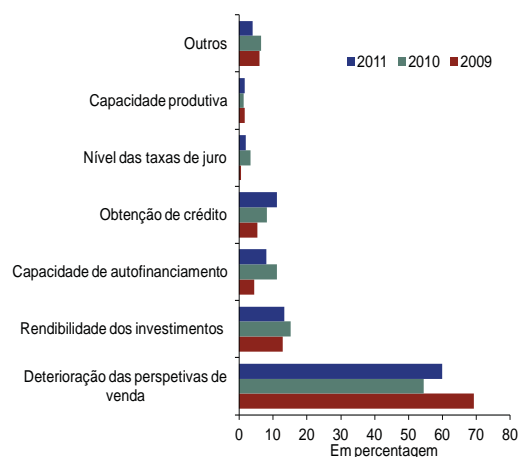
A FBCF empresarial diminuiu 7.8 por cento em 2011, uma queda menor do que as observadas em 2009 e 2010. Esta evolução foi transversal a todas as suas componentes, nomeadamente construção, máquinas e produtos metálicos e material de transporte. As decisões de investimento por parte das empresas terão sido afetadas pela deterioração das expectativas quanto à evolução da procura, quer interna quer externa, e, em menor grau, pela maior reestruturização das condições de financiamento às empresas. Adicionalmente, a utilização da capacidade produtiva, nomeadamente nas empresas da indústria transformadora, encontra-se num nível baixo (74 por cento), que é inferior aos valores registados no período 1987-2008 (média de 80 por cento), sendo próximo do nível mínimo registado em 2009 (73 por cento).

Em contraste com o observado na década anterior, o crescimento dos empréstimos internos bancários às empresas não financeiras tem apresentado uma tendência descendente, com valores ligeiramente negativos na segunda metade de 2011. Esta evolução refletirá, simultaneamente, uma diminuição da procura de crédito, bem como condições mais restritivas do lado da oferta, num contexto de maiores dificuldades de financiamento dos bancos nos mercados financeiros internacionais. A maior reestruturização no acesso ao crédito interno bancário terá sido mitigada no caso das empresas que obtiveram financiamento junto do setor não residente, o que se refletiu numa desaceleração menos pronunciada do total de crédito (incluindo empréstimos concedidos e títulos emitidos detidos por residentes e não residentes), que apresentou uma variação nula no final de 2011 (ver “Secção 2.2 Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa”, deste Relatório).

De acordo com a informação do Inquérito de Conjuntura ao Investimento, divulgado pelo INE, cerca de 60 por cento das empresas inquiridas indicaram a existência de limitações às suas decisões de investimento, uma maior percentagem do que em 2009 (cerca de 50 por cento), quando a economia portuguesa teve uma contração mais vincada do que a registada em 2011. A deterioração das perspectivas de vendas continua a ser apontada pela maioria das empresas como o principal fator limitativo, embora com um peso inferior ao registado em 2009, seguida da rentabilidade dos investimentos (Gráfico 5.6). Apesar do significativo aumento da sua importância em 2011 (cerca de 7 p.p., face à média no período 2005-2010), a dificuldade na obtenção de crédito é apenas o terceiro principal fator limitativo ao investimento, referido como tal por cerca de 11 por cento das empresas (cerca de 5 por cento em 2009).

**Gráfico 5.6**

**PRINCIPAL FATOR LIMITATIVO AO INVESTIMENTO**



Fonte: INE.

Para além do impacto da crise internacional e do atual processo de ajustamento da economia portuguesa, o crescimento da FBCF na última década terá sido determinado quer por fatores de natureza cíclica, quer por fatores de natureza estrutural. Em 1999, o peso da FBCF no total da atividade económica em Portugal era cerca de 6 p.p. superior ao da área do euro. Desde então, a FBCF em Portugal diminuiu de forma progressiva (cerca de 22 por cento entre 1999 e 2011) o que se refletiu na redução sucessiva deste diferencial, que passou a ter sinal negativo em 2011 (-1.1 p.p.). Esta evolução foi determinada, em larga medida, pela queda continuada da FBCF em construção, cerca de 32 por cento entre 1999 e 2011 (Gráfico 5.7). Com uma evolução mais cíclica, a FBCF empresarial excluindo construção, que corresponde a cerca de 85 por cento da FBCF excluindo construção, apresentou um crescimento muito baixo entre 1999 e 2011 (0.4 por cento). Esta evidência constitui um fator de preocupação, em especial se considerarmos o papel essencial da FBCF empresarial para o crescimento potencial da economia. Neste contexto, as perspetivas de crescimento da procura externa afiguram-se essenciais para a recuperação do investimento empresarial, dada a limitação da evolução da procura interna.

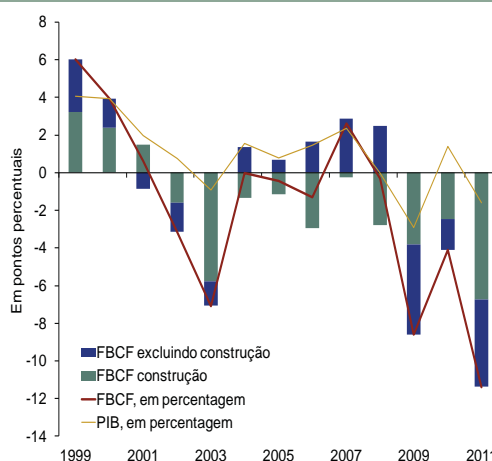
Entre 1999 e 2011, a construção representou, em média, cerca de 62 por cento do total da FBCF em Portugal, que compara com aproximadamente 58 por cento na área do euro. A diminuição da FBCF em construção foi particularmente acentuada no caso da construção de habitações. Após o dinamismo observado na segunda metade da década de 90, o investimento em habitação caiu cerca de 51 por cento entre 1999 e 2011, não obstante o forte crescimento do crédito e os baixos custos de financiamento durante a maior parte deste período.

No que se refere ao investimento empresarial excluindo construção, a partir de informação das contas nacionais anuais divulgadas pelo INE, observa-se que em 2009 (período mais recente disponível) a maior parte deste investimento foi canalizado para atividades ligadas aos serviços (58 por cento), nomeadamente comércio, transportes, comunicações e serviços prestados às empresas (atividades jurídicas, de gestão, engenharia e consultoria, entre outras) (Gráfico 5.8). Entre 1995 e 2009, as variações mais significativas dos pesos relativos de cada ramo de atividade foram registadas nas atividades financeiras e de seguros (diminuição de 5.4 p.p.), nas atividades de comunicação e informação, transportes e armazenagem e eletricidade, gás e água (aumentos de 8.9, 2.3 e 2.1 p.p., respetivamente) (Gráfico 5.9). Neste período o peso da indústria diminuiu ligeiramente (1 p.p.), situando-se em aproximadamente 22 por cento em 2009.

A evolução do investimento empresarial nos próximos anos será condicionada pelas expetativas de crescimento da procura interna, pela evolução da procura externa e pela necessidade de ajustamento dos balanços das empresas face ao seu elevado nível de endividamento. Neste contexto, conforme já

### Gráfico 5.7

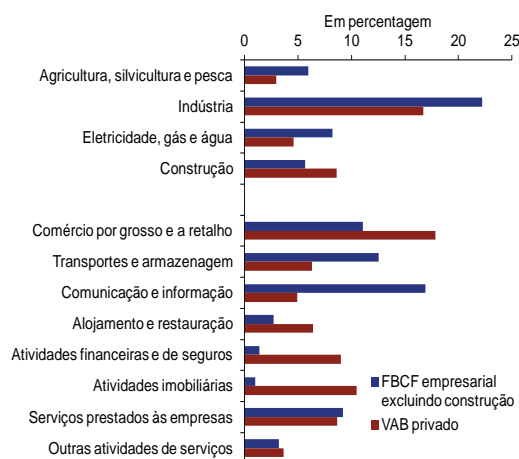
#### DECOMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO REAL DA FBCF | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5.8

**FBCF EMPRESARIAL EXCLUINDO CONSTRUÇÃO POR RAMO DE ATIVIDADE, 2009 | PESOS NO TOTAL, EM PORCENTAGEM**

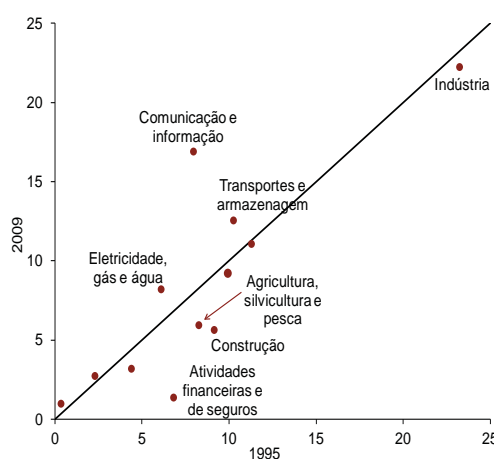


**Fontes:** INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** O total da FBCF empresarial excluindo construção inclui a FBCF dos vários ramos de atividade, exceto administração pública, educação e saúde, nos diversos produtos, exceto construção. O VAB privado inclui o VAB dos vários ramos de atividade, exceto administração pública, educação e saúde.

Gráfico 5.9

**EVOLUÇÃO DOS PESOS POR RAMO DE ATIVIDADE NO TOTAL DA FBCF EMPRESARIAL EXCLUINDO CONSTRUÇÃO | EM PORCENTAGEM**



**Fontes:** INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** O total da FBCF empresarial excluindo construção inclui a FBCF dos vários ramos de atividade, exceto administração pública, educação e saúde, nos diversos produtos, exceto construção. Por exemplo, a FBCF do ramo de atividade "Construção" inclui a totalidade da FBCF exceto a que se refere ao produto construção (por exemplo, inclui a FBCF em máquinas e equipamentos e material de transporte).

observado após a contração da atividade económica em 2003, poderá não ocorrer uma recuperação do investimento tão dinâmica como a que é tipicamente observada nos períodos pós-recessivos. Adicionalmente, entre os fatores condicionantes das decisões de investimento por parte das empresas, destaca-se o nível de qualificação da mão-de-obra, pela sua complementaridade com o investimento em capital físico, o quadro institucional existente, em particular ao nível da flexibilidade dos mercados, e a previsibilidade do sistema fiscal. Dado que as decisões de investimento são avaliadas num contexto global e que se perspetivam reafetações significativas de recursos na economia portuguesa, o enquadramento das decisões de investimento será igualmente influenciado pela forma como serão corrigidos os desequilíbrios da economia e pela concretização das reformas estruturais necessárias ao aumento da produtividade.

### **Crescimento significativo das exportações, associado a um ganho de quota de mercado**

As exportações de bens e serviços cresceram 7.4 por cento em 2011, que compara com 4.9 por cento em média entre 1999 e 2007, situando-se cerca de 1 p.p. acima do observado na área do euro. Esta evolução foi comum às componentes de bens (7.9 por cento, que compara com 4.7 por cento em média entre 1999 e 2007), de turismo (7.3 por cento, após 1.8 por cento em média entre 1999 e 2007) e de outros serviços (5.6 por cento, após 9.8 por cento em média entre 1999 e 2007) (Gráfico 5.10). Em 2011 as exportações portuguesas de bens e serviços cresceram mais do que as importações de alguns dos principais mercados de destino, nomeadamente Espanha, França, Reino Unido e Estados Unidos (Quadro 1.2 no "Capítulo 1 *Enquadramento Internacional*", deste Relatório). De facto, o crescimento das exportações de bens e serviços foi superior ao aumento da procura externa, ou seja terá havido um aumento da quota de mercado das exportações portuguesas que terá sido comum aos mercados intra e extracomunitários. (Gráfico 5.11). Por seu lado, os custos unitários do trabalho relativos diminuíram em 2011, uma redução semelhante à observada na média da área do euro (ver "Caixa 5.2 *A evolução recente da competitividade internacional da economia portuguesa ao nível dos custos unitários do trabalho*", deste Relatório).

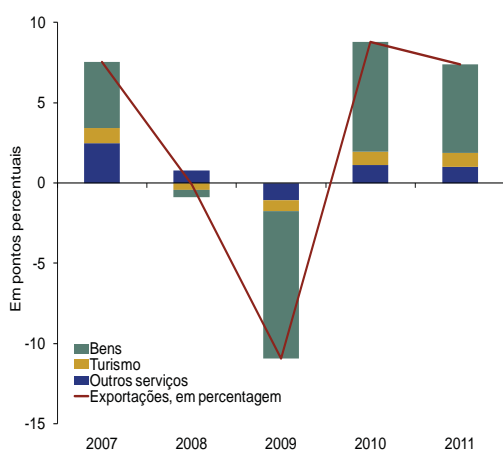
A evolução favorável das exportações de bens e serviços em 2011 permitiu mitigar o impacto sobre a atividade económica da significativa contração da procura interna. No entanto, perante um enquadramento externo semelhante, o menor grau de abertura de Portugal em relação à média dos países da área do euro determina que o impulso positivo das exportações não seja tão significativo no caso português (Gráfico 5.12). Apesar de a economia portuguesa ter aumentado o seu nível de integração económica, na última década o peso das exportações no PIB foi cerca de 9 p.p. inferior ao da média da área do euro (-8.3 p.p em 2011).

As exportações desaceleraram na segunda metade de 2011, refletindo o abrandamento da atividade económica na economia mundial, em particular na área do euro. No entanto, este abrandamento foi menos acentuado do que o observado em média na área do euro (Gráfico 5.13). Esta evolução, conjugada com a desaceleração mais acentuada da procura externa na segunda metade do ano, resultou num perfil ascendente da quota de mercado das exportações portuguesas ao longo de 2011 (Gráfico 5.11).

O crescimento nominal das exportações de bens em 2011 não foi homogéneo no que se refere aos principais produtos exportados e aos principais destinos geográficos (Quadro 5.4). Em termos nominais, as exportações intracomunitárias de bens desaceleraram (13.6 por cento, após 15.4 por cento em 2010) apresentando uma tendência descendente ao longo do ano. Para esta evolução contribuiu, em larga medida, a forte desaceleração das exportações para Espanha – principal mercado de destino das exportações portuguesas – refletindo o abrandamento da atividade económica naquele país. Apesar da pronunciada desaceleração no quarto trimestre, as exportações para a Alemanha – segundo mercado mais relevante – aceleraram em 2011 (20.3 por cento, após 16.5 por cento em 2010) refletindo sobretudo a evolução das exportações de veículos e outro material de transporte. O contributo das exportações para a França – terceiro mercado mais relevante – também aumentou (2.0 p.p. em 2011, após 1.3 p.p. em 2010), refletindo essencialmente a evolução das exportações de veículos e outro material de transporte e de máquinas e aparelhos. Ao contrário do observado a nível intracomunitário, as exportações extracomunitárias de bens aceleraram (19.5 por cento, após 17.7 por cento em 2010) exibindo um perfil intra-anual ascendente. De entre os países de destino, destaque-se a aceleração das exportações para

Gráfico 5.10

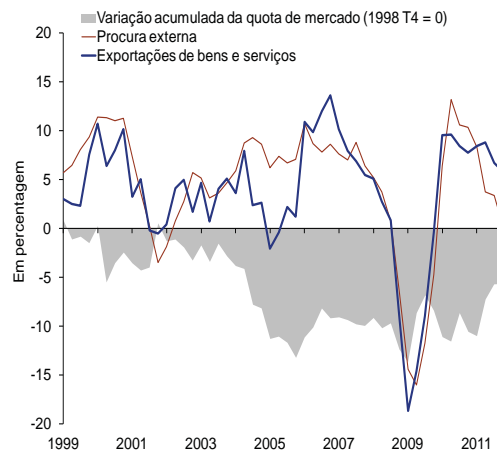
DECOMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO REAL DAS EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Gráfico 5.11

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS E SERVIÇOS E PROCURA EXTERNA | TAXA DE VARIAÇÃO REAL TRIMESTRAL

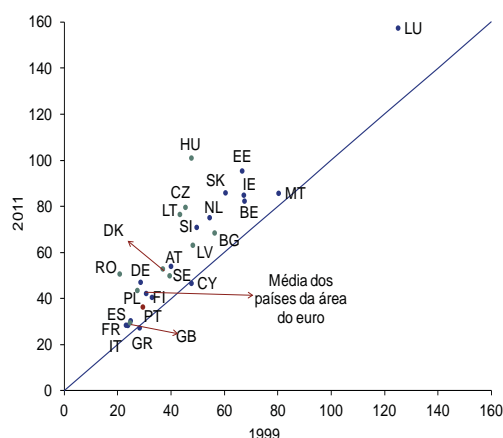


Fontes: BCE, Instituto de Estatística do Reino Unido, INE e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: A procura externa encontra-se corrigida do efeito da fraude fiscal no Reino Unido.

Gráfico 5.12

GRAU DE ABERTURA | PREÇOS CONSTANTES DE 2005, EM PERCENTAGEM

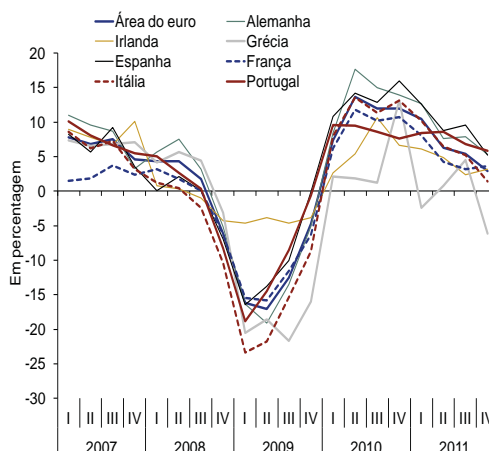


**Fontes:** Comissão Europeia, Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** O grau de abertura da economia é calculado como  $[(\text{Exportações} + \text{Importações}) / 2] / \text{PIB} \times 100$ . Os países da área do euro encontram-se assinalados a azul.

Gráfico 5.13

EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA REAL



**Fonte:** Eurostat.

**Nota:** Séries não corrigidas de sazonalidade.

Angola (essencialmente, produtos alimentares e tabaco), China (em particular, veículos automóveis e pasta, papel e cartão) e Argélia (produtos de ferro e aço). Na última década, o peso das exportações para destinos extracomunitários aumentou cerca de 10 p.p., situando-se em 26 por cento em 2011.

Considerando o grau de intensidade tecnológica das exportações, o aumento das exportações de veículos e outro material de transporte e de máquinas e aparelhos traduziu-se no forte crescimento das exportações de alta e média-alta tecnologia em 2011. No caso da alta tecnologia destaca-se igualmente a forte aceleração das exportações de produtos farmacêuticos. As exportações de média-baixa e baixa tecnologia também registaram aumentos pronunciados em 2011. Na média-baixa tecnologia, os contributos mais elevados foram observados nos produtos metalúrgicos e petrolíferos, apesar de neste último caso o contributo ser inferior ao de 2010. Nas exportações de baixa tecnologia, os têxteis, vestuário e calçado e os produtos alimentares registaram a maior aceleração face a 2010. Uma análise mais detalhada da evolução nominal das exportações portuguesas de bens em 2011 pode ser encontrada na "Caixa 5.3 A evolução das exportações portuguesas de bens em 2011 por principais produtos e destinos geográficos", deste Relatório.

No contexto de um enquadramento externo relativamente favorável, as exportações de turismo aumentaram 7.3 por cento, em termos reais, com as dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros a registarem um crescimento de 10.4 por cento, após 1.7 por cento em 2010. Para esta evolução contribuíram essencialmente os fluxos de turistas do Reino Unido, França e Alemanha (Gráfico 5.14). Portugal poderá ter beneficiado do desvio de turistas de destinos no Médio Oriente e Norte de África marcados por tensões sociopolíticas. De acordo com informação da Organização Mundial de Turismo, estas duas regiões terão sido as únicas a registar uma variação negativa das chegadas de turistas em 2011<sup>1</sup>. Com as exportações de turismo em volume a acelerarem 0.7 p.p. face a 2010, a desaceleração das receitas nominais de turismo em cerca de 3 p.p. terá refletido uma possível redução dos gastos por turista, assim como a diminuição dos preços, que no caso de Portugal foi a mais acentuada dos países da União Europeia, à exceção do Chipre (ver "Capítulo 6 Preços", deste Relatório).

<sup>1</sup> Para mais detalhes ver *UNWTO World Tourism Barometer*, Volume 10, March 2012.

## Quadro 5.4

## EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS | EM TERMOS NOMINAIS

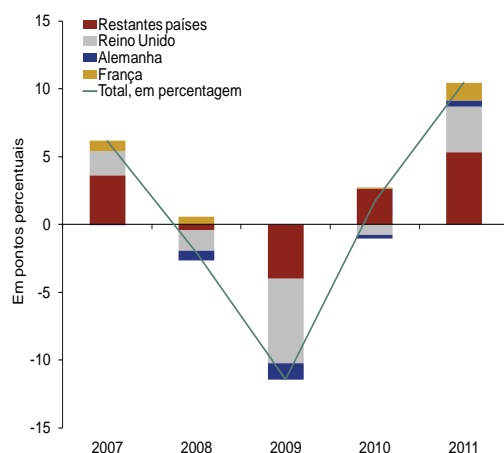
Por tipo de bem												
Capítulos NC	Pesos 2010	Taxa de variação (em percentagem)					Contributos (em pontos percentuais)					
		2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	
Total	1-99	100.0	7.4	1.4	-18.4	16.0	15.1	7.4	1.4	-18.4	16.0	15.1
Agrícolas	1-15	5.3	14.4	25.0	-10.4	14.1	12.7	0.5	1.0	-0.5	0.8	0.7
Alimentares	16-23	5.3	18.3	9.2	-2.1	2.8	12.3	0.8	0.4	-0.1	0.2	0.6
Combustíveis minerais	27	6.7	-8.6	25.1	-28.4	59.5	24.8	-0.5	1.1	-1.6	2.9	1.7
Químicos	28-38	5.0	11.9	1.4	-16.0	17.1	29.7	0.6	0.1	-0.8	0.9	1.5
Plásticos, borracha	39-40	6.9	11.7	0.5	-13.4	27.7	14.2	0.7	0.0	-0.8	1.7	1.0
Peles, couros	41-43	0.3	-4.1	4.1	-18.3	23.1	32.6	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.1
Madeira, cortiça	44-46	3.5	6.3	-4.4	-23.0	7.6	10.9	0.3	-0.2	-0.9	0.3	0.4
Pastas celulósicas, papel	47-49	5.7	-12.9	9.2	-0.9	40.7	4.8	-0.6	0.3	0.0	1.9	0.3
Matérias têxteis	50-60; 63	4.1	4.6	-6.6	-16.1	13.0	10.3	0.2	-0.3	-0.7	0.6	0.4
Vestuário	61-62	6.0	1.5	-5.8	-13.2	3.0	6.9	0.1	-0.4	-0.8	0.2	0.4
Calçado	64	3.7	2.7	2.6	-8.2	5.1	15.2	0.1	0.1	-0.3	0.2	0.6
Minerais, minérios	25-26; 68-70	5.5	13.9	-3.0	-15.9	13.0	6.1	0.8	-0.2	-0.9	0.7	0.3
Metais comuns	72-83	7.9	10.2	-0.2	-25.9	17.3	17.3	0.9	0.0	-2.2	1.4	1.4
Máquinas, aparelhos	84-85	14.9	7.6	-0.8	-31.0	6.3	11.6	1.5	-0.2	-6.0	1.0	1.7
Veículos, out. mat. transporte	86-89	12.4	2.8	-2.7	-21.4	22.2	23.4	0.4	-0.3	-2.6	2.6	2.9
Ótica e precisão	90-92	1.1	14.3	6.5	2.9	18.3	8.9	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1
Outros produtos	24; 65-67; 71; 93-99	5.6	41.2	-2.5	-3.3	6.8	19.1	1.7	-0.1	-0.2	0.4	1.1
Por grau de intensidade tecnológica <sup>(a)</sup>												
	Pesos 2010	Taxa de variação (em percentagem)					Contributos (em pontos percentuais)					
		2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	
Alta tecnologia	7.3	6.3	-5.6	-36.7	10.4	15.5	0.7	-0.6	-3.6	0.8	1.1	
Aeronáutica e aeroespacial	0.4	76.4	58.2	-55.7	56.7	21.4	0.2	0.2	-0.3	0.2	0.1	
Produtos farmacêuticos	1.5	29.9	2.4	11.8	1.2	29.9	0.3	0.0	0.1	0.0	0.4	
Equipamento de escritório e computação	0.3	-27.1	-39.1	-28.6	-41.2	5.2	-0.5	-0.5	-0.2	-0.3	0.0	
Equipamento de rádio, TV e comunicações	3.9	6.2	-5.8	-50.6	14.5	10.7	0.4	-0.4	-3.3	0.6	0.4	
Instrumentos médicos, óticos e de precisão	1.2	36.4	3.9	2.7	25.7	14.2	0.3	0.0	0.0	0.3	0.2	
Média-alta tecnologia	28.6	10.7	0.5	-21.9	19.8	18.7	3.0	0.1	-6.3	5.5	5.4	
Máquinas e aparelhos elétricos n.e.	4.6	23.7	6.6	-22.4	17.4	14.2	0.9	0.3	-1.1	0.8	0.7	
Veículos a motor, reboques e semi-reboques	11.8	-1.6	-3.6	-20.1	24.8	24.0	-0.2	-0.4	-2.3	2.7	2.8	
Produtos químicos, exceto farmacêuticos	6.1	22.1	-3.3	-27.3	40.0	21.1	1.2	-0.2	-1.6	2.0	1.3	
Equip. ferroviário e equip. de transporte n.e.	0.5	45.2	-6.9	-21.7	12.4	4.1	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.0	
Máquinas e equip. n.e. (princ. não elétricos)	5.6	15.9	7.9	-19.8	-1.8	10.2	0.9	0.5	-1.3	-0.1	0.6	
Média-baixa tecnologia	22.6	9.0	6.0	-17.0	18.9	21.8	1.8	1.2	-3.7	4.2	4.9	
Construção e reparação naval	0.1	102.8	-26.0	-20.7	-47.4	-21.0	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	
Produtos da borracha e do plástico	4.9	13.9	3.5	-7.1	16.0	19.2	0.6	0.1	-0.3	0.8	0.9	
Refin. petróleo, petroquímica, comb.nuclear	5.7	-13.2	26.6	-20.9	51.2	28.0	-0.6	1.0	-0.9	2.2	1.6	
Produtos minerais não metálicos	4.1	14.7	0.8	-13.1	6.1	4.2	0.6	0.0	-0.5	0.3	0.2	
Metalurgia de base	4.1	11.1	-2.8	-27.3	32.8	42.0	0.4	-0.1	-1.1	1.2	1.7	
Fabricação de prod. metálicos (excl.máquinas e equip.)	3.7	16.4	8.1	-16.9	-3.2	14.3	0.6	0.3	-0.7	-0.1	0.5	
Baixa tecnologia	33.1	9.3	1.2	-10.1	11.3	14.8	2.9	0.4	-3.2	3.9	4.9	
Manufaturas n.e. e reciclagem	3.1	13.1	-0.9	-4.6	6.9	10.2	0.4	0.0	-0.1	0.2	0.3	
Pasta de papel, papel, cartão e publicações	4.1	11.0	10.8	1.5	57.7	41.8	0.2	0.2	0.0	1.7	1.7	
Produtos alimentares, bebidas e tabaco	9.3	19.6	13.0	-7.5	8.3	12.8	1.4	1.0	-0.7	0.8	1.2	
Têxteis, vestuário, couros e calçado	13.7	4.3	-3.9	-12.6	6.2	10.4	0.7	-0.6	-1.8	0.9	1.4	
Madeira e produtos da madeira e cortiça	3.0	5.8	-8.1	-19.8	5.5	9.3	0.2	-0.3	-0.7	0.2	0.3	
Categoria residual	8.4	-10.2	3.7	-19.8	20.4	-14.3	-1.0	0.3	-1.6	1.7	-1.2	
Por país de destino												
	Pesos 2010	Taxa de variação (em percentagem)					Contributos (em pontos percentuais)					
		2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	
Intracomunitário	75.0	6.0	-2.1	-17.3	15.4	13.6	4.7	-1.6	-12.9	11.6	10.2	
dos quais:												
Espanha	26.6	8.3	-1.4	-20.3	13.2	7.5	2.4	-0.4	-5.7	3.6	2.0	
Alemanha	13.0	6.7	-0.1	-17.1	16.5	20.3	0.9	0.0	-2.2	2.1	2.6	
França	11.8	8.0	-5.0	-14.2	10.3	17.4	1.0	-0.6	-1.7	1.3	2.0	
Reino Unido	5.5	-5.8	-8.1	-15.8	12.6	6.8	-0.4	-0.5	-0.9	0.7	0.4	
Itália	3.8	9.4	-9.4	-17.1	17.4	11.0	0.4	-0.4	-0.6	0.7	0.4	
Extracomunitário	25.0	12.6	13.4	-21.5	17.7	19.5	2.8	3.1	-5.5	4.4	4.9	
dos quais:												
Angola	5.2	39.2	34.3	-0.8	-14.6	22.0	1.3	1.5	0.0	-1.0	1.1	
Estados Unidos	3.6	-15.1	-25.0	-24.5	31.1	12.9	-0.9	-1.2	-0.8	1.0	0.5	
Brasil	1.2	1.4	23.9	-7.9	49.5	32.9	0.0	0.2	-0.1	0.5	0.4	
China	0.6	-15.3	1.6	20.5	6.0	69.7	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.4	
Argélia	0.6	9.6	126.9	9.0	8.9	66.8	0.0	0.3	0.0	0.1	0.4	

**Fontes:** GEE, INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota: (a)** Informação disponibilizada pelo Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia e do Emprego (GEE), calculada com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE e na classificação das indústrias transformadoras por grau de intensidade tecnológica (GIT), baseada na intensidade de I&D, divulgada pela OCDE. Para mais detalhes, ver <http://www.oecd.org/dataoecd/43/41/48350231.pdf>. A categoria residual inclui os produtos que não são passíveis de ser classificados, nomeadamente os produtos agrícolas e da indústria extrativa, assim como as rubricas para as quais os INE não disponibiliza informação suficientemente detalhada, por motivos de confidencialidade, o que impede a aplicação da classificação GIT.

Gráfico 5.14

DORMIDAS DE NÃO RESIDENTES | CONTRIBUTOS POR PAÍS DE ORIGEM, EM PONTOS PERCENTUAIS



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

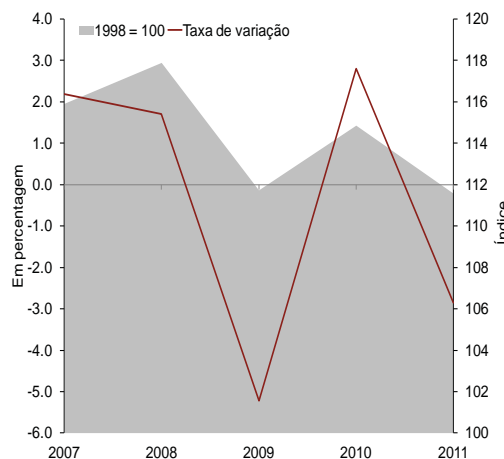
As exportações de outros serviços registaram um crescimento real de 5.6 por cento em 2011, face a 6.0 por cento em 2010. De acordo com informação da balança de pagamentos divulgada pelo Banco de Portugal, os principais contributos para o crescimento nominal destas exportações estiveram associados aos serviços de transporte, em particular para o Reino Unido, de informação e informática, e outros serviços fornecidos por empresas (Quadro 5.5). Os serviços de construção e financeiros também apresentaram um contributo positivo. Porém, no caso dos serviços de transporte, a evolução nominal deverá estar a ser fortemente influenciada pelo aumento dos preços dos transportes aéreos.

#### ***Diminuição das importações em linha com a procura global ponderada pelos conteúdos importados***

Em 2011, o volume de importações de bens e serviços caiu 5.5 por cento, refletindo a queda das importações de bens (-7.0 por cento), a diminuição das importações de turismo (-2.1 por cento) e o aumento das importações de outros serviços (3.7 por cento) que foi ligeiramente superior ao observado em 2010 (3.2 por cento). Dada a forte sensibilidade das importações ao ciclo económico, a penetração das importações na procura global diminuiu em 2011 (2.9 por cento, em termos reais) à semelhança do que tipicamente se observa em períodos de contração da atividade económica (Gráfico 5.15).

Gráfico 5.15

PENETRAÇÃO DAS IMPORTAÇÕES NA PROCURA GLOBAL | EM TERMOS REAIS



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** A penetração das importações avalia o crescimento das importações de bens e serviços face ao crescimento da procura global. Um aumento indica um ganho de quota de mercado por parte dos produtores estrangeiros.

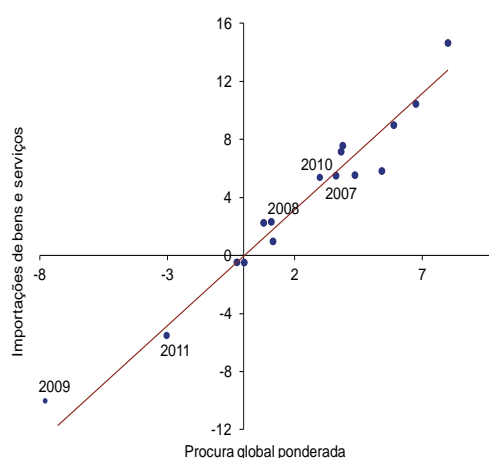
À exceção de 2009, quando se observou um colapso do comércio mundial, a queda das importações em 2011 foi a mais pronunciada da última década. Esta evolução esteve em linha com a diminuição da procura global ponderada por conteúdos importados (Gráfico 5.16), registando-se uma queda generalizada das importações, em termos reais, comum à componente energética e não energética, apesar de mais acentuada neste último caso (-4.1 e -5.7 por cento, respetivamente). Em particular no que se refere às importações de bens, a diminuição foi mais vincada em algumas componentes com conteúdo importado mais elevado, como o consumo de bens duradouros e a FBCF em máquinas e material de transporte. Em termos nominais, as importações de máquinas e aparelhos diminuíram 7.4 por cento e as importações de veículos automóveis e outro material de transporte caíram 23.9 por cento (Quadro 5.6). A diminuição das importações destes produtos traduziu-se numa redução das importações de alta e média-alta tecnologia. Refira-se que a evolução das importações de veículos e outro material de transporte também foi significativamente afetada pelo impacto da aquisição de equipamento militar pelas administrações públicas em 2010, que se refletiu na redução das importações de média-baixa tecnologia. Por seu lado, as importações nominais de baixa tecnologia aumentaram em 2011, refletindo essencialmente a evolução das importações de produtos alimentares, que aceleraram face ao ano anterior. Esta aceleração em termos nominais deverá estar a ser parcialmente influenciada pelo crescimento dos preços de importação dos produtos alimentares (ver “Capítulo 6 Preços”, deste Relatório).

Por áreas geográficas registou-se um abrandamento significativo e generalizado das importações de bens. No caso dos mercados intracomunitários, registou-se uma diminuição das importações de bens, em termos nominais (-2.6 por cento), particularmente notória em alguns mercados de referência, como o Reino Unido, Alemanha, Itália e França. No caso da Espanha, o principal parceiro comercial de Portugal, as importações desaceleraram em termos nominais, passando de 5.7 por cento em 2010 para 2.3 por cento em 2011. Apesar de também terem desacelerado, as importações provenientes de países extra-comunitários mantiveram um forte dinamismo, crescendo 12.5 por cento, com particular destaque para Angola, Argélia, Brasil e Arábia Saudita, estando associadas essencialmente à importação de combustíveis.

Dada a diminuição do rendimento disponível real das famílias, o aumento da restritividade no acesso ao crédito e a deterioração progressiva da confiança dos consumidores, as importações de turismo diminuíram 2.1 por cento em 2011, em termos reais. Os destinos que registaram uma diminuição mais acentuada do seu contributo, em termos nominais, foram a Espanha, o Brasil e os Estados Unidos, apresentando

**Gráfico 5.16**

**IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS E PROCURA GLOBAL PONDERADA | TAXA DE VARIAÇÃO REAL**



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Nota:** Equação estimada com dados até 2008.



Quadro 5.5

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS   EM TERMOS NOMINAIS											
	Pesos 2010	Por tipo de serviço					Contributo para a taxa de variação (em pontos percentuais)				
		Taxa de variação (em percentagem)									
		2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Total	100.0	15.7	5.3	-8.7	7.7	9.0	15.7	5.3	-8.7	7.7	9.0
Turismo	43.2	10.9	0.5	-7.2	10.0	7.2	5.0	0.2	-3.0	4.2	3.1
Transportes	26.6	18.9	10.4	-12.6	13.0	10.9	4.7	2.6	-3.3	3.3	2.9
Outros serviços fornecidos por empresas	18.8	19.5	10.2	-5.9	1.7	8.7	3.5	1.9	-1.1	0.3	1.6
Construção	2.9	40.9	8.3	-21.9	-1.9	13.9	1.2	0.3	-0.8	-0.1	0.4
Comunicação	2.7	16.4	4.7	-15.6	-2.9	0.5	0.5	0.2	-0.5	-0.1	0.0
Serviços de informação e informática	1.6	36.8	15.3	1.0	1.1	37.7	0.4	0.2	0.0	0.0	0.6
Serv. natureza pessoal, cultural e recreativa	1.5	-6.3	7.1	10.7	20.7	-11.6	-0.1	0.1	0.1	0.3	-0.2
Serviços financeiros	0.9	25.8	-4.7	-32.7	4.4	41.6	0.3	-0.1	-0.4	0.0	0.4
Operações governamentais	1.1	10.3	0.5	-2.4	17.6	3.7	0.1	0.0	0.0	0.2	0.0
Seguros	0.5	5.9	5.1	3.3	-9.1	11.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1
Direitos de utilização	0.2	10.0	-29.8	150.5	-71.7	41.2	0.0	-0.1	0.4	-0.5	0.1
	Pesos 2010	Por país de destino					Contributo para a taxa de variação (em pontos percentuais)				
		Taxa de variação (em percentagem)									
		2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Total	100.0	15.7	5.3	-8.7	7.7	9.0	15.7	5.3	-8.7	7.7	9.0
Reino Unido	14.3	12.8	-3.0	-19.0	4.1	10.4	2.4	-0.6	-3.2	0.6	1.5
Espanha	14.2	15.6	6.4	-12.3	2.9	1.0	2.4	1.0	-1.9	0.4	0.1
França	13.8	15.1	8.1	-4.4	6.9	10.6	2.0	1.1	-0.6	1.0	1.5
Alemanha	10.2	12.2	2.4	-9.3	8.6	5.5	1.3	0.3	-0.9	0.9	0.6
Brasil	5.0	22.0	8.2	-1.9	48.4	13.1	0.7	0.3	-0.1	1.8	0.7
Estados Unidos da América	4.9	22.1	7.3	-11.3	5.5	4.4	1.1	0.4	-0.6	0.3	0.2
Angola	4.6	33.8	39.3	0.3	19.1	32.9	0.8	1.1	0.0	0.8	1.5
Suíça	4.3	20.1	-2.9	10.5	-3.7	-8.9	0.8	-0.1	0.4	-0.2	-0.4
Países Baixos	4.3	4.8	9.2	3.7	11.4	8.0	0.2	0.3	0.1	0.5	0.3
Itália	3.5	14.9	-8.7	-11.5	1.1	9.7	0.7	-0.4	-0.4	0.0	0.3
Resto do Mundo	20.8	17.6	10.3	-7.4	8.1	12.6	3.4	2.0	-1.5	1.7	2.6

Fonte: Banco de Portugal.

taxas de variação negativas em 2011. O turismo de portugueses no território nacional também diminuiu, tendo as dormidas de residentes em estabelecimentos hoteleiros decrescido 1.9 por cento em 2011.

Relativamente aos outros serviços, registou-se um aumento de 3.7 por cento das importações, em termos reais, refletindo em larga medida o forte crescimento da componente de serviços financeiros (117.6 por cento, em termos nominais), associada ao pagamento de comissões e taxas de serviços no âmbito do programa de assistência financeira a Portugal (Quadro 5.7)<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Para mais detalhes, veja-se a nota de informação “Impacto nas estatísticas divulgadas pelo Banco de Portugal das primeiras operações associadas ao programa de assistência financeira a Portugal” divulgada juntamente com o *Boletim Estatístico* - Julho de 2011.

## Quadro 5.6

## IMPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS | EM TERMOS NOMINAIS

Por tipo de bem												
	Capítulos NC	Pesos 2010	Taxa de variação (em percentagem)					Contributos (em pontos percentuais)				
			2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Total	1-99	100.0	6.5	7.1	-20.0	11.0	1.1	6.5	7.1	-20.0	11.0	1.1
Agrícolas	1-15	9.5	14.2	9.8	-11.6	5.1	10.4	1.2	0.9	-1.1	0.5	1.0
Alimentares	16-23	4.1	12.6	11.2	0.6	-2.1	6.9	0.4	0.4	0.0	-0.1	0.3
Combustíveis minerais	27	14.6	-0.8	28.0	-37.3	28.8	23.4	-0.1	3.8	-6.0	3.6	3.4
Químicos	28-38	10.0	1.3	7.1	-4.1	9.4	4.6	0.1	0.6	-0.3	1.0	0.5
Plásticos, borracha	39-40	5.1	10.6	2.6	-16.5	16.4	9.8	0.5	0.1	-0.8	0.8	0.5
Peles, couros	41-43	1.0	10.8	-0.7	-14.3	14.2	5.2	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.1
Madeira, cortiça	44-46	1.2	12.7	-2.0	-25.0	15.8	6.1	0.2	0.0	-0.3	0.2	0.1
Pastas celulósicas, papel	47-49	2.3	6.2	0.4	-8.8	5.0	-0.8	0.1	0.0	-0.2	0.1	0.0
Matérias têxteis	50-60; 63	2.8	-0.1	-8.3	-16.2	14.6	0.4	0.0	-0.2	-0.4	0.4	0.0
Vestuário	61-62	3.0	7.9	1.6	0.5	3.4	0.5	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0
Calçado	64	0.9	10.8	2.9	-7.5	4.2	5.4	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
Minerais, minérios	25-26; 68-70	1.4	2.9	3.2	-17.9	0.8	-7.1	0.0	0.1	-0.3	0.0	-0.1
Metais comuns	72-83	7.9	8.7	2.9	-34.4	15.1	4.1	0.8	0.3	-3.2	1.2	0.3
Máquinas, aparelhos	84-85	16.4	7.7	5.2	-22.8	-4.7	-7.4	1.5	1.1	-4.5	-0.9	-1.2
Veículos, out. mat. transp.	86-89	14.1	8.0	0.6	-20.7	29.2	-23.9	1.0	0.1	-2.5	3.5	-3.4
Ótica e precisão	90-92	2.2	1.8	1.5	-5.5	6.8	-8.7	0.0	0.0	-0.1	0.2	-0.2
Outros produtos	24; 65-67; 71; 93-99	3.3	5.7	2.0	-3.2	8.8	-6.9	0.2	0.1	-0.1	0.3	-0.2
Por grau de intensidade tecnológica <sup>(a)</sup>												
		Pesos 2010	Taxa de variação (em percentagem)					Contributos (em pontos percentuais)				
			2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Alta tecnologia		12.6	2.9	1.5	-15.8	-4.1	-8.0	0.4	0.2	-2.2	-0.6	-1.0
Aeronáutica e aeroespacial		0.6	5.9	12.0	-9.6	-48.3	-32.8	0.1	0.1	-0.1	-0.6	-0.2
Produtos farmacêuticos		4.1	1.7	6.3	7.4	2.0	-0.4	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0
Equipamento de escritório e computação		1.8	-2.5	6.5	-15.7	-9.7	-19.6	-0.1	0.1	-0.3	-0.2	-0.3
Equipamento de rádio, TV e comunicações		3.9	1.8	-4.2	-35.2	0.0	-7.1	0.1	-0.3	-1.9	0.0	-0.3
Instrumentos médicos, óticos e de precisão		2.3	12.7	-0.5	-7.0	6.3	-7.7	0.3	0.0	-0.1	0.2	-0.2
Média-alta tecnologia		30.9	9.9	4.2	-18.7	11.5	-3.3	3.0	1.3	-5.6	3.5	-1.0
Máquinas e aparelhos elétricos n.e.		3.4	14.1	14.3	-17.5	5.2	-4.3	0.4	0.5	-0.6	0.2	-0.1
Veículos a motor, reboques e semi-reboques		11.8	7.4	-1.9	-28.4	30.3	-10.8	0.9	-0.2	-3.2	3.0	-1.3
Produtos químicos, exceto farmacêuticos		8.7	6.8	2.9	-13.9	21.5	10.2	0.5	0.2	-1.0	1.7	0.9
Equip. ferroviário e equip. de transporte n.e.		0.4	21.8	9.1	65.8	-44.9	-5.6	0.1	0.0	0.3	-0.4	0.0
Máquinas e equip. n.e. (princ. não elétricos)		6.6	15.4	10.8	-14.0	-12.0	-6.8	1.1	0.8	-1.1	-1.0	-0.4
Média-baixa tecnologia		16.3	8.4	5.7	-25.7	20.6	-4.3	1.4	0.9	-4.1	3.1	-0.7
Construção e reparação naval		1.9	26.6	-24.5	140.5	465.8	-96.3	0.0	0.0	0.2	1.7	-1.8
Produtos da borracha e do plástico		2.8	9.1	4.2	-11.0	4.7	2.3	0.2	0.1	-0.3	0.1	0.1
Refin. petróleo, petroquímica e comb. nuclear		2.8	9.3	18.0	-25.2	9.1	37.3	0.2	0.5	-0.8	0.3	1.0
Produtos minerais não metálicos		1.3	2.2	2.1	-16.2	-0.6	-6.8	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.1
Metalurgia de base		5.4	9.4	-1.5	-38.7	21.5	2.2	0.6	-0.1	-2.5	1.1	0.1
Fabricação de prod. metálicos (excl. máq. e equip.)		2.2	6.5	18.7	-21.9	-2.8	-1.4	0.1	0.4	-0.6	-0.1	0.0
Baixa tecnologia		22.3	8.5	2.9	-6.9	3.8	3.7	1.8	0.6	-1.4	0.9	0.8
Manufaturas n.e. e reciclagem		2.2	6.4	5.9	-7.8	1.3	-6.2	0.1	0.1	-0.2	0.0	-0.1
Pasta de papel, papel, cartão e publicações		2.5	9.3	0.0	-11.6	2.1	-0.5	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0
Produtos alimentares, bebidas e tabaco		9.3	10.1	8.0	-3.6	1.4	10.3	0.8	0.7	-0.3	0.1	1.0
Têxteis, vestuário, couros e calçado		7.3	6.7	-1.9	-7.1	7.4	0.2	0.5	-0.1	-0.5	0.6	0.0
Madeira e produtos da madeira e cortiça		0.9	11.1	-3.6	-22.2	13.9	0.8	0.1	0.0	-0.2	0.1	0.0
Categoria residual		17.8	-0.7	24.6	-34.2	26.0	16.6	-0.1	4.0	-6.5	4.1	3.0
Por país de origem												
		Pesos 2010	Taxa de variação (em percentagem)					Contributos (em pontos percentuais)				
			2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Intracomunitário		75.7	5.9	4.6	-15.9	7.0	-2.6	4.5	3.5	-11.9	5.5	-2.0
dos quais:												
Espanha		31.2	7.1	6.3	-14.9	5.7	2.3	2.2	1.9	-4.6	1.9	0.7
Alemanha		13.9	3.9	2.7	-21.0	16.5	-10.0	0.6	0.4	-2.8	2.2	-1.4
França		7.3	8.7	-0.2	-17.5	-3.5	-4.3	0.7	0.0	-1.4	-0.3	-0.3
Itália		5.7	-1.0	4.6	-13.4	8.6	-5.0	-0.1	0.3	-0.7	0.5	-0.3
Reino Unido		3.8	-5.2	-4.1	-20.6	27.6	-10.7	-0.2	-0.2	-0.7	0.9	-0.4
Extracomunitário		24.3	8.5	15.3	-32.0	25.9	12.5	1.9	3.6	-8.1	5.5	3.0
dos quais:												
Brasil		1.8	12.0	-1.3	-34.9	17.9	39.7	0.3	0.0	-0.7	0.3	0.7
Angola		1.0	600.3	10.5	-63.0	272.9	109.0	0.6	0.1	-0.4	0.8	1.1
Arábia Saudita		0.9	-19.5	56.3	-39.8	30.0	73.4	-0.2	0.4	-0.4	0.2	0.7
Argélia		0.5	-35.6	22.4	-61.1	-2.0	188.2	-0.6	0.2	-0.7	0.0	0.9

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

**Nota: (a)** Informação disponibilizada pelo Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia e do Emprego (GEE), calculada com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE e na classificação das indústrias transformadoras por grau de intensidade tecnológica (GIT), baseada na intensidade de I&D, divulgada pela OCDE. Para mais detalhes, ver <http://www.oecd.org/dataoecd/43/41/48350231.pdf>. A categoria residual inclui os produtos que não são passíveis de ser classificados, nomeadamente os produtos agrícolas e da indústria extrativa, assim como as rubricas para as quais os INE não disponibiliza informação suficientemente detalhada, por motivos de confidencialidade, o que impede a aplicação da classificação GIT.

**Quadro 5.7**

IMPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE SERVIÇOS   EM TERMOS NOMINAIS											
	Pesos 2010	Taxa de variação (em percentagem)					Contributo para a taxa de variação (em pontos percentuais)				
		2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
Total	100.0	8.2	8.0	-8.3	5.2	5.0	8.2	8.0	-8.3	5.2	5.0
Transportes	29.6	9.8	6.7	-14.1	6.0	4.2	3.1	2.1	-4.4	1.8	1.2
Turismo	27.2	7.9	2.4	-7.7	8.9	0.7	2.2	0.7	-2.0	2.3	0.2
Outros serviços fornecidos por empresas	21.2	7.4	18.1	-4.1	-0.3	4.6	1.5	3.5	-0.9	-0.1	1.0
Comunicação	4.5	-1.0	10.1	17.5	1.1	-2.0	0.0	0.4	0.6	0.1	-0.1
Serviços de natureza pessoal, cultural e recreativa	4.0	25.1	4.1	-13.6	-2.4	-3.6	1.0	0.2	-0.6	-0.1	-0.1
Serviços de informação e informática	3.8	5.7	2.3	9.8	11.7	-6.1	0.2	0.1	0.3	0.4	-0.2
Direitos de utilização	3.4	11.6	17.3	7.1	0.6	19.4	0.3	0.5	0.2	0.0	0.7
Serviços financeiros	2.2	-2.7	28.3	-30.3	34.0	117.6	-0.1	0.5	-0.7	0.6	2.6
Seguros	2.2	0.5	6.6	-4.6	23.3	-5.6	0.0	0.1	-0.1	0.4	-0.1
Operações governamentais	1.1	-7.2	-21.9	-24.3	-2.0	-23.8	-0.2	-0.4	-0.3	0.0	-0.3
Construção	0.9	15.8	28.2	-24.4	-21.5	23.9	0.2	0.3	-0.3	-0.3	0.2

**Fonte:** Banco de Portugal.

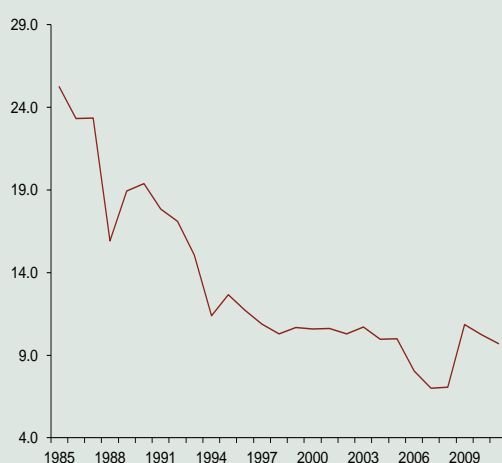


## CAIXA 5.1 | A EVOLUÇÃO RECENTE DA TAXA DE POUPANÇA DOS PARTICULARES EM PORTUGAL

A taxa de poupança dos particulares é um dos elementos macroeconómicos relevantes na análise das perspetivas da economia portuguesa, em particular no atual contexto de correção estrutural de desequilíbrios macroeconómicos. A taxa de poupança dos particulares apresentou uma queda acentuada no período anterior à unificação monetária, mantendo-se relativamente estável na primeira metade da década de 2000. Entre 2006 e 2008, a taxa de poupança diminuiu para mínimos históricos, sendo esta trajetória invertida integralmente em 2009. Mais recentemente, a taxa de poupança apresentou uma ligeira diminuição em 2010 e em 2011 (Gráfico 1).

**Gráfico 1**

**TAXA DE POUPANÇA DOS PARTICULARES EM PORTUGAL | EM PORCENTAGEM DO RENDIMENTO DISPONÍVEL**



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

Nesta caixa tenta-se compreender a evolução mais recente da taxa de poupança das famílias à luz dos seus principais determinantes macroeconómicos, com base no modelo de séries temporais apresentado em Alves e Cardoso (2010)<sup>1</sup>.

### A relação empírica entre a taxa de poupança e os seus principais determinantes

A equação de longo prazo estimada para a taxa de poupança dos particulares tem a seguinte forma:

$$TxPoup_t = \alpha_0 + \alpha_1 txjur_t + \alpha_2 SGov_t + \alpha_3 PIBtvr_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

onde  $TxPoup_t$  é a taxa de poupança dos particulares (em percentagem do rendimento disponível),  $txjur_t$  é uma taxa representativa dos depósitos a prazo (medida em termos de média anual),  $SGov_t$  é o saldo orçamental excluindo medidas temporárias ou outros fatores especiais (em percentagem do PIB) e  $PIBtvr_t$  é a taxa de variação em volume do PIB.

<sup>1</sup> Para uma descrição mais detalhada do modelo utilizado e interpretação das relações estimadas ver Alves e Cardoso (2010), "A poupança das famílias em Portugal: evidência micro e macroeconómica", Banco de Portugal, *Boletim Económico* - Inverno.

Por sua vez, a dinâmica de curto prazo da variação da taxa de poupança apresenta a seguinte forma:

$$\Delta \text{TxPoup}_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{TxPoup}_{t-1} + \gamma_0 \Delta \text{SGov}_t + \delta_0 \Delta \text{PIBt}_{\text{vr}_t} + \varepsilon_0 \Delta \text{Riq}_t - \tau \text{ECM}_{t-1} + u_t \quad (2)$$

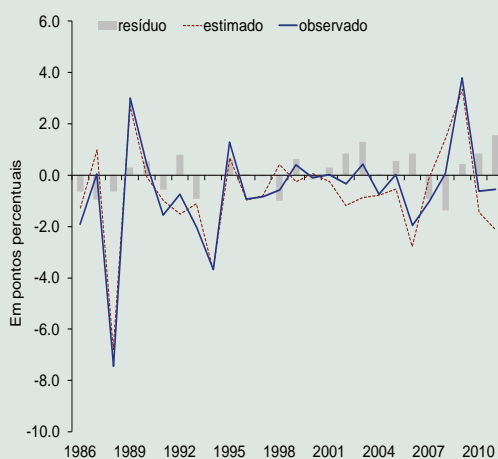
onde  $\Delta$  representa a primeira diferença da respetiva variável,  $\text{Riq}_t$  é o valor da riqueza total líquida dos particulares (medida como o valor dos ativos financeiros e da habitação deduzida do endividamento) em percentagem do rendimento disponível e  $\text{ECM}$  é o mecanismo corretor do erro, ou seja, o vetor de resíduos da equação (1).

Uma vez que alguma informação estatística foi revista posteriormente à publicação do referido estudo, optou-se por re-estimar as equações à luz da informação mais recente. Em particular, foi publicada uma nova série de contas nacionais em base 2006 (com início em 1995) bem como as contas nacionais anuais para 2008 e 2009, que se refletiram em novas séries da taxa de poupança e do rendimento disponível e em novas estimativas para a riqueza das famílias (ver "Caixa 5.1 Atualização do património das famílias: 1980-2010", Banco de Portugal, *Relatório Anual* 2010). Refira-se, contudo, que as revisões, em particular da série da taxa de poupança das famílias, não foram significativas.

O período de estimação coincidiu com o do estudo acima referido (1985-2009). Os coeficientes re-estimados não diferem de forma significativa dos obtidos anteriormente<sup>2</sup>. O gráfico 2 apresenta a série de valores observados para a variação da taxa de poupança e os estimados de acordo com a equação dinâmica de curto prazo (2). As estimativas do modelo para 2010 e 2011 baseiam-se nos valores efetivamente observados das variáveis explicativas.

**Gráfico 2**

**VARIAÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA DOS PARTICULARES OBSERVADA E ESTIMADA**



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

<sup>2</sup> Da mesma forma, re-estimando o modelo até 2011, os coeficientes obtidos são semelhantes, refletindo a estabilidade do modelo no período mais recente.

## Fatores explicativos da evolução da taxa de poupança em 2011

O modelo estimado indica que, de acordo com os determinantes macroeconómicos considerados, seria de esperar uma diminuição da taxa de poupança das famílias em 2010 e em 2011. Os valores estimados pelo modelo apontam, no entanto, para uma redução da taxa de poupança mais acentuada do que a observada em 2010 e, em particular, em 2011.

Centrando a análise especificamente em 2011, os fatores que mais contribuem para a projeção de diminuição da taxa de poupança são a redução do défice público e a queda da atividade económica (com a consequente redução do rendimento disponível). Relativamente ao impacto do processo de consolidação orçamental, a evidência empírica sugere alguma substituição entre poupança pública e privada. Esta substituição será particularmente acentuada no caso de medidas com impacto no rendimento disponível das famílias, tal como sucedeu em 2011. Por seu turno, a queda significativa do rendimento disponível real das famílias tenderá igualmente a refletir-se numa diminuição da taxa de poupança, centrada nas famílias com capacidade de alisamento intertemporal do consumo.

O facto de a queda da taxa de poupança em 2011 ter sido significativamente inferior à estimada pelo modelo econométrico sugere que outros fatores não considerados na especificação econométrica terão tido um contributo importante para aquela evolução. Neste contexto, três fatores merecem destaque. Em primeiro lugar, a queda acentuada do rendimento disponível em 2011 terá sido apercebida em larga medida como permanente. Neste caso, as famílias tenderão a ajustar de forma equivalente os respetivos níveis de consumo, mantendo inalterados os níveis de poupança. Em segundo lugar, num quadro de maior restritividade no acesso a financiamento bancário, a fração de famílias com restrições ativas de liquidez terá aumentado ao longo do último ano, levando a que a queda do respetivo rendimento disponível se traduza numa queda no consumo privado. Finalmente, a elevada incerteza sobre a evolução da situação económica em geral, e nomeadamente quanto aos rendimentos futuros, terá igualmente contribuído para um aumento da poupança por motivos de precaução. Estes três fatores terão assim mitigado a influência dos determinantes considerados na especificação econométrica sobre a taxa de poupança em 2011, e terão continuado a exercer um papel dominante na evolução da taxa de poupança no início de 2012.





## CAIXA 5. 2 | A EVOLUÇÃO RECENTE DA COMPETITIVIDADE INTERNACIONAL DA ECONOMIA PORTUGUESA AO NÍVEL DOS CUSTOS UNITÁRIOS DO TRABALHO

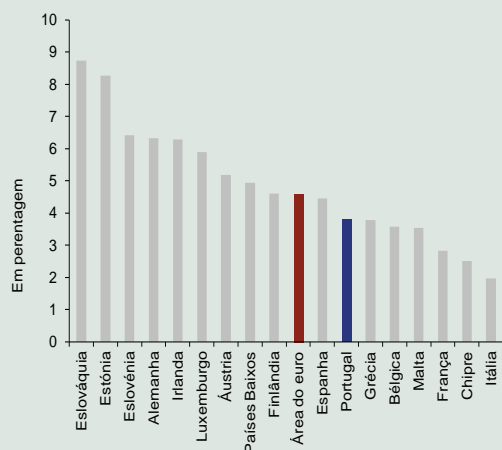
Na última década, o desempenho das exportações de bens e serviços foi bastante heterogéneo entre os diferentes países membros da área do euro (Gráfico 1). Alguns países, como a Eslováquia, Estónia, Eslovénia, Alemanha e Irlanda, registaram taxas de crescimento das exportações, em termos reais, acima de 6 por cento, em média no período 1999-2011. No mesmo período, países como a França, Chipre e Itália apresentaram um crescimento das exportações inferior a 3 por cento. Em Portugal observou-se uma taxa média de crescimento das exportações de 3.8 por cento, 0.8 pontos percentuais (p.p.) inferior à média da área do euro. Sublinhe-se que no período mais recente, entre 2006 e 2011, as exportações portuguesas registaram uma taxa de crescimento média de 4.1 por cento, 0.5 p.p. superior à média da área do euro (Gráfico 2). Em 2011, as exportações portuguesas cresceram 7.4 por cento, 1.3 p.p. acima da média da área do euro (ver “Capítulo 1 *Enquadramento Internacional*”, deste Relatório).

A evolução das exportações nos diferentes países é influenciada por um conjunto alargado de fatores, que inclui a competitividade internacional ao nível dos preços/custos das exportações, desenvolvimentos macroeconómicos internos e externos, nomeadamente ao nível da procura, e a capacidade de adaptação num contexto de abertura e de participação crescente de novos países nas trocas internacionais. A longo prazo, destacam-se igualmente a dotação e qualidade dos fatores produtivos, o progresso tecnológico e o enquadramento institucional, que afetam a competitividade global e a especialização setorial das exportações.

Esta caixa centra-se na questão da competitividade internacional ao nível dos custos e, em particular, num dos indicadores mais utilizados para aferir este conceito, o índice cambial efetivo deflacionado pelos custos unitários do trabalho relativos. Este índice corresponde a um custo de produção relativo – custos unitários do trabalho relativos – dos produtores nacionais face aos produtores dos principais países parceiros nas trocas internacionais, definido numa moeda comum. Um aumento (diminuição) deste índice significa um aumento (diminuição) dos custos unitários do trabalho relativos dos produtores nacionais, o que pode ser interpretado como uma perda (ganho) de competitividade internacional ao nível dos custos do trabalho.

**Gráfico 1**

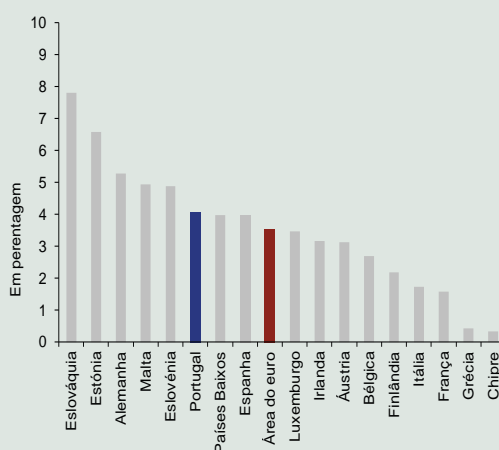
**EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS | TAXA DE VARIÇÃO REAL, MÉDIA 1999-2011**



Fontes: Comissão Europeia e INE.

**Gráfico 2**

**EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS | TAXA DE VARIÇÃO REAL, MÉDIA 2006-2011**



Fontes: Comissão Europeia e INE.

### Questões metodológicas

O Banco Central Europeu (BCE) divulga séries de índices cambiais efetivos deflacionados pelos custos unitários do trabalho relativos para a área do euro e para os países individualmente, recebendo neste caso a designação de Indicadores de Competitividade Harmonizados (ICH). Os índices cambiais efetivos deflacionados pelos custos unitários do trabalho relativos correspondem à média ponderada de taxas de câmbio bilaterais face às moedas dos principais países parceiros nas trocas comerciais, deflacionada pelos custos unitários do trabalho relativos. Os pesos baseiam-se na média de 3 anos dos dados de importações (pesos simples) e exportações (pesos duplos) dos vários países, sendo atualizados periodicamente, a cada três anos<sup>1</sup>.

O Banco de Portugal também divulga séries do índice cambial efetivo deflacionado pelos custos unitários relativos para Portugal. Estas séries são calculadas com base numa metodologia semelhante à utilizada pelo BCE<sup>2</sup>. Existem, no entanto, algumas diferenças entre as duas séries, que se prendem essencialmente com o conjunto de países parceiros (e, portanto, com os pesos utilizados na agregação) e com o cálculo dos custos unitários do trabalho em Portugal. A série do Banco de Portugal considera um conjunto de 21 países parceiros (área do euro 12, Dinamarca, Estados Unidos da América, Hungria, Japão, Noruega, Polónia, Reino Unido, República Checa, Suécia e Suíça), enquanto a série do BCE engloba 36 países (os 16 países da área do euro e um conjunto de 20 países que inclui os restantes 10 países da União Europeia, assim como a Austrália, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos da América, Hong Kong, Japão, Noruega, Singapura e Suíça).

Relativamente aos custos unitários do trabalho para Portugal, quer o BCE, quer o Banco de Portugal utilizam a informação das contas nacionais produzida pelo INE para proceder a este cálculo, coincidindo ambas as séries a partir de 2006<sup>3</sup>. Contudo, para o período anterior a 2006, o Banco de Portugal construiu uma série consistente para as remunerações dos trabalhadores utilizando a atual metodologia de cálculo das contas nacionais (base 2006). Resumidamente, com a atualização da base das contas nacionais em 2006, o registo das transferências para a Caixa Geral de Aposentações (CGA) foi alterado, assumindo-se que as administrações públicas, enquanto entidades patronais, pagam contribuições para a CGA de acordo com uma taxa fixa convencionada, à semelhança do que se observa no setor privado. Até 2006, estas contribuições representavam o montante necessário para garantir o equilíbrio financeiro da CGA, que apesar de serem um custo associado ao fator trabalho no setor público não está diretamente relacionado com as remunerações<sup>4</sup>. O impacto desta questão nas séries dos custos unitários do trabalho é de 2.4 p.p. em termos acumulados no período 1999-2006 (Gráfico 3).

Reconhecendo que a utilização de uma metodologia harmonizada no cálculo dos ICH para os vários países facilita as comparações internacionais, o Banco de Portugal vai passar a divulgar as séries dos índices cambiais efetivos deflacionados pelos custos unitários do trabalho relativos produzidas pelo BCE. Porém, no período anterior a 2006, o Banco de Portugal irá proceder ao ajustamento da série dos custos

<sup>1</sup> Em Janeiro de 2012, o BCE actualizou a informação dos pesos para o período 2007-2009. Para mais detalhes sobre a metodologia de cálculos destes indicadores, ver <http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/hci/html/index.en.html>.

<sup>2</sup> Os pesos de comércio internacional referem-se ao período 2001-2003. Para mais detalhes sobre a metodologia de cálculo do índice cambial efetivo, ver Gouveia, A. e Coimbra, C. (2004) Novo Índice Cambial Efetivo para a Economia Portuguesa, Boletim Económico - Dezembro, Banco de Portugal.

<sup>3</sup> A série dos custos unitários do trabalho calculada pelo Banco de Portugal considera o emprego medido em equivalentes a tempo completo, enquanto o BCE mede o emprego em número de indivíduos, e ajusta as remunerações dos trabalhadores pelos efeitos directos da cedência de créditos tributários por parte das administrações públicas em 2003. No entanto, estas diferenças têm um impacto pouco significativo, sendo negligenciável em termos acumulados.

<sup>4</sup> Para mais detalhes sobre as alterações nos métodos de contabilização das contribuições sociais para a CGA, ver "Caixa 2 Custos unitários do trabalho relativos em Portugal: questões metodológicas e evolução na última década, Banco de Portugal, Boletim Económico - Verão de 2010.

unitários do trabalho em Portugal, seguindo a atual metodologia de contabilização das contribuições sociais para a CGA (Gráfico 4).

### **Evolução recente e comparação internacional**

Desde 1999, os países da área do euro partilham uma moeda única, eliminando a existência de variações cambiais entre si. No entanto, a competitividade internacional ao nível dos custos unitários de trabalho pode variar entre os países da área do euro. Estas variações estão relacionadas, *inter alia*, com diferenças nos padrões de comércio intra e extracomunitário, no grau de abertura ao comércio internacional e na evolução dos custos unitários do trabalho em cada país.

Entre 1999 e 2011, o índice cambial efetivo deflacionado pelos custos unitários do trabalho relativos de Portugal aumentou 4 por cento em termos acumulados, o que contrasta com a variação de -0.7 p.p. registada, em termos médios, na área do euro. Comparando com outros países membros da área do euro, a deterioração da competitividade internacional portuguesa ao nível dos custos unitários do trabalho foi inferior à observada para Espanha (6.1 por cento), França (5.0 por cento), Grécia (8.7 por cento), Irlanda (15.4 por cento) e Itália (8.1 por cento). Por seu lado, na Alemanha o índice cambial efetivo deflacionado pelos custos unitários do trabalho relativos diminuiu cerca de 16 por cento, em termos acumulados (Gráfico 5).

O aumento de 4 por cento em termos acumulados, no período 1999-2011, do índice cambial efetivo deflacionado pelos custos unitários do trabalho relativos de Portugal refletiu um crescimento de 7.6 por cento entre 1999 e 2006 e uma redução de 3.3 por cento entre 2006 e 2011, que foi particularmente acentuada em 2010 e 2011 (-2.2 e -1.4 por cento, respetivamente). A diminuição do índice cambial efetivo deflacionado pelos custos unitários do trabalho relativos em 2011 foi semelhante à observada na média da área do euro. Esta diminuição registou-se quer nos custos unitários do trabalho relativamente aos países da área do euro (-0.9 por cento) quer, de forma mais acentuada, face ao conjunto dos restantes 20 países parceiros considerados (-3.0 por cento) (Gráfico 6). Dada a variação virtualmente nula do índice cambial efetivo nominal para Portugal (-0.1 por cento), a evolução dos custos unitários do trabalho relativos refletiu essencialmente a redução dos custos unitários do trabalho em Portugal (-0.8 por cento), que compara com uma variação aproximadamente nula na média dos países da área do euro e um aumento de cerca de 2 por cento, em média, nos 20 países terceiros.

**Gráfico 3**

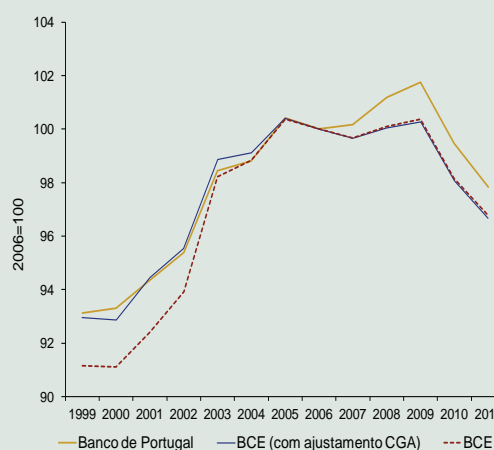
**CUSTOS UNITÁRIOS DO TRABALHO EM PORTUGAL | ÍNDICE 2006=100**



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

**Gráfico 4**

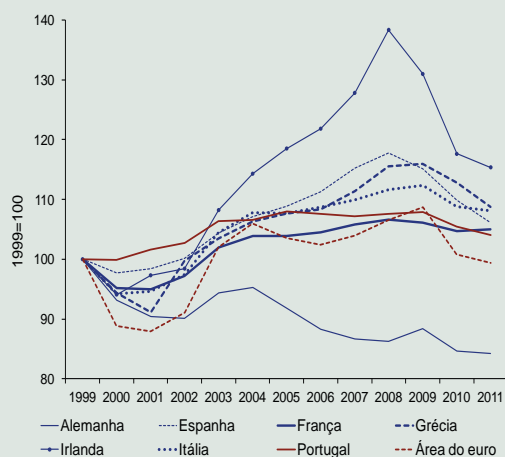
**ÍNDICE CAMBIAL EFETIVO DEFLACIONADO PELOS CUSTOS UNITÁRIOS DO TRABALHO RELATIVOS | ÍNDICE 2006=100**



Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Gráfico 5

EVOLUÇÃO DO ÍNDICE CAMBIAL EFETIVO  
DEFLACIONADO PELOS CUSTOS UNITÁRIOS  
DO TRABALHO RELATIVOS - COMPARAÇÃO  
INTERNACIONAL | ÍNDICE 1999=100



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

Gráfico 6

ÍNDICE CAMBIAL EFETIVO DEFLACIONADO  
PELOS CUSTOS UNITÁRIOS DO TRABALHO  
RELATIVOS - DECOMPOSIÇÃO INTRA- E EXTRA-  
ÁREA DO EURO | ÍNDICE 1999=100



Fontes: BCE e Banco de Portugal.

A diminuição dos custos unitários do trabalho relativos de Portugal no período mais recente terá contribuído para o dinamismo das exportações. Num quadro em que as exportações deverão manter um contributo determinante para sustentar a atividade económica, o ganho de competitividade internacional ao nível dos custos unitários do trabalho no período mais recente poderá contribuir positivamente para a evolução futura das exportações portuguesas.

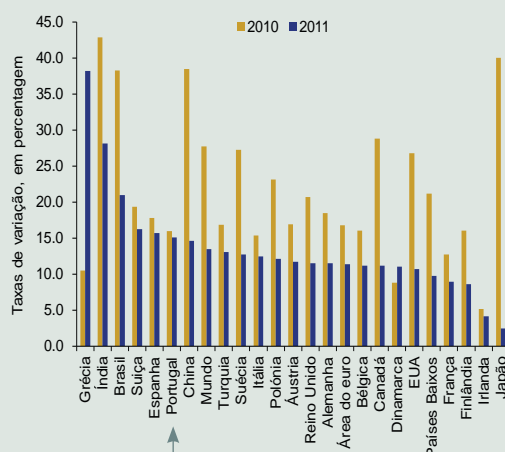
### CAIXA 5.3 | A EVOLUÇÃO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS EM 2011 POR PRINCIPAIS PRODUTOS E DESTINOS GEOGRÁFICOS

As exportações portuguesas de bens registaram um crescimento nominal de 15.1 por cento em 2011, apenas ligeiramente inferior ao observado em 2010 (16.0 por cento). No entanto, embora globalmente positiva, esta evolução não foi homogénea no que se refere aos principais produtos exportados e aos principais destinos geográficos das exportações. Esta Caixa analisa em detalhe a composição por produtos e a distribuição geográfica das exportações portuguesas de bens em 2011, utilizando a informação de comércio internacional divulgada pelo INE.

Em 2011, as exportações mundiais de bens continuaram a recuperar face à acentuada quebra registada em 2009, embora a um ritmo muito mais moderado do que em 2010. As exportações mundiais de bens cresceram 13.5 por cento em 2011, em termos nominais (27.7 por cento em 2010) enquanto as exportações nominais da área do euro aumentaram 11.3 por cento em 2011 (16.8 por cento em 2010). Esta desaceleração face a 2010 foi comum à generalidade das economias, quer avançadas quer em desenvolvimento (Gráfico 1). Deste modo, o crescimento nominal das exportações portuguesas em 2011 compara favoravelmente com o ocorrido a nível global.

Gráfico 1

#### EXPORTAÇÕES MUNDIAIS DE BENS | EM TERMOS NOMINAIS



**Fontes:** INE e CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

**Nota:** A evolução das exportações nominais da Grécia em 2011 encontra-se muito influenciada pelo acentuado crescimento das exportações de bens energéticos.

#### **Todos os grupos de produtos apresentaram taxas de variação positivas em 2011, mas com comportamentos diferenciados face a 2010**

O contributo mais significativo para o aumento nominal das exportações portuguesas em 2011 resultou das exportações de material de transporte que mantiveram uma taxa de crescimento superior a 20 por cento (Quadro 1 e Gráfico 2)<sup>1</sup>. As exportações de máquinas e aparelhos mecânicos e elétricos aceleraram de forma acentuada em 2011, o que se traduziu num forte aumento do seu contributo para o crescimento do total de exportações. Por seu turno, as exportações de combustíveis registaram uma

<sup>1</sup> A análise setorial efetuada nesta Caixa utiliza uma desagregação de acordo com os capítulos da Nomenclatura Combinada (NC) definidos ao nível de 2 dígitos.

## Quadro 1

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS POR PRINCIPAIS PRODUTOS | EM TERMOS NOMINAIS, PESOS E TAXAS DE VARIAÇÃO  
VARIAÇÃO EM PORCENTAGEM E CONTRIBUTOS PARA AS TAXAS DE VARIAÇÃO EM PONTOS PERCENTUAIS

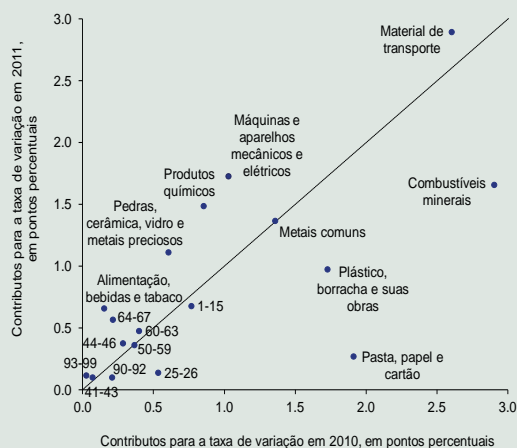
	Código NC	Pesos			Taxas de variação			Contributos		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Produtos animais e vegetais	1-15	5.4	5.3	5.2	-10.4	14.1	12.7	-0.5	0.8	0.7
Alimentação, bebidas e tabaco	16-24	7.2	6.3	6.1	-0.5	2.1	10.5	0.0	0.1	0.7
Produtos minerais, excluindo combustíveis	25-26	1.6	1.8	1.7	-25.5	33.7	7.7	-0.4	0.5	0.1
Combustíveis minerais	27	4.9	6.7	7.3	-28.4	59.5	24.8	-1.6	2.9	1.7
Produtos químicos e das indústrias conexas	28-38	5.0	5.0	5.7	-16.0	17.1	29.7	-0.8	0.9	1.5
Plástico, borracha e suas obras	39-40	6.2	6.9	6.8	-13.4	27.7	14.2	-0.8	1.7	1.0
Peles, couros, peles com pêlo e suas obras	41-43	0.3	0.3	0.4	-18.3	23.1	32.6	-0.1	0.1	0.1
Madeira e cortiça; obras de espartaria ou de cestaria	44-46	3.7	3.5	3.3	-23.0	7.6	10.9	-0.9	0.3	0.4
Pasta, papel e cartão	47-49	4.7	5.7	5.2	-0.9	40.7	4.8	0.0	1.9	0.3
Têxteis e fibras têxteis	50-59	2.5	2.5	2.5	-19.1	14.6	14.8	-0.5	0.4	0.4
Vestuário e seus acessórios	60-63	8.5	7.7	7.1	-12.8	4.6	6.2	-1.0	0.4	0.5
Calçado e chapéus	64-67	4.1	3.7	3.7	-8.4	5.1	15.3	-0.3	0.2	0.6
Pedras, gesso, cerâmica, vidro e metais preciosos	68-71	4.5	4.4	4.8	-7.0	13.4	25.3	-0.3	0.6	1.1
Metais comuns	72-83	7.8	7.9	8.1	-25.9	17.3	17.3	-2.2	1.4	1.4
Máquinas e aparelhos mecânicos e elétricos	84-85	16.3	14.9	14.5	-31.0	6.3	11.6	-6.0	1.0	1.7
Material de transporte	86-89	11.7	12.4	13.3	-21.4	22.2	23.4	-2.6	2.6	2.9
Instrumentos médicos, óticos, musicais e de precisão	90-92	1.1	1.1	1.1	2.9	18.3	8.9	0.0	0.2	0.1
Mercadorias e produtos diversos	93-99	4.3	3.7	3.4	-9.8	0.6	3.2	-0.4	0.0	0.1
Total		100	100	100	-18.4	16.0	15.1	-18.4	16.0	15.1
Total excluindo combustíveis		95.1	93.3	92.7	-17.8	13.7	14.4	-16.8	13.1	13.4

Fonte: INE.

Nota: NC refere-se à Nomenclatura Combinada.

## Gráfico 2

## CONTRIBUTOS PARA A VARIAÇÃO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS POR PRINCIPAIS PRODUTOS | EM TERMOS NOMINAIS



Fonte: INE.

Nota: Os códigos NC utilizados neste gráfico são os mesmos do quadro 1, onde se encontra a respetiva descrição.

significativa desaceleração face ao ano anterior, apesar de continuarem a contribuir de forma substancial para a variação total das exportações. Outros contributos importantes para o aumento das exportações em 2011 resultaram das exportações de produtos químicos e de metais comuns. No caso dos químicos registou-se mesmo uma forte aceleração face ao ano anterior, enquanto os metais comuns mantiveram as elevadas taxas de crescimento observadas em 2010. Em 2011, observou-se também um aumento do contributo das exportações portuguesas de pedras e metais preciosos (sobretudo ouro não monetário) e de alimentação, bebidas e tabaco. Pelo contrário, os contributos das exportações portuguesas de pasta, papel e cartão e de plástico e borracha ficaram muito aquém do verificado no ano anterior. Refira-se, contudo, que as exportações portuguesas de papel tinham registado um crescimento especialmente elevado em 2010, coincidindo com a implementação em finais de 2009 de um projeto de investimento muito relevante com orientação exportadora.

***As exportações portuguesas de bens apresentaram uma variação positiva para a generalidade dos destinos geográficos, mas com evoluções distintas face ao ano anterior***

No seu conjunto, as exportações intracomunitárias registaram uma desaceleração de 15.4 por cento em 2010 para 13.6 por cento em 2011 (Quadro 2). Em contraste, as exportações extracomunitárias cresceram 19.5 por cento em 2011 (17.7 por cento em 2010), reforçando a tendência de aumento do peso destes mercados nas exportações portuguesas observada ao longo da última década.

Tal como em 2010, os principais contributos para o crescimento nominal das exportações portuguesas de bens resultaram dos seus três principais mercados de destino: Espanha, Alemanha e França. No entanto, estes mercados registaram evoluções muito diferenciadas em 2011. Os contributos dos mercados da Alemanha e França aumentaram em 2011, enquanto as exportações portuguesas para Espanha apresentaram um crescimento muito inferior ao de 2010 (Gráfico 3).

**Quadro 2**

**EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS POR PRINCIPAIS PAÍSES DE DESTINO | EM TERMOS NOMINAIS, PESOS E TAXAS DE VARIAÇÃO EM PORCENTAGEM E CONTRIBUTOS PARA AS TAXAS DE VARIAÇÃO EM PONTOS PERCENTUAIS**

	Pesos			Taxas de variação			Contributos		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Alemanha	13.0	13.0	13.6	-17.1	16.5	20.3	-2.2	2.1	2.6
França	12.4	11.8	12.0	-14.2	10.3	17.4	-1.7	1.3	2.0
Espanha	27.2	26.6	24.8	-20.3	13.2	7.5	-5.7	3.6	2.0
Angola	7.1	5.2	5.5	-0.8	-14.6	22.0	0.0	-1.0	1.1
Bélgica	2.5	2.9	3.2	-18.9	34.7	26.4	-0.5	0.9	0.8
Países Baixos	3.6	3.8	3.9	-10.2	22.4	18.5	-0.3	0.8	0.7
EUA	3.2	3.6	3.5	-24.5	31.1	12.9	-0.8	1.0	0.5
China	0.7	0.6	0.9	20.5	6.0	69.7	0.1	0.0	0.4
Itália	3.7	3.8	3.7	-17.1	17.4	11.0	-0.6	0.7	0.4
Brasil	0.9	1.2	1.4	-7.9	49.5	32.9	-0.1	0.5	0.4
Argélia	0.6	0.6	0.8	9.0	8.9	66.8	0.0	0.1	0.4
Reino Unido	5.6	5.5	5.1	-15.8	12.6	6.8	-0.9	0.7	0.4
Polónia	0.9	0.9	1.0	-13.2	17.6	27.2	-0.1	0.1	0.2
Marrocos	0.7	0.8	0.9	-21.2	40.4	28.1	-0.1	0.3	0.2
Japão	0.3	0.3	0.5	-51.9	47.8	50.0	-0.2	0.1	0.2
Total destes 15 países	82.4	80.6	80.8	-16.3	13.5	15.4	-13.1	11.1	12.4
Total	100	100	100	-18.4	16.0	15.1			
Total intracomunitário	75.4	75.0	74.0	-17.3	15.4	13.6	-12.9	11.6	10.2
Total extracomunitário	24.6	25.0	26.0	-21.5	17.7	19.5	-5.5	4.4	4.9

**Fonte:** INE.

**Nota:** Países ordenados de acordo com o seu contributo para o crescimento das exportações portuguesas em 2011.

Gráfico 3

DEZ PAÍSES DE DESTINO COM MAIOR VARIAÇÃO DO SEU CONTRIBUTO PARA O CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS EM 2011 | EM TERMOS NOMINAIS, VARIAÇÃO DOS CONTRIBUTOS PARA AS TAXAS DE CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES ENTRE 2010 E 2011, EM PONTOS PERCENTUAIS



Fonte: INE.

Em contraste com a acentuada redução observada em 2010, as exportações portuguesas para Angola registaram um forte dinamismo, tornando-se em 2011 o quarto destino com maior peso nas exportações portuguesas de bens. As exportações para a China e para a Argélia evidenciaram também uma aceleração substancial em 2011, com crescimentos superiores a 60 por cento, o que se traduziu num aumento dos respetivos contributos para a variação total das exportações. No caso da China, a acentuada aceleração das exportações em 2011 refletiu, em larga medida, as vendas de veículos automóveis, mas as exportações de pastas de madeira e de produtos de cobre também contribuíram de forma relevante para o crescimento das exportações portuguesas para aquele país. Pelo contrário, as exportações para os mercados dos EUA e do México desaceleraram significativamente face a 2010. Em 2011, observou-se igualmente uma diminuição do contributo das exportações para o Reino Unido e para Itália.

***Os dez mercados individuais país/produto com maior contributo para o aumento das exportações portuguesas em 2011 foram muito diversificados***

Considerando a desagregação setorial utilizada anteriormente e os diversos países de destino, o quadro 3 apresenta os mercados individuais país/produto que mais contribuíram para o aumento das exportações portuguesas em 2011 e o quadro 4 apresenta a mesma informação para 2010, realçando os dez principais contributos em cada ano. Os dez mercados individuais com maior contributo representaram cerca de 30 por cento do crescimento total das exportações portuguesas quer em 2010 quer em 2011. No entanto, a observação destes dois quadros permite constatar que existem diferenças de composição significativas no que se refere aos contributos mais importantes para o crescimento das exportações. Em 2010, o mercado espanhol continha cinco dos dez mercados individuais com maior contributo, enquanto em 2011 apenas engloba dois e são produtos diferentes dos de 2010. Com efeito, os únicos mercados individuais país/produto que se mantêm entre os dez mais relevantes nos dois anos são o material de transporte para a Alemanha e para a França.

Adicionalmente, as exportações de material de transporte para a França e, especialmente, para a Alemanha constituíram também os dois contributos individuais mais elevados em 2011. As exportações de pedras, gesso, cerâmica, vidro e metais preciosos para a Bélgica constituíram o terceiro contributo individual mais importante em 2011. Estas exportações foram essencialmente compostas por ouro não monetário.



### Quadro 3

CONTRIBUTOS DE CADA MERCADO INDIVIDUAL PAÍS/PRODUTO PARA O CRESCIMENTO TOTAL DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS EM 2011 | EM TERMOS NOMINAIS, CONTRIBUTOS PARA AS TAXAS DE VARIAÇÃO EM PONTOS PERCENTUAIS

	Código NC	Alema- nha	França	Espa- nha	Angola	Bélgica	Países Baixos	EUA	China	Itália	Brasil	Argélia	Reino Unido	Polónia	Marro- cos	Japão	Total
Produtos animais e vegetais	1-15	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7
Alimentação, bebidas e tabaco	16-24	0.0	0.1	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7
Produtos minerais, excluindo combustíveis	25-26	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Combustíveis minerais	27	0.0	0.0	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	1.7
Produtos químicos e das indústrias conexas	28-38	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	1.5
Plástico, borracha e suas obras	39-40	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	1.0
Peles, couros, peles com pêlo e suas obras	41-43	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Madeira e cortiça; obras de espartaria ou de cestaria	44-46	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
Pasta, papel e cartão	47-49	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
Têxteis e fibras têxteis	50-59	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
Vestuário e seus acessórios	60-63	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.5
Calçado e chapéus	64-67	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6
Pedras, gesso, cerâmica, vidro e metais preciosos	68-71	0.1	0.0	0.1	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
Métals comuns	72-83	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4
Máquinas e aparelhos mecânicos e elétricos	84-85	0.4	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	1.7
Material de transporte	86-89	1.5	0.7	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	2.9
Instrumentos médicos, óticos, musicais e de precisão	90-92	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Mercadorias e produtos diversos	93-99	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Total		2.6	2.0	2.0	1.1	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	15.1

Fonte: INE.

Notas: NC refere-se à Nomenclatura Combinada. Os valores para o total de cada país podem não corresponder à soma das várias componentes por questões de confidencialidade por parte do INE.

## Quadro 4

CONTRIBUTOS DE CADA MERCADO INDIVIDUAL PAÍS/PRODUTO PARA O CRESCIMENTO TOTAL DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS EM 2010 | EM TERMOS NOMINAIS, CONTRIBUTOS PARA AS TAXAS DE VARIAÇÃO EM PONTOS PERCENTUAIS

Código NC	Alemanha	França	Espanha	Angola	Bélgica	Países Baixos	EUA	China	Itália	Brasil	Argélia	Reino Unido	Polónia	Marrocos	Japão	Total
Produtos animais e vegetais	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
Alimentação, bebidas e tabaco	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Produtos minerais, excluindo combustíveis	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
Combustíveis minerais	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.2	0.5	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		2.9
Produtos químicos e das indústrias conexas	0.2	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.9
Plástico, borracha e suas obras	0.2	0.2	0.5	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	1.7
Peles, couros, peles com pelo e suas obras	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Madeira e cortiça; obras de espartaria ou de cestaria	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.3
Pasta, papel e cartão	0.2	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9
Têxteis e fibras têxteis	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
Vestuário e seus acessórios	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
Calçado e chapéus	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2
Pedras, gesso, cerâmica, vidro e metais preciosos	0.0	0.0	0.2	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6
Metais comuns	0.2	0.0	0.7	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	1.4
Máquinas e aparelhos mecânicos e elétricos	0.4	0.2	-0.1	-0.6	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	1.0
Material de transporte	1.0	0.5	0.5	-0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	2.6
Instrumentos médicos, óticos, musicais e de precisão	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
Mercadorias e produtos diversos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total	2.1	1.3	3.6	-1.0	0.9	0.8	1.0	0.0	0.7	0.5	0.1	0.7	0.1	0.3	0.1	16.0

Fonte: INE.

Notas: NC refere-se à Nomenclatura Combinada. Os valores para o total de cada país podem não corresponder à soma das várias componentes por questões de confidencialidade por parte do INE.

As exportações portuguesas de máquinas e aparelhos mecânicos e elétricos para os mercados alemão e francês contribuíram também de forma significativa para o crescimento total das exportações. As vendas de combustíveis minerais e de produtos químicos para Espanha deram igualmente um forte contributo para a variação total das exportações portuguesas em 2011. Outros contributos positivos importantes resultaram das exportações de produtos químicos para os Países Baixos, de alimentação, bebidas e tabaco para Angola e de metais comuns para a Argélia, mais especificamente produtos de ferro e aço.

***A composição setorial das exportações para os quatro principais países de destino confirma a diversidade que caracterizou a evolução das exportações portuguesas de bens em 2011***

É importante analisar de forma mais detalhada a composição por produtos das exportações portuguesas em cada um dos quatro principais destinos geográficos (Espanha, Alemanha, França e Angola). O gráfico 4 apresenta os cinco produtos ao nível dos 2 dígitos da Nomenclatura Combinada (NC) com maior contributo para a variação das exportações portuguesas para cada um destes países em 2011.

Os veículos automóveis constituíram o principal contributo para o crescimento das exportações portuguesas para Alemanha e para França e o segundo contributo mais elevado para Espanha. No entanto, utilizando dados a um nível mais detalhado (4 dígitos) constata-se que aquelas exportações são compostas por produtos diferentes em cada um destes mercados geográficos (Quadro 5). No caso da Alemanha, são essencialmente constituídas por automóveis ligeiros de passageiros. Pelo contrário, no caso da França, o contributo mais elevado para o aumento das exportações de veículos automóveis resultou do crescimento muito acentuado das exportações de veículos para transporte de mercadorias, embora as partes e acessórios para automóveis também tenham contribuído significativamente em 2011. No mercado espanhol, as exportações de partes e acessórios para automóveis forneceram o contributo positivo mais importante, contrastando com as exportações de automóveis ligeiros de passageiros que registaram uma redução em 2011.

No que se refere aos restantes produtos incluídos no gráfico 4, as exportações de combustíveis contribuíram de forma substancial para o aumento das exportações portuguesas para Espanha e para Angola. As vendas de diversos bens agrícolas e alimentares para Angola destacam-se pelo elevado contributo para o crescimento total das exportações portuguesas para este destino geográfico em 2011. Ferro, aço e suas obras foram relevantes para o aumento das exportações portuguesas para Angola, Espanha e França em 2011, enquanto os produtos das indústrias químicas contribuíram positivamente para a variação das exportações para Espanha e Alemanha. No mercado alemão, destaca-se ainda o forte contributo das exportações de máquinas e aparelhos elétricos, enquanto as máquinas e aparelhos mecânicos foram mais importantes nas exportações portuguesas para França em 2011.

***As exportações portuguesas apresentaram uma evolução favorável em 2011 com sinais de alguma diversificação setorial e geográfica***

Em 2011, as exportações nominais de bens registaram uma desaceleração a nível global, extensiva à generalidades dos países. Neste contexto de abrandamento, as exportações portuguesas mantiveram, contudo, um crescimento assinalável, apenas ligeiramente inferior ao de 2010. Os diversos grupos de produtos analisados apresentaram taxas de variação positivas em 2011 e registou-se igualmente um aumento das exportações portuguesas para a generalidade dos destinos geográficos. No entanto, os mercados individuais país/produto que mais contribuíram para o crescimento das exportações portuguesas em 2011 foram muito heterogéneos e diferentes dos observados no ano anterior. Esta evolução indicia um esforço de diversificação dos exportadores portugueses, principalmente em termos geográficos, num contexto de reduzido crescimento da atividade económica em Portugal e em alguns dos maiores mercados tradicionais de destino das exportações portuguesas.

## Quadro 5

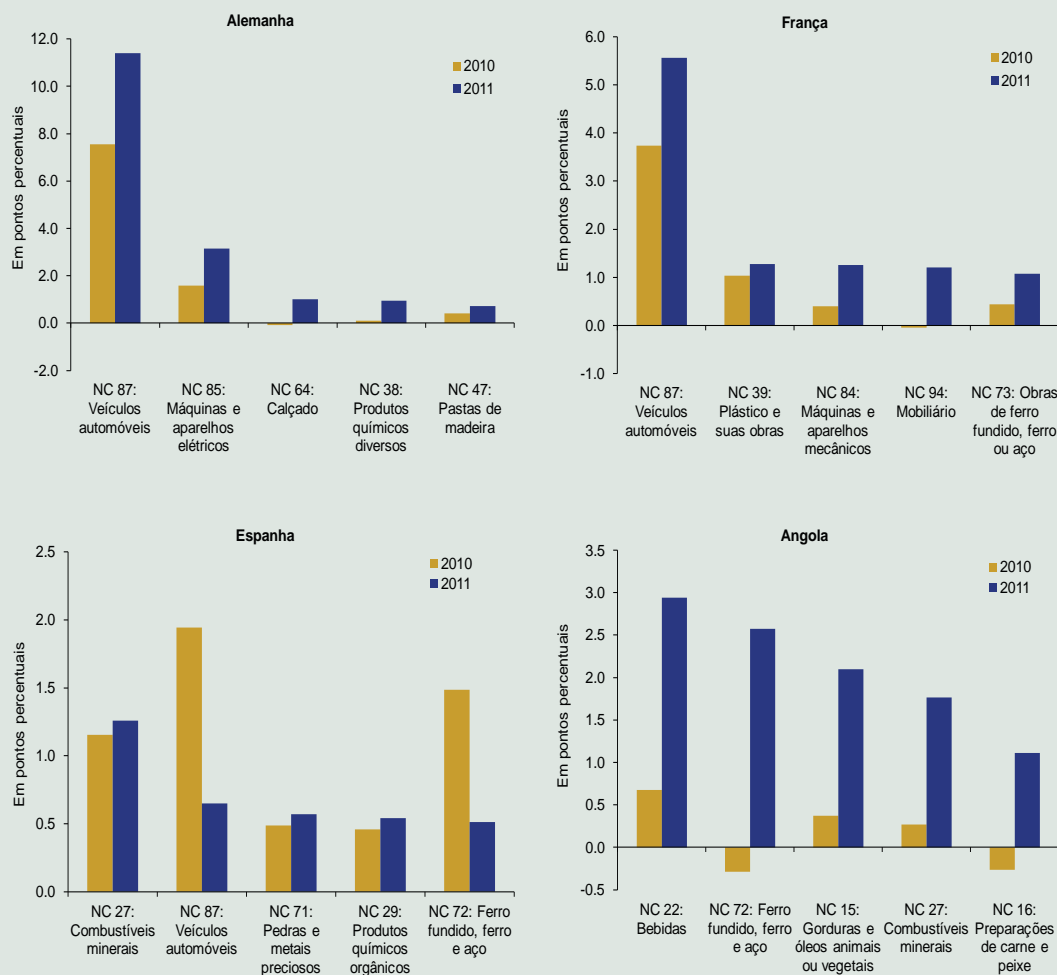
COMPOSIÇÃO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE VEÍCULOS AUTOMÓVEIS PARA OS PRINCIPAIS PAÍSES DE DESTINO EM 2011   EM TERMOS NOMINAIS, PESOS E TAXAS DE VARIAÇÃO EM PORCENTAGEM E CONTRIBUTOS PARA AS TAXAS DE VARIAÇÃO EM PONTOS PERCENTUAIS												
	Código NC	Peso 2010	Mundo Variação 2011	Contributo 2011	Alemanha		França		Espanha		Contributo 2011	
					Peso 2010	Variação 2011	Contributo 2011	Peso 2010	Variação 2011	Contributo 2011		
Veículos automóveis	87	100.0	23.9		100.0	38.8		100.0	34.7	100.0	6.4	
<i>dos quais:</i>												
Automóveis ligeiros de passageiros	8703	40.7	37.1	15.1	77.0	47.7	36.8	18.8	9.6	16.1	-1.8	
Automóveis para transporte de mercadorias	8704	9.7	37.0	3.6	2.0	16.3	0.3	15.2	150.5	2.8	26.2	
Partes e acessórios para automóveis	8708	40.9	10.6	4.3	18.9	11.8	2.2	58.5	14.5	66.2	8.1	
<i>Por memória:</i>												
Peso NC87 no total de exportações		11.8			29.3		11.4	16.0		10.1		
Contributo NC87 para o total de exportações				2.8			5.6				0.6	

Fonte: INE.

Nota: NC refere-se à Nomenclatura Combinada.

Gráfico 4

CINCO PRODUTOS COM MAIOR CONTRIBUTO PARA O CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS PARA CADA UM DOS DESTINOS GEOGRÁFICOS EM 2011 | EM TERMOS NOMINAIS, CONTRIBUTOS PARA AS TAXAS DE VARIAÇÃO EM PONTOS PERCENTUAIS



Fonte: INE.

Nota: NC refere-se à Nomenclatura Combinada.

Nos anos mais recentes, estará em curso alguma reestruturação do setor exportador português, em particular nas indústrias de baixa tecnologia mais sujeitas à concorrência internacional, visível no aumento da concentração média na generalidade destes setores<sup>2</sup>. Esta reestruturação parece ter resultado sobretudo da acrescida concorrência de novos intervenientes no comércio internacional com baixos custos de produção e fortes vantagens comparativas em alguns produtos com peso ainda relevante nas exportações portuguesas, essencialmente produtos com baixo conteúdo tecnológico<sup>3</sup>. Adicionalmente, a evidência disponível a nível microeconómico aponta para a existência de um nível elevado de reafetação de recursos

<sup>2</sup> Ver Amador, J. e Soares, A. C. (2012), "Competition in the Portuguese Economy: An overview of classical indicators", Banco de Portugal, Working Paper 8.

<sup>3</sup> Ver Amador, J. e Cabral, S. (2008), "O desempenho das exportações portuguesas em perspectiva: Uma análise de quota de mercado constante", Banco de Portugal, Boletim Económico – Outono; Cabral, S. e Esteves, P. S. (2006), "Quotas de Mercado das Exportações Portuguesas: Uma Análise nos Principais Mercados de Exportação", Banco de Portugal, Boletim Económico – Verão.

nas empresas exportadoras portuguesas, quer em termos da decisão de participar nos mercados de exportação quer em termos das decisões que envolvem os produtos a exportar e os países de destino dos mesmos<sup>4</sup>. Estas alterações de produto e destino, que se espera que continuem no futuro próximo, refletem ajustamentos das empresas a mudanças nas condições de mercado subjacentes e tendem a contribuir para uma maior eficiência na afetação de recursos.

---

<sup>4</sup> Ver Amador, J. e Oromolla, L. D. (2008), "*Product and destination mix in export markets*", Banco de Portugal, Working Paper 17.

## 6. PREÇOS

Em 2011, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se em 3.6 por cento, o que representou um acréscimo de 2.2 pontos percentuais (p.p.) em relação a 2010. A aceleração dos preços no consumidor em 2011 foi fortemente condicionada pela entrada em vigor de diversas medidas associadas ao processo de consolidação orçamental, em particular os aumentos do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) e dos preços administrados de alguns bens e serviços. Estas alterações fiscais condicionaram em larga medida o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro, que foi positivo em 2011, após três anos consecutivos com valores negativos. Adicionalmente, registou-se um aumento dos preços das importações em termos médios anuais, particularmente acentuado no caso dos bens energéticos e alimentares, em linha com a evolução dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais, não obstante a desaceleração na segunda metade do ano, refletindo o abrandamento da economia mundial. No entanto, a forte contração da procura interna e a desaceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa, que se agravaram ao longo de 2011, contribuíram para mitigar as pressões inflacionistas. No quadro do inadiável processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa, os custos unitários do trabalho diminuíram, registando-se uma queda dos salários em termos reais, quer no setor público, quer no setor privado. Excluindo os aumentos vinculados nos meses de janeiro e outubro de 2011, associados às alterações fiscais, o crescimento dos preços exibiu uma tendência descendente ao longo de 2011. Os consumidores portugueses mantiveram as expectativas de inflação ancoradas em torno de 2 por cento, tendo apercebido corretamente a evolução dos preços ao longo de 2011.

### ***Aceleração dos preços em 2011 fortemente condicionada pelas medidas associadas ao processo de consolidação orçamental***

Após um período de forte desaceleração dos preços em Portugal, iniciado no final de 2008 e prolongado ao longo do ano seguinte, que se traduziu numa taxa de inflação média anual negativa em 2009, a taxa de inflação voltou a apresentar valores positivos a partir de 2010, mantendo-se acima de 3 por cento ao longo de 2011 (Gráfico 6.1). Esta evolução dos preços em 2011 foi transversal aos principais agregados do IHPC, tendo os bens industriais (energéticos e não energéticos) e os serviços contribuído de forma mais expressiva para este crescimento dos preços (Quadro 6.1).

A aceleração dos preços no consumidor foi largamente condicionada pela entrada em vigor de diversas medidas de consolidação orçamental, com destaque para o aumento do IVA e dos preços de alguns bens e serviços sujeitos a regulação (ver “Capítulo 3 *Política e situação orçamental*”, deste Relatório). Após o aumento de 1 p.p. de todas as taxas do IVA a partir de 1 de julho de 2010, em janeiro de 2011 a taxa mais elevada deste imposto aumentou 2 p.p. (passando de 21 para 23 por cento) e em outubro do mesmo ano a taxa relativa à eletricidade e ao gás natural passou de 6 para 23 por cento. Admitindo que estas alterações fiscais são refletidas integralmente nos preços do consumidor final, a partir da informação do IHPC calculado com impostos constantes, disponibilizada pelo Eurostat, obtém-se um impacto mecânico do aumento dos impostos indiretos de 1.4 p.p. em 2011 (Gráfico 6.2)<sup>1</sup>.

Para além deste impacto do IVA, os preços administrados de alguns bens e serviços também aumentaram de forma significativa, nomeadamente os preços dos transportes públicos, do saneamento básico e dos produtos farmacêuticos. Neste último caso, apesar da redução dos preços tabelados dos medicamentos, os preços no consumidor final aumentaram em 2011, em resultado da alteração das regras de comparticipação por parte do Estado.

<sup>1</sup> Para mais detalhes sobre as séries do IHPC calculado com impostos constantes, ver [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/hicp\\_constant\\_tax\\_rates](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/hicp_constant_tax_rates).

Quadro 6.1

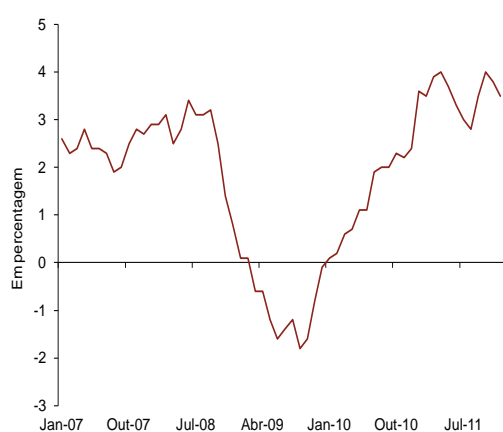
IHPC – PRINCIPAIS AGREGADOS   EM PORCENTAGEM														
	Taxas de variação					Contributos (em p.p.)					Variação dos contributos (em p.p.)			
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Total	2.4	2.7	-0.9	1.4	3.6	2.4	2.7	-0.9	1.4	3.6	0.3	-3.6	2.3	2.2
Total excluindo energéticos	2.3	2.2	-0.2	0.3	2.3	2.1	2.0	-0.2	0.3	2.0	-0.1	-2.2	0.5	1.7
Total excl. aliment. não transf. e energ.	2.2	2.5	0.3	0.3	2.2	1.8	1.9	0.3	0.2	1.7	0.1	-1.6	-0.1	1.5
Bens	2.2	2.4	-2.4	1.7	4.4	1.4	1.5	-1.4	1.0	2.6	0.1	-2.9	2.4	1.6
Alimentares	2.8	4.2	-2.5	0.4	3.0	0.6	0.9	-0.5	0.1	0.6	0.3	-1.4	0.6	0.5
Não transformados	3.0	0.6	-4.3	0.7	2.9	0.3	0.1	-0.4	0.1	0.3	-0.2	-0.5	0.5	0.2
Transformados	2.6	8.1	-0.9	0.2	3.1	0.3	0.8	-0.1	0.0	0.3	0.5	-0.9	0.1	0.3
Industriais	1.9	1.4	-2.3	2.4	5.2	0.8	0.6	-0.9	0.9	1.9	-0.2	-1.5	1.8	1.0
Não energéticos	1.4	-0.2	-0.8	-0.7	1.4	0.4	-0.1	-0.2	-0.2	0.4	-0.5	-0.1	0.0	0.6
Energéticos	3.5	6.6	-8.0	9.5	12.8	0.3	0.6	-0.7	1.1	1.6	0.3	-1.3	1.8	0.5
Serviços	2.8	3.1	1.3	1.0	2.4	1.0	1.2	0.5	0.4	1.0	0.2	-0.7	-0.1	0.6
Por memória:														
IHPC área do euro - Total	2.1	3.3	0.3	1.6	2.7									
Diferencial entre Portugal e a área do euro (em p.p.)	0.3	-0.6	-1.2	-0.2	0.9									

**Fontes:** Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** p.p. – pontos percentuais.

Gráfico 6.1

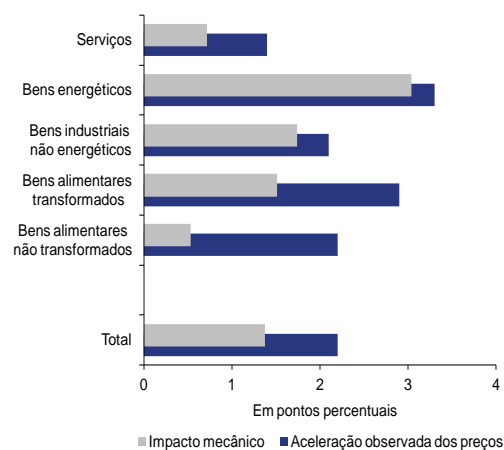
ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA



**Fonte:** Eurostat.

Gráfico 6.2

IMPACTO MECÂNICO NO IHPC DAS ALTERAÇÕES FISCAIS EM 2011



**Fontes:** Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** O impacto mecânico é calculado a partir da informação para o IHPC com taxas constantes de impostos, disponibilizada pelo Eurostat. Estes valores devem ser interpretados como o limite superior do impacto das alterações fiscais nos preços no consumidor, pois consideram que as variações nos impostos são integral e imediatamente transmitidas aos preços no consumidor, mantendo-se tudo o resto constante.



### **Aumento dos preços das importações, em particular dos preços das matérias-primas, com desaceleração na segunda metade do ano**

No contexto de uma variação virtualmente nula do índice cambial efetivo nominal para Portugal, os preços das importações de bens e serviços cresceram 8.0 por cento em 2011, após um aumento de 4.8 por cento em 2010. A aceleração dos preços das importações foi significativamente mais acentuada no caso dos bens (8.9 por cento em 2011, após 5.2 por cento em 2010) do que no caso dos serviços (3.1 por cento em 2011, após 2.8 por cento em 2010).

O aumento dos preços das importações de bens traduziu um crescimento significativo dos preços das importações de bens de consumo alimentar e de bens energéticos, em linha com a evolução dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais (Quadro 6.2). Os preços de importação de bens de consumo não alimentar apresentaram uma variação próxima de zero em 2011, após as quedas registadas desde 2007, associadas em grande medida à crescente integração no comércio mundial de países com baixos custos unitários do trabalho.

O aumento dos preços das matérias-primas energéticas e não energéticas nos mercados internacionais em 2011 terá refletido a recuperação gradual dos fluxos de comércio internacionais, após a forte contração observada em 2009. Adicionalmente, o crescimento significativo da atividade em várias economias emergentes e em desenvolvimento, que aumentou e alterou o seu padrão de consumo de matérias-primas, em particular de petróleo, também terá contribuído para este aumento dos preços. Para além destes fatores, no caso do petróleo, a manutenção de um elevado crescimento do seu preço em 2011, embora ligeiramente inferior ao registado em 2010, traduziu igualmente fatores do lado da oferta, como as tensões geopolíticas no Médio Oriente e Norte de África desde janeiro de 2011, assim como a insuficiente resposta ao nível da produção por parte dos países da OPEP.

No entanto, a generalidade dos preços das importações, em linha com os preços das matérias-primas nos mercados internacionais, exibiu um perfil de desaceleração ao longo do ano, mais vincado na segunda metade de 2011. Esta evolução refletiu uma revisão em baixa das expectativas de crescimento da economia mundial, condicionada em larga medida pela desaceleração da atividade económica nas economias avançadas, em particular na área do euro, que se acentuou na segunda metade de 2011 (ver “Capítulo 1. *Enquadramento internacional*”, deste Relatório).

**Quadro 6.2**

PRINCIPAIS INDICADORES DE PREÇOS INTERNACIONAIS   TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA, EM PORCENTAGEM									
	2007	2008	2009	2010	2011	2011			
						1º trim	2º trim	3º trim	4º trim
Preços de importação de bens <sup>(a)</sup>									
Total	1.0	5.5	-10.7	5.2	8.9	11.5	9.4	8.3	6.9
Total excluindo bens energéticos	1.0	1.6	-7.3	1.8	5.2	8.6	5.5	4.3	2.3
Bens de consumo	-0.3	0.5	-4.7	-1.8	5.4	7.9	6.0	5.2	2.9
Bens de consumo alimentar	3.7	6.6	-5.5	-0.3	12.7	17.9	16.4	11.0	5.9
Bens de consumo não alimentar	-2.1	-2.3	-4.3	-2.5	0.4	1.6	-1.0	0.6	0.5
Preço internacional de matérias-primas									
Preço do petróleo ( <i>Brent Blend</i> ), EUR	0.4	26.6	-33.2	35.4	31.7	37.7	29.8	33.7	26.0
Preço de matérias-primas não energéticas, EUR	8.5	4.8	-18.8	34.0	13.8	38.7	17.2	9.4	-5.0
Por memória:									
Índice cambial efetivo nominal para Portugal <sup>(b)</sup>	0.7	0.9	0.4	-1.5	-0.1	-1.1	0.7	0.5	-0.3

**Fontes:** BCE, *HWWI*, INE, *Thomson Reuters* e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Cálculos do Banco de Portugal a partir de informação disponibilizada pelo INE. A classificação por grandes categorias económicas apresentada neste quadro difere da utilizada pelo INE na medida em que os automóveis ligeiros de passageiros estão incluídos nos bens de consumo e não nos bens de equipamento. (b) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice.

### ***Evolução salarial moderada no setor privado, no contexto de uma deterioração da situação no mercado de trabalho***

Em 2011, os custos unitários do trabalho em Portugal diminuíram face ao ano anterior (-0.8 por cento em termos nominais). Por um lado, observou-se uma contração da atividade económica de magnitude semelhante à redução do emprego, o que se traduziu numa variação aproximadamente nula do produto por trabalhador. Por outro lado, a remuneração por trabalhador diminuiu (-0.8 por cento) (Quadro 6.3).

A evolução das remunerações por trabalhador no conjunto da economia refletiu a redução de 5 por cento, em termos médios, das remunerações dos funcionários públicos no âmbito do processo de consolidação orçamental. Adicionalmente, o salário mínimo nacional aumentou 2.1 por cento, sendo que o aumento previsto para cumprir o objetivo de convergência do salário mínimo para o limiar de 500 euros em 2011 seria de 5.3 por cento. O aumento efetivo do salário mínimo foi inferior à taxa de inflação e significativamente abaixo dos aumentos observados nos últimos 3 anos (superiores a 5 por cento). Num quadro de deterioração das condições no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a atingir níveis historicamente elevados (ver “Capítulo 4 Oferta”, deste Relatório), e de expectativas de inflação ancoradas, a evolução das remunerações por trabalhador no setor privado foi inferior à inflação, tendo desacelerado significativamente face ao ano anterior (1.0 por cento em 2011, após 1.8 por cento em 2010). O ligeiro aumento das remunerações por trabalhador no setor privado deverá igualmente refletir algum enviesamento positivo nas remunerações agregadas, associado a um efeito de composição decorrente da alteração da estrutura do emprego que tipicamente ocorre nas fases descendentes do ciclo e que resulta na diminuição do peso dos trabalhadores com remunerações mais baixas e possivelmente com menores qualificações. Conjugado com uma variação praticamente nula da produtividade, este aumento nominal das remunerações por trabalhador traduziu-se numa subida dos custos unitários do trabalho no setor privado de 1.1 por cento em 2011, após a diminuição de 1.6 por cento em 2010. A variação dos custos unitários do trabalho no setor privado em 2011 corresponde a um aumento de cerca de metade da média dos crescimentos destes custos no período 1999-2009.

#### **Quadro 6.3**

##### **CUSTOS UNITÁRIOS DO TRABALHO EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIAÇÃO, EM PORCENTAGEM**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Portugal<sup>(a)</sup></b>						
Total da economia						
Remunerações por trabalhador	1.8	3.6	3.0	2.8	1.4	-0.8
Produtividade	0.9	2.4	-0.5	-0.3	3.0	-0.1
Custos unitários do trabalho nominais	0.9	1.1	3.5	3.1	-1.5	-0.8
<b>Setor privado</b>						
Remunerações por trabalhador	2.7	4.6	3.3	1.6	1.8	1.0
Produtividade	1.3	3.1	-0.3	-0.1	3.5	-0.2
Custos unitários do trabalho nominais	1.4	1.5	3.6	1.7	-1.6	1.1
<b>Área do euro</b>						
Total da economia						
Remunerações por trabalhador	2.3	2.5	3.2	1.4	1.6	2.3
Produtividade	1.7	1.2	-0.5	-2.5	2.4	1.4
Custos unitários do trabalho nominais	0.6	1.3	3.8	4.0	-0.8	0.9
<b>Diferencial</b>						
Remunerações por trabalhador	-0.5	1.1	-0.2	1.4	-0.2	-3.1
Produtividade	-0.8	1.2	0.0	2.2	0.6	-1.5
Custos unitários do trabalho nominais	0.3	-0.2	-0.3	-0.9	-0.7	-1.7
<b>Por memória:</b>						
Diferencial acumulado dos custos unitários de trabalho (1998 = 0)	11.6	11.5	11.6	10.9	9.8	7.7
Diferencial acumulado dos custos unitários de trabalho (2006 = 0)	0.0	-0.2	-0.5	-1.4	-2.3	-4.0

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

**Nota: (a)** A série das remunerações por trabalhador é consistente com a informação e metodologia das Contas Nacionais base 2006. O emprego é medido em número de indivíduos.

Na área do euro observou-se um aumento nominal dos custos unitários do trabalho do total da economia em 2011, que reflete um aumento do produto por trabalhador inferior ao das remunerações por trabalhador (Quadro 6.3). Em contraste com a situação portuguesa, na área do euro registou-se um aumento da atividade económica, embora de magnitude inferior ao observado em 2010, uma aceleração das remunerações por trabalhador, e uma estabilização do emprego. Deste modo, o diferencial entre o crescimento dos custos unitários do trabalho em Portugal e na área do euro manteve-se negativo em 2011 (-1.7 p.p.). Desde 2007, os custos unitários do trabalho em Portugal têm apresentado uma evolução inferior à da área do euro, o que resultou num diferencial acumulado de -4.0 p.p., que contrasta com o diferencial de cerca de 12 p.p. acumulado entre 1999 e 2006. Esta evolução aponta para a existência de um ajustamento nos custos unitários do trabalho, que assume particular importância no atual contexto de correção dos desequilíbrios acumulados da economia portuguesa. Adicionalmente, os custos do trabalho relativos da economia portuguesa, face a um conjunto alargado de parceiros comerciais, diminuíram em 2011 (ver “Caixa 5.2 A evolução recente da competitividade internacional da economia portuguesa ao nível dos custos unitários do trabalho”, deste Relatório).

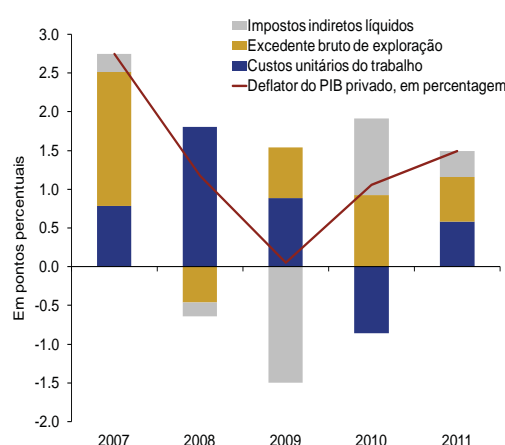
### Crescimento contido dos preços da produção do setor privado

Em Portugal, os preços da produção interna do setor privado evoluíram de forma contida, aumentando 1.5 por cento, após 1.1 por cento em 2010 (Gráfico 6.3). À exceção de 2009, ano em que se registou uma assinalável contração da atividade económica, este crescimento do deflator do PIB privado é dos mais baixos das últimas três décadas<sup>2</sup>. A evolução em 2011 traduziu o aumento dos custos unitários do trabalho no setor privado (1.1 por cento), dos impostos indiretos e das margens de lucro. Apesar da subida da tributação indireta em 2011, o contributo dos impostos para o deflator do PIB privado diminuiu face a 2010, refletindo em larga medida o impacto negativo da contração da atividade económica na receita fiscal (ver “Capítulo 3 Política e situação orçamental”, deste Relatório). O contributo do excedente bruto de exploração em 2011 também foi inferior ao registado em 2010.

Perante uma queda acentuada da procura, as empresas podem inicialmente moderar ou reduzir as margens de lucro, prosseguindo uma estratégia de evolução contida dos preços em resposta a um aumento dos

Gráfico 6.3

#### CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DO DEFLATOR DO PIB PRIVADO



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** Considera-se o PIB privado como sendo o PIB do total da economia excluindo as despesas com o pessoal e o consumo de capital fixo das administrações públicas. O cálculo dos contributos é feito com base numa metodologia semelhante à utilizada em ECB (2003), “Inflation differentials in the euro area”.

<sup>2</sup> Considera-se o PIB privado como sendo o PIB do total da economia excluindo as despesas com o pessoal e o consumo de capital fixo das administrações públicas.

preços das matérias-primas, ao agravamento da tributação, quer direta quer indireta, e ao aumento dos custos de financiamento. Adicionalmente, as empresas tenderão a conter outros custos, incluindo os custos salariais, de modo a mitigar o impacto nas suas margens de lucro. Assim como no caso das remunerações do trabalho agregadas, as margens de lucro agregadas podem ser igualmente influenciadas por um enviesamento positivo, associado a um efeito de composição decorrente da alteração da estrutura de empresas que poderá ocorrer nas fases descendentes do ciclo, com o encerramento das empresas com pior desempenho e margens de lucro mais baixas.

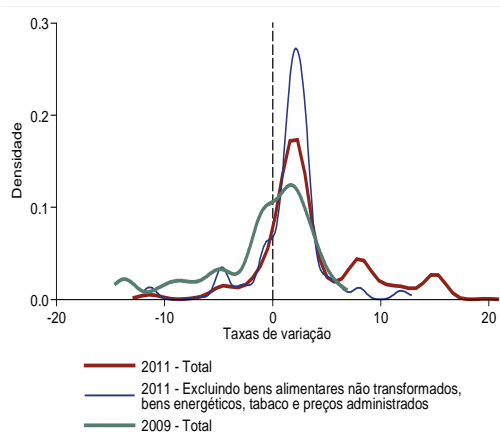
### Canais mitigados de transmissão das pressões inflacionistas

A forte contração da procura interna em 2011, assim como a desaceleração da economia mundial e da procura externa dirigida à economia portuguesa, que se agravaram na segunda metade do ano, contribuíram para mitigar as pressões inflacionistas, num quadro de aumento assinalável da tributação, subida dos preços das importações e crescimento moderado dos salários no setor privado. Excluindo os aumentos marcados nos meses de janeiro e outubro de 2011, associados às alterações fiscais, o crescimento dos preços no consumidor exibiu uma tendência descendente ao longo do ano<sup>3</sup>.

Os canais de transmissão de pressões inflacionistas, cuja magnitude e velocidade variam consoante a estrutura dos mercados (elasticidade da oferta e da procura, níveis de regulação e concorrência), terão sido mitigados. Os aumentos de preços mais acentuados estão, na sua larga maioria, concentrados nos bens e serviços mais afetados pelas medidas de consolidação orçamental, nomeadamente bens energéticos, preços administrados e tabaco (Gráfico 6.4). No caso dos bens energéticos, não obstante o elevado crescimento do preço do petróleo em 2011, os preços no consumidor aceleraram 3.3 p.p. em 2011, refletindo em larga medida o aumento da tributação (impacto mecânico de 3 p.p.) (Gráfico 6.2 e Gráfico 6.5).

Gráfico 6.4

DISTRIBUIÇÃO EMPÍRICA DA TAXA DE VARIÇÃO ANUAL DAS COMPONENTES DO IHPC

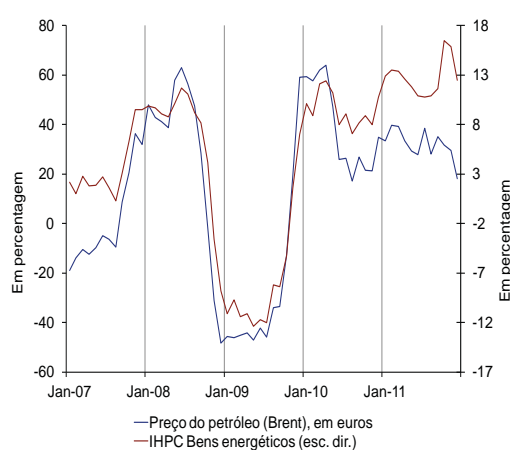


Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** Distribuição empírica obtida recorrendo a métodos não paramétricos, nomeadamente, a um *kernel* gaussiano que pondera as diversas componentes pelo respetivo peso no cabaz total.

Gráfico 6.5

PREÇOS DOS BENS ENERGÉTICOS | TAXA DE VARIÇÃO HOMÓLOGA



Fontes: Eurostat e Thomson Reuters.

<sup>3</sup> Note-se que o perfil intra-anual dos preços no consumidor, em particular dos bens industriais não energéticos, foi afetado pelas alterações metodológicas relativas aos produtos sazonais, no âmbito da implementação do regulamento (CE) n.º 330/2009 da Comissão Europeia. Para mais detalhes ver Destaque do INE divulgado a 10 de fevereiro de 2011 ([http://www.ine.pt/ngt\\_server/attachfileui.jsp?look\\_parentBoui=109195311&att\\_display=n&att\\_download=y](http://www.ine.pt/ngt_server/attachfileui.jsp?look_parentBoui=109195311&att_display=n&att_download=y)) ou "Box 3: Methodological changes in the compilation of the HICP and their impact on recent data" no Boletim Mensal de abril de 2011 do Banco Central Europeu.

Em 2011 observou-se um aumento dos preços no consumidor dos bens alimentares, quer transformados quer não transformados, traduzindo o aumento dos preços das importações de bens alimentares e dos preços dos bens energéticos. No entanto, ao contrário do registado no passado, a magnitude do aumento dos preços no consumidor foi bastante inferior ao crescimento dos preços dos produtos importados (Gráfico 6.6). O aumento dos preços dos bens alimentares transformados em 2011 (3.1 por cento, após 0.2 por cento em 2010) traduziu principalmente o forte crescimento do preço do tabaco (associado à alteração fiscal).

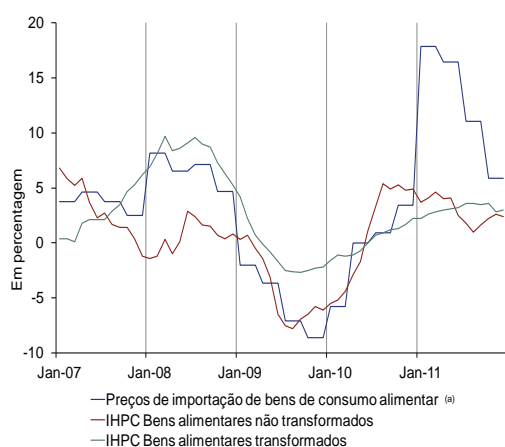
A significativa redução do consumo privado, quer de bens duradouros quer de bens não duradouros e serviços, e o agravamento progressivo da evolução da procura externa (ver “Capítulo 5 Procura”, deste Relatório) ter-se-ão refletido igualmente na evolução dos preços no consumidor. Os preços dos veículos automóveis, apesar do aumento de 2.9 por cento em 2011 (devido em larga medida ao aumento da tributação) diminuiram sucessivamente ao longo do ano face aos níveis registados nos primeiros meses de 2011. Por seu turno, os preços de alguns serviços ligados ao setor do turismo diminuiram em 2011. Em particular, os preços dos serviços de alojamento caíram 11.3 por cento, após o crescimento de 7.1 por cento em 2010.

### **Diferencial de inflação positivo em relação à área do euro, fortemente condicionado pelas alterações fiscais em Portugal**

Em 2011, a taxa de variação anual do IHPC na área do euro foi de 2.7 por cento, após 1.6 por cento em 2010. O diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro, medido com base na variação média anual do IHPC, foi positivo em 2011 (0.9 p.p.) após três anos consecutivos em que apresentou valores negativos (Gráfico 6.7). Esta evolução foi fortemente condicionada por algumas das medidas associadas ao processo de consolidação orçamental, nomeadamente o aumento das taxas do IVA e de alguns preços administrados, bem como a redução das despesas relacionadas com o Serviço Nacional de Saúde, em particular as despesas com medicamentos. Estas medidas, mais concentradas nos meses de janeiro e outubro de 2011, traduziram-se num diferencial positivo (1.9 p.p.) ao nível dos preços administrados, o mais elevado dos últimos 4 anos, para o qual contribuiu o aumento significativo dos preços da eletricidade, dos produtos farmacêuticos, dos serviços de saneamento básico e dos transportes públicos<sup>4</sup>.

**Gráfico 6.6**

**PREÇOS DOS BENS ALIMENTARES | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA**

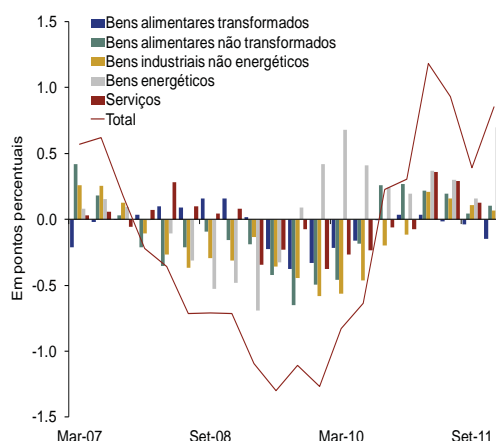


**Fontes:** Eurostat, INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** (a) Série trimestral.

**Gráfico 6.7**

**DIFERENCIAL DE INFLAÇÃO ENTRE PORTUGAL E A ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIAÇÃO HOMÓLOGA TRIMESTRAL DO IHPC**



**Fontes:** Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

<sup>4</sup> Este resultado tem por base a série de preços administrados, publicada pelo Eurostat (para mais detalhes sobre esta série, ver [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/administered\\_prices](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/administered_prices)).

Tal como em Portugal, as medidas de consolidação orçamental implementadas num conjunto de países da área do euro incluíram o aumento de impostos indiretos, que teve um impacto direto nos preços no consumidor (impacto mecânico de 0.2 p.p. na média da área do euro). Com base no conjunto das taxas de imposto aplicadas aos diversos produtos que compõem o cabaz do IHPC, estimou-se para Portugal um dos impactos mecânicos mais elevados na área do euro<sup>5</sup>. Utilizando a informação do IHPC calculado com impostos constantes, disponibilizada pelo Eurostat, se excluíssemos o impacto mecânico do aumento dos impostos indiretos, o diferencial de inflação entre Portugal e a área do euro manter-se-ia ligeiramente negativo (-0.3 p.p.)<sup>6</sup>.

Se excetuarmos os aumentos marcados nos meses de janeiro e outubro de 2011, o diferencial de inflação exibiu uma tendência descendente ao longo do ano, comum às principais componentes do IHPC. Esta evolução ocorreu no contexto de um diferencial de crescimento negativo entre Portugal e a área do euro, particularmente acentuado na procura interna, e que se agudizou ao longo de 2011. De entre os produtos com diferenciais progressivamente mais reduzidos, destaque-se os serviços associados ao setor do turismo (serviços de alojamento, restaurantes e cafés e férias organizadas), os veículos automóveis e alguns bens alimentares.

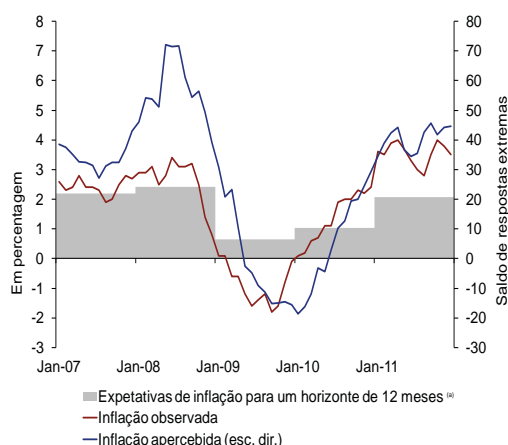
### ***Aceleração dos preços corretamente apercebida pelos consumidores, mas as expetativas de inflação permaneceram ancoradas***

A evolução dos preços ao longo de 2011 foi devidamente apercebida pelos consumidores, mas as expetativas de inflação dos agentes económicos para um horizonte de 12 meses mantiveram-se ancoradas (2.1 por cento, em média ao longo do ano, quer em Portugal, quer na área do euro) (Gráfico 6.8). A manutenção das expetativas de inflação em níveis próximos de 2 por cento sinaliza que os consumidores portugueses, assim como os europeus em geral, interpretaram a aceleração dos preços, em média anual, como um fenómeno que não se deverá prolongar no médio prazo.

Apesar das medidas discricionárias de âmbito orçamental com impacto significativo nos níveis de preços em 2012, a expetativa de desaceleração da economia mundial (e, em particular, da área do euro) assim como o processo de ajustamento da economia portuguesa, acompanhado por um agravamento da situação no mercado de trabalho, terão contribuído para moderar as expetativas de inflação em Portugal.

**Gráfico 6.8**

#### **PERCEÇÃO E EXPETATIVAS DE INFLAÇÃO EM PORTUGAL**



**Fontes:** Comissão Europeia, *Consensus Economics* e Eurostat.

**Nota:** (a) Valores médios anuais.

**5** Para mais detalhes ver “Box 6: The impact of recent changes in indirect taxes on the HICP” no Boletim Mensal de março de 2012, Banco Central Europeu.

**6** Para mais detalhes sobre as séries do IHPC calculado com impostos constantes, ver [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/hicp\\_constant\\_tax\\_rates](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/hicp_constant_tax_rates).

## 7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

Em 2011, observou-se um ajustamento significativo do défice externo, tendo o défice conjunto da balança corrente e de capital diminuído 3.7 pontos percentuais (p.p.), situando-se em 5.2 por cento do PIB (Quadro 7.1). A diminuição das necessidades de financiamento refletiu a redução da taxa de investimento da economia e o aumento da taxa de poupança interna (Gráfico 7.1). Para esta evolução contribuiu, em grande medida, a redução das necessidades de financiamento das administrações públicas, em resultado do esforço de consolidação orçamental. Os dados intra-anuais evidenciam um perfil muito marcado de redução do défice ao longo do ano, sendo mais acentuado após o início do programa de assistência económica e financeira (PAEF). No segundo semestre de 2011, o défice conjunto da balança corrente e de capital baixou significativamente, para valores que historicamente apenas são comparáveis aos observados em 1996 (Gráfico 7.2). O programa de assistência económica e financeira a que as autoridades portuguesas se comprometeram em maio de 2011, consubstanciado num conjunto de medidas com vista à correção de desequilíbrios macroeconómicos teve como contrapartida, como esperado, um efeito contracionista na procura interna. Este traduziu-se num abrandamento significativo das importações, o que, aliado à manutenção de taxas de crescimento relativamente elevadas das exportações, se refletiu favoravelmente na evolução do défice externo ao longo de 2011. De notar que os valores para a segunda metade do ano refletem, para além de uma redução substancial do défice de bens e serviços, um aumento das transferências líquidas de capital recebidas pela economia, em particular transferências da União Europeia, com valores particularmente elevados no final do ano.

Em 2011, o perfil de financiamento externo da economia portuguesa diferiu substancialmente do observado desde o início da área do euro. De facto, assistiu-se a uma redução dos passivos financeiros face a não residentes, tendo o financiamento da balança sido feito através da redução de ativos financeiros face ao resto do mundo. Subjacentes a esta alteração estão as perturbações nos mercados de dívida soberana portuguesa e de outros países da área do euro, que se refletiram sobretudo num forte aumento da restritividade das condições de financiamento do sistema bancário português nos mercados internacionais de dívida por grosso.

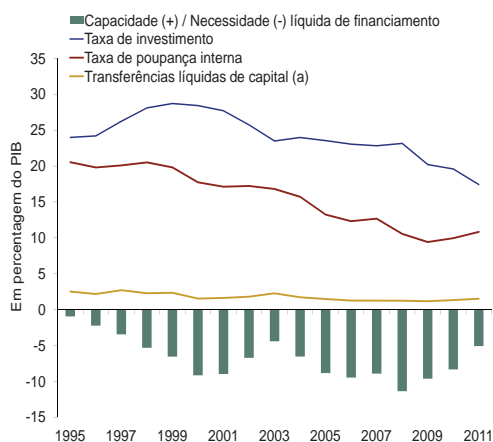
**Quadro 7.1**

BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL   SALDOS EM PORCENTAGEM DO PIB									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2011 S1	2011 S2
Balança corrente e de capital	-9.2	-9.9	-8.9	-11.1	-10.1	-8.9	-5.2	-8.3	-2.1
Balança corrente	-10.3	-10.7	-10.1	-12.6	-10.9	-10.0	-6.4	-9.1	-3.8
Bens e Serviços	-9.3	-8.3	-7.5	-9.5	-7.0	-6.7	-3.2	-5.4	-1.0
Bens	-11.8	-11.4	-11.3	-13.4	-10.6	-10.5	-7.7	-8.8	-6.6
Energéticos	-3.8	-3.8	-3.7	-4.7	-2.9	-3.3	-4.2	-4.2	-4.0
Excluindo energéticos	-8.0	-7.6	-7.6	-8.7	-7.7	-7.2	-3.5	-4.6	-2.6
Serviços	2.5	3.1	3.9	3.8	3.6	3.9	4.5	3.4	5.7
dos quais:									
Viagens e turismo	2.4	2.5	2.7	2.6	2.5	2.7	3.0	2.0	4.0
Rendimentos	-2.5	-3.9	-4.2	-4.5	-5.2	-4.6	-5.0	-5.8	-4.2
Transferências correntes	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.8	2.1	1.4
das quais:									
Remessas de emigrantes/imigrantes	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0	1.2
Balança de capital	1.1	0.8	1.2	1.5	0.8	1.1	1.2	0.8	1.7
Por memória:									
Balança de transferências correntes + balança de capital	2.6	2.3	2.8	3.0	2.1	2.4	3.0	2.9	3.1
Balança corrente e de capital excluindo rendimentos	-6.7	-6.0	-4.7	-6.6	-4.9	-4.3	-0.2	-2.5	2.1

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 7.1

## FINANCIAMENTO DA ECONOMIA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

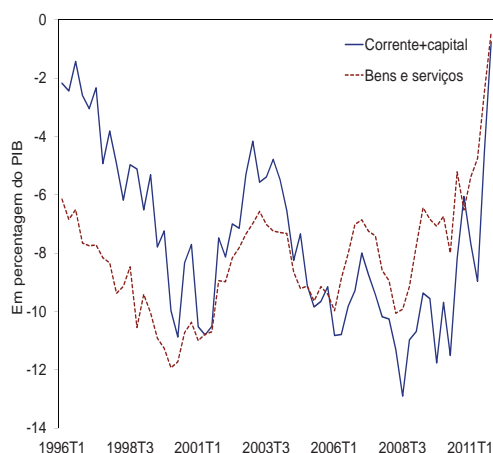
Deve, contudo, referir-se que os níveis de endividamento atingidos exigem a continuação do processo de ajustamento das contas externas. Note-se que, em termos médios anuais, o défice da balança corrente portuguesa no conjunto do ano de 2011 continuou a registar valores relativamente elevados, em comparação com os valores observados noutras economias europeias, embora a situação relativa tenha melhorado face ao ano anterior (Gráfico 7.3).

***Diminuição significativa das necessidades de financiamento das administrações públicas e ligeira redução da capacidade de financiamento do setor privado***

As menores necessidades de financiamento da economia portuguesa, em 2011, traduzem uma redução significativa das necessidades de financiamento das administrações públicas (Gráfico 7.4). Esta evolução resultou de uma poupança menos negativa do setor público, da redução do investimento e de um

Gráfico 7.2

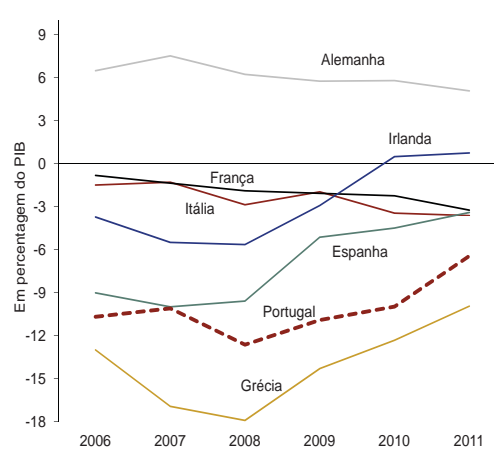
## EVOLUÇÃO TRIMESTRAL DA BALANÇA DE PAGAMENTOS | VALORES CORRIGIDOS DE SAZONALIDADE



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 7.3

## SALDO DA BALANÇA CORRENTE | EM PERCENTAGEM DO PIB

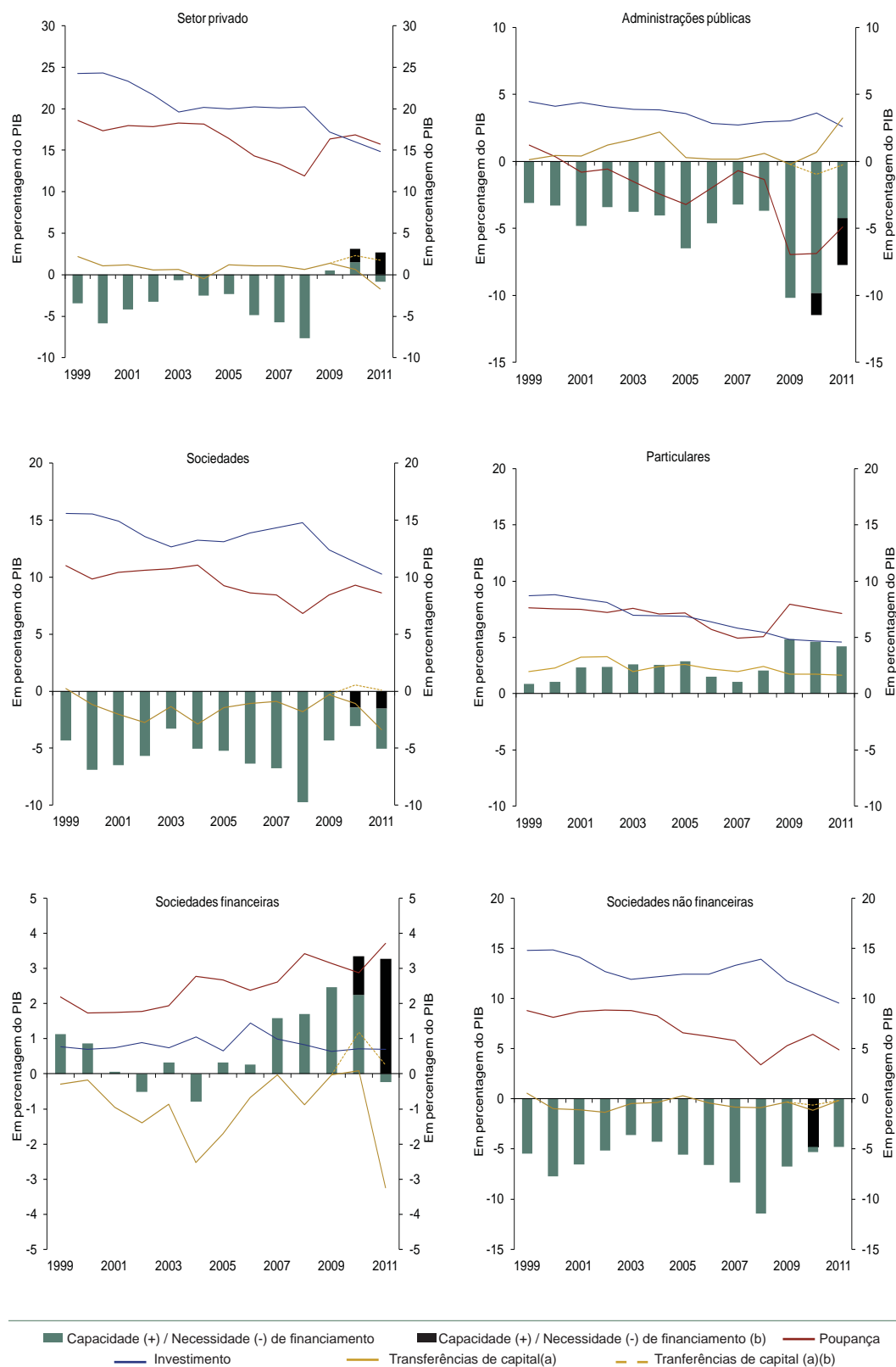


Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.



Gráfico 7.4

POUPANÇA, INVESTIMENTO E CAPACIDADE/NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO | EM PORCENTAGEM DO PIB



Fonte: INE.

**Notas:** (a) Valores líquidos, incluindo as aquisições líquidas de ativos não produzidos não financeiros. (b) Estes valores estão corrigidos das operações de transferência dos fundos de pensões da Portugal Telecom (em 2010) e dos bancos (em 2011) para o setor das administrações públicas.

aumento muito acentuado das transferências líquidas de capital, o qual está associado à transferência parcial dos fundos de pensões de algumas instituições financeiras para o setor das administrações públicas<sup>1</sup>. Corrigindo destes efeitos continua a observar-se uma clara diminuição das necessidades de financiamento do setor público, embora menos acentuada. O setor privado, por sua vez, e considerando os valores corrigidos das transferências dos fundos de pensões, apresentou uma ligeira redução da sua capacidade de financiamento, dado que a redução da taxa de poupança (tanto dos particulares como das empresas) foi mais acentuada do que a observada no caso do investimento. De qualquer modo, quer no caso das empresas quer, em especial, no caso dos particulares, as taxas de poupança situaram-se, em 2011, acima dos mínimos observados recentemente.

### ***Redução do défice conjunto da balança corrente e de capital, reflexo em larga medida da evolução da balança de bens e serviços***

O défice conjunto da balança corrente e de capital, que corresponde grosso modo às necessidades líquidas de financiamento da economia, diminuiu 3.7 p.p do PIB face a 2010, situando-se em 5.2 por cento do PIB. Para esta evolução contribuiu de forma decisiva o défice da balança corrente, em particular a componente de bens e serviços (cujo défice diminuiu 3.5 p.p. do PIB), já que o excedente da balança de capital aumentou apenas ligeiramente (0.1 p.p.). Para a melhoria da balança corrente em 2011, contribuiu adicionalmente o aumento do excedente da balança de transferências correntes, em 0.5 p.p. do PIB, o que resultou essencialmente do saldo de transferências com a União Europeia. Em sentido contrário, o défice da balança de rendimentos agravou-se, passando de 4.6 para 5.0 por cento do PIB em 2011 (Quadro 7.1).

### ***Défice da balança de bens e serviços diminuiu substancialmente em resultado de um efeito volume muito positivo***

O défice da balança de bens e serviços situou-se em 3.2 por cento do PIB em 2011 (6.7 por cento em 2010). A melhoria do saldo de bens e serviços resultou da evolução favorável da balança de bens não energéticos (com o maior contributo) e dos serviços, que compensaram largamente o aumento do défice energético (Gráfico 7.5).

O menor défice da balança de bens e serviços traduziu um efeito volume positivo e muito substancial, resultado do elevado crescimento em volume das exportações, aliado à diminuição (em termos reais) das importações, em linha com a queda da procura interna. Tanto nos bens como nos serviços (em particular no turismo), a taxa de variação em volume das exportações foi claramente superior à registada nas importações. O efeito volume foi positivo nas três principais componentes (bens energéticos, bens não energéticos e serviços), destacando-se a componente dos bens não energéticos. Este efeito de volume positivo mais do que compensou os efeitos negativos de preço e de termos de troca (Gráfico 7.6).

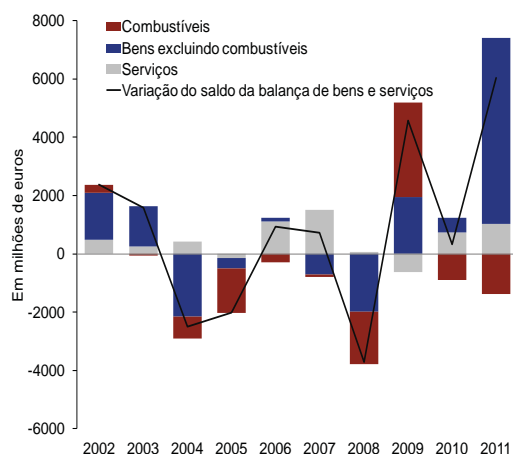
### ***Efeitos preço e termos de troca negativamente afetados pelo crescimento dos preços do petróleo***

Em 2011, tantos os preços das exportações como das importações aceleraram, apresentando um crescimento mais acentuado nas importações, o que se traduziu num efeito preço e num efeito termos de troca negativo. O elevado crescimento dos preços dos bens energéticos contribuiu negativamente para

<sup>1</sup> As transferências dos fundos de pensões do setor privado para o setor público traduziram-se numa redução das transferências líquidas de capital e da capacidade de financiamento líquida do setor privado em 2010 (referente ao fundo de pensões da Portugal Telecom (PT)) e em 2011 (referente aos fundos de pensões do setor bancário) por contrapartida de um aumento de transferências de capital líquidas recebidas pelo setor público e por conseguinte uma redução das respetivas necessidades de financiamento nesses dois anos.

Gráfico 7.5

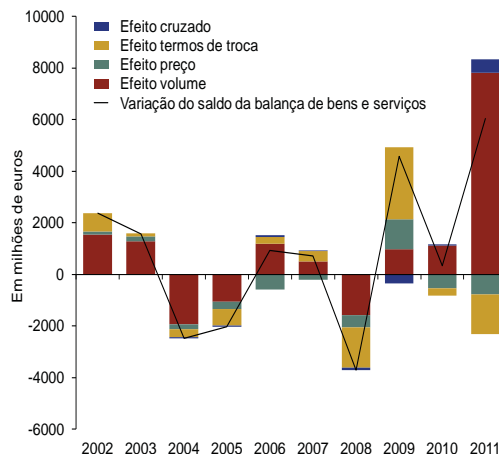
**VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS E SERVIÇOS** | DECOMPOSIÇÃO EM SERVIÇOS, BENS EXCLUINDO COMBUSTÍVEIS E COMBUSTÍVEIS



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 7.6

**VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS E SERVIÇOS** | DECOMPOSIÇÃO EM EFEITO VOLUME, PREÇO E TERMOS DE TROCA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Nota:** Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (diminuição) do saldo da balança de bens e serviços. A variação do saldo da balança de bens e serviços pode ser decomposta em quatro efeitos:

- efeito volume – efeito da variação das quantidades importadas e exportadas;  
 $[X_{t-1} \cdot vx_t] - [M_{t-1} \cdot vm_t]$
- efeito preço – efeito do crescimento médio dos preços do comércio externo;  
 $(X_{t-1} \cdot p_t) - (M_{t-1} \cdot p_t)$
- efeito termos de troca – efeito da variação relativa dos preços de exportação e de importação;  
 $[X_{t-1} \cdot (px_t - p_t)] - [M_{t-1} \cdot (pm_t - p_t)]$
- efeito cruzado – efeito da interação entre a variação das quantidades e dos preços de exportação e importação.  
 $[X_{t-1} \cdot vx_t \cdot px_t] - [M_{t-1} \cdot vm_t \cdot pm_t]$

Considera-se a seguinte notação:  $X_{t-1}$  e  $M_{t-1}$  são as exportações e importações do ano t-1 a preços correntes;  $vx_t$  e  $vm_t$  são as taxas de variação em volume das exportações e das importações em t;  $px_t$  e  $pm_t$  são as taxas de variação dos preços das exportações e das importações em t;  $p_t$  é a taxa de variação média dos preços de comércio externo no ano t  $((px_t + pm_t)/2)$ .

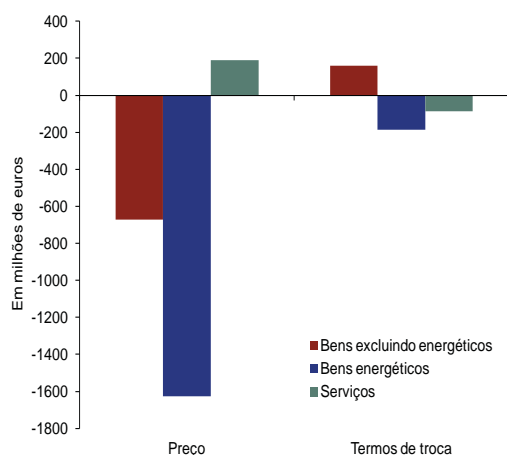
aqueles efeitos e traduziu-se numa evolução negativa da balança energética, apesar de um efeito de volume positivo associado à redução do consumo de combustíveis (e por conseguinte, das quantidades importadas). No que se refere aos bens não energéticos, a evolução dos preços traduziu-se num efeito de termos de troca ligeiramente positivo (reforçando a evolução positiva dos últimos anos) e num efeito preço negativo, dada a posição deficitária desta balança (Gráficos 7.7 e 7.8).

### Subida do défice da balança de rendimentos

O défice da balança de rendimentos aumentou 0.4 p.p., situando-se em 5.0 por cento do PIB em 2011, apresentando globalmente diminuições, em percentagem do PIB, tanto nos rendimentos pagos como nos recebidos. O agravamento da balança de rendimentos foi determinado essencialmente pela evolução da componente relativa a outro investimento, refletindo o aumento dos pagamentos ao exterior de juros relativos a empréstimos, tendo os rendimentos líquidos referentes às componentes investimento de carteira e investimento direto estrangeiro estabilizado em percentagem do PIB (Gráfico 7.9). A redução do saldo externo de juros recebidos e pagos de outro investimento refletiu o acréscimo significativo de

Gráfico 7.7

## EFEITOS PREÇO E TERMOS DE TROCA NA BALANÇA DE BENS E SERVIÇOS EM 2011

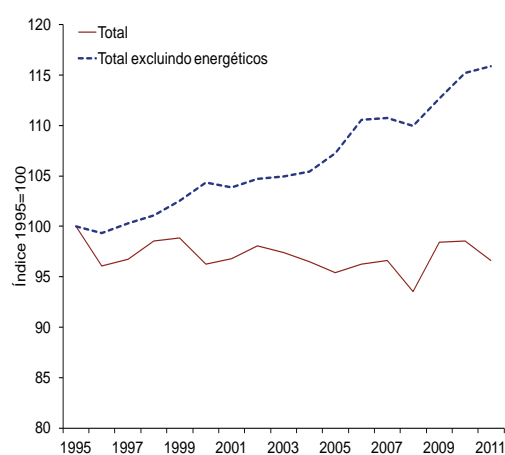


Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Nota:** Uma variação positiva (negativa) significa um aumento (diminuição) saldo. Para uma descrição da metodologia utilizada para calcular os vários efeitos, ver a nota do gráfico 7.6.

Gráfico 7.8

## EVOLUÇÃO DOS TERMOS DE TROCA DOS BENS

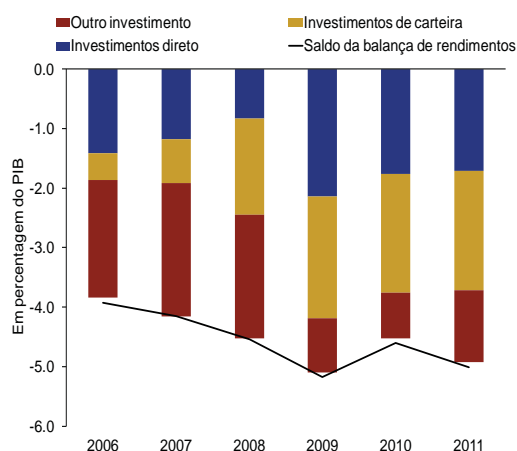


Fontes: INE e Banco de Portugal.

volume (*stock*) dos empréstimos do exterior. Com efeito, o elevado financiamento externo da República, no âmbito do Programa, traduziu-se num aumento muito significativo de passivos (considerados na rubrica outro investimento), dando origem ao respetivo pagamento de juros. O acréscimo no montante de empréstimos deverá ter sido parcialmente compensado por alguma redução de outros passivos detidos por não residentes (considerados em investimento de carteira). De referir que o *stock* de dívida pública detido por não residentes aumentou face a 2010, o que se terá traduzido num aumento dos custos com juros pagos a não residentes. Adicionalmente, a taxa média de juro implícita na dívida pública total, mesmo considerando o financiamento no âmbito do programa de assistência económica e financeira a Portugal aumentou em 2011 face a 2010 (ver Capítulo 3 *Política e Situação Orçamental*”, deste Relatório).

Gráfico 7.9

## BALANÇA DE RENDIMENTOS E PRINCIPAIS COMPONENTES



Fontes: INE e Banco de Portugal.

### ***Forte redução das necessidades de financiamento externo da economia portuguesa e alteração significativa da sua estrutura***

Em 2011, a forte redução das necessidades de financiamento externo foi acompanhada por uma significativa alteração de estrutura de financiamento que diferiu substancialmente do observado desde o início da área do euro. De facto, assistiu-se a uma redução dos passivos financeiros face a não residentes, tendo o financiamento da balança sido feito através de uma redução substancial de ativos financeiros face ao resto do mundo. Subjacentes a esta alteração estão as perturbações nos mercados de dívida soberana portuguesa e de outros países da área do euro, que se refletiram sobretudo num forte aumento da restritividade das condições de financiamento do sistema bancário português nos mercados internacionais de dívida por grosso. Neste contexto, a informação disponível aponta para que os bancos tenham iniciado na segunda metade de 2010 um processo de desalavancagem, nomeadamente através da diminuição da concessão de crédito, da venda de ativos e, em especial, da captação de depósitos de residentes. Por sua vez, este aumento de depósitos resultou em larga medida do ajustamento de carteira de particulares, assistindo-se a uma redução das aplicações destes em fundos de investimento e companhias de seguros, o que levou à venda de ativos face a não residentes por parte destas instituições. Esta situação refletiu-se numa alteração no sentido e na dimensão dos fluxos financeiros com o resto do mundo (Gráfico 7.10).

### ***Fortes entradas líquidas de fundos do exterior para as administrações públicas associadas ao empréstimo obtido no âmbito do programa de assistência financeira internacional no contexto de uma diminuição dos passivos líquidos de investimento de carteira deste setor***

Em 2011 registou-se uma forte inversão do fluxo de financiamento das administrações públicas junto de não residentes, ou seja, uma entrada líquida de fundos de 10.4 por cento do PIB, que contrasta com uma saída líquida de -1.2 por cento do PIB em 2010. Para esta evolução contribuíram os primeiros desembolsos do empréstimo obtido ao abrigo do programa de assistência económica e financeira (Quadro 7.2)<sup>2</sup>. Do ponto de vista do registo na balança financeira, estes desembolsos traduziram-se num aumento de passivos de outro investimento deste setor. Pelo contrário, registou-se uma redução significativa de passivos de investimento de carteira das administrações públicas. Tal resultou do significativo aumento do prémio de risco exigido pelos investidores internacionais para deterem títulos de dívida pública portuguesa e de outros países afetados pela crise da dívida soberana, num quadro de crescente diferenciação do risco nos mercados de dívida soberana da área do euro, que condicionou fortemente a capacidade de colocação de títulos de dívida pública portuguesa em entidades não residentes.

### ***Acentuada redução dos passivos dos bancos face a não residentes, parcialmente compensada pela diminuição significativa de ativos face ao exterior***

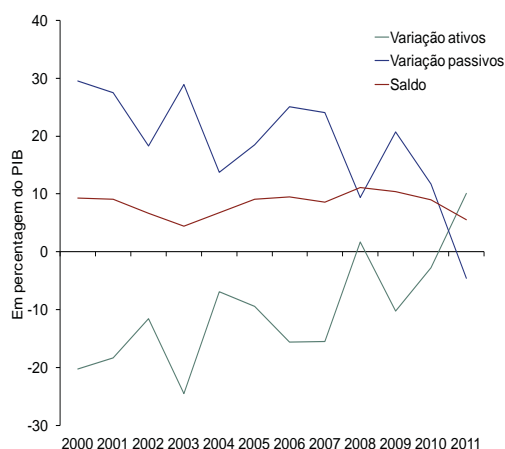
No que diz respeito aos bancos (outras instituições financeiras monetárias), observou-se uma forte redução dos passivos de investimento de carteira e, sobretudo, de outro investimento com o exterior. Esta evolução refletiu a já referida dificuldade de acesso dos bancos portugueses ao financiamento nos mercados internacionais de títulos de dívida por grosso, em particular nas maturidades médias e longas, e a significativa redução dos depósitos de não residentes junto do sistema bancário residente. Neste período, registou-se também uma forte diminuição dos ativos do sistema bancário português face a não residentes, designadamente obrigações e outros títulos de dívida de médio e longo prazo.

A evolução observada nos fluxos de passivos e de ativos do sistema bancário residente face ao exterior é consentânea com a reação esperada num contexto de forte limitação no acesso aos mercados inter-

<sup>2</sup> Para mais detalhes ver "Caixa O Programa de ajustamento económico e financeiro no âmbito do pedido de assistência financeira à União Europeia, aos países membros da área do euro e ao Fundo Monetário Internacional", Banco de Portugal, *Relatório Anual* 2010.

Gráfico 7.10

BALANÇA FINANCEIRA | SALDO E VARIAÇÃO DE ATIVOS E PASSIVOS



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Nota:** Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de ativos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de ativos externos, isto é uma saída de fundos. Os valores encontram-se ajustados de operações de fim de ano de natureza temporária e revertidas nos primeiros dias do ano seguinte, associadas a ativos e passivos de outro investimento das autoridades monetárias e das outras instituições financeiras monetárias. A variação de ativos inclui os derivados financeiros líquidos de passivos.

nacionais de dívida por grosso, ou seja, é expectável que os setores residentes procurem compensar a redução do financiamento obtido junto de não residentes com uma diminuição de ativos que detêm sobre o exterior<sup>3</sup>. É também de referir a ligeira redução da posição *Target*<sup>4</sup> das autoridades monetárias que refletiu a virtual estabilização do financiamento dos bancos junto do Eurosistema, em contraste com o forte aumento observado em 2010<sup>5</sup> (Gráfico 7.11). Esta evolução reflete o ajustamento do balanço dos bancos, por um lado, através da aludida redução dos ativos sobre o exterior e, por outro, da diminuição do rácio entre crédito e depósitos de clientes, reflexo em larga medida do forte aumento dos depósitos de particulares residentes, não obstante a queda significativa de depósitos de não residentes em Portugal.

### **Alteração do fluxo de financiamento das instituições financeiras não monetárias junto de não residentes, dominada por forte redução de ativos face ao exterior**

Em 2011 registou-se uma entrada líquida de fundos nas instituições financeiras não monetárias com o exterior de 3.3 por cento do PIB que compara com um fluxo virtualmente nulo em 2010 (0.5 por cento do PIB). Para esta inversão contribuiu o desinvestimento em títulos de dívida a longo prazo por sociedades de seguros e fundos de pensões e, em menor grau, por fundos de investimento, em linha com a alteração de carteira dos particulares, em benefício dos depósitos bancários. Esta entrada líquida de fundos foi em parte compensada pela amortização antecipada de unidades de titularização.

<sup>3</sup> Para mais detalhes relativos às condições de financiamento da economia portuguesa ver "Capítulo 2 Política Monetária do BCE e Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa", deste Relatório.

<sup>4</sup> Sistema Europeu de Pagamentos em Tempo Real para o Euro, ou seja, sistema de pagamentos e recebimentos efetuados pelo Banco de Portugal com os bancos centrais pertencentes ao SEBC.

<sup>5</sup> Do ponto de vista do registo na balança financeira e na posição de investimento internacional, o recurso dos bancos ao financiamento junto do Eurosistema traduz-se num aumento dos passivos de outro investimento das autoridades monetárias associados a passivos intra-sistema *Target*.

## Quadro 7.2

### BALANÇA FINANCEIRA | EM PORCENTAGEM DO PIB

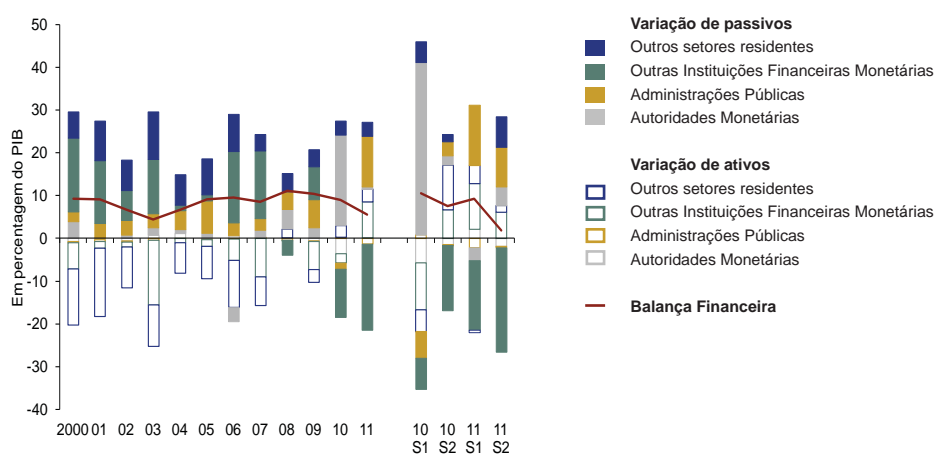
	Jan-Jun 2010			Jul-Dez 2010			Jan-Jun 2011			Jul-Dez 2011			Jan-Dez 2010			Jan-Dez 2011		
	Pass.	Ativos	Líqu.	Pass.	Ativos	Líqu.	Pass.	Ativos	Líqu.	Pass.	Ativos	Líqu.	Pass.	Ativos	Líqu.	Pass.	Ativos	Líqu.
<b>Balança Corrente e de Capital</b>																		
<b>Balança Financeira</b>	<b>13.3</b>	<b>-2.8</b>	<b>10.5</b>	<b>-11.0</b>	<b>-18.6</b>	<b>26.1</b>	<b>7.5</b>	<b>-6.7</b>	<b>-8.3</b>	<b>-13.9</b>	<b>15.7</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.7</b>	<b>11.7</b>	<b>-8.9</b>	<b>-15.3</b>	<b>20.8</b>	<b>-5.2</b>
Investimento Direto	2.2	-2.2	0.0	0.1	8.7	8.8	8.8	8.8	-3.0	7.0	-5.9	1.1	1.2	3.3	4.4	4.4	-5.3	5.5
<i>excluído Zona Franca da Madeira e de St. Maria (Açores)</i>	1.8	-1.7	0.1	0.1	8.2	8.3	2.1	-4.9	-2.8	6.6	-5.5	1.2	1.0	3.3	4.2	4.4	-5.2	-1.0
Investimento de Carteira	-8.5	-11.8	-20.3	0.1	8.9	9.0	8.9	9.0	2.1	-16.1	8.3	-7.8	-4.2	-1.4	-5.6	-16.4	13.6	-2.8
Derivados Financeiros	-18.2	18.6	0.4	-10.7	10.7	0.0	-11.0	11.9	0.8	-10.3	10.0	-0.3	-14.5	14.7	0.2	-10.7	11.0	0.3
Outro Investimento	37.8	-6.6	31.2	-8.0	-1.9	-10.0	9.3	-0.6	8.8	5.6	2.3	7.9	14.8	-4.2	10.5	7.5	0.9	8.3
Ativos de Reserva		-0.8	-0.8			-0.3	-0.3		0.4		1.0	1.0		-0.6	-0.6		0.7	0.7
Por setor institucional residente:																		
<b>Autoridades Monetárias</b>	<b>40.3</b>	<b>-5.6</b>	<b>34.7</b>	<b>-11.0</b>	<b>2.1</b>	<b>-1.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>-1.0</b>	<b>4.3</b>	<b>-1.7</b>	<b>2.5</b>	<b>21.1</b>	<b>-3.5</b>	<b>17.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.2</b>	<b>0.8</b>
Investimento de Carteira	0.0	-5.7	-5.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	0.0	-4.3	-4.3	0.0	-2.8	-2.8	0.0	-1.3	-1.3
Derivados Financeiros	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
Outro Investimento	40.3	0.8	41.2	2.2	-1.1	1.1	1.1	-3.1	-3.1	4.3	1.5	5.8	21.2	-0.1	21.0	0.6	0.8	1.3
Ativos de Reserva		-0.8	-0.8			-0.3	-0.3		0.4		1.0	1.0		-0.6	-0.6		0.7	0.7
<b>Administrações Públicas</b>	<b>-14.9</b>	<b>9.4</b>	<b>-5.5</b>	<b>-18.4</b>	<b>-1.2</b>	<b>4.2</b>	<b>3.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>11.9</b>	<b>5.8</b>	<b>3.2</b>	<b>9.0</b>	<b>-8.0</b>	<b>6.8</b>	<b>-1.2</b>	<b>8.0</b>	<b>2.5</b>	<b>10.4</b>
Investimento Direto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>excluído Zona Franca da Madeira e de St. Maria (Açores)</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	-6.3	0.1	-6.1	3.6	-0.3	3.4	-9.5	0.4	0.0	-8.7	-0.5	-9.2	-1.3	-0.1	-1.4	-9.1	-0.1	-9.2
Derivados Financeiros	-8.6	9.3	0.7	-4.5	4.3	-0.2	-4.0	4.2	0.2	-3.6	3.6	0.0	-6.5	6.8	0.2	-3.8	3.9	0.1
Outro Investimento	0.0	0.0	0.0	-0.4	-0.4	0.2	-0.2	23.6	20.9	18.1	0.1	18.2	-0.2	0.1	-0.1	20.9	-1.4	19.5
<b>Outras Instituições Financeiras Monetárias</b>	<b>-15.0</b>	<b>-3.5</b>	<b>-18.4</b>	<b>-20.2</b>	<b>11.8</b>	<b>-8.5</b>	<b>-8.5</b>	<b>-6.3</b>	<b>-5.5</b>	<b>-29.7</b>	<b>11.5</b>	<b>-18.2</b>	<b>-17.6</b>	<b>4.2</b>	<b>-13.4</b>	<b>-25.6</b>	<b>13.8</b>	<b>-11.8</b>
Investimento Direto	0.0	-0.5	-0.5	0.1	-0.1	-1.5	-1.4	0.1	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	0.1	-1.0	-1.0	0.1	-0.2	-0.1
<i>excluído Zona Franca da Madeira e de St. Maria (Açores)</i>	0.0	-0.5	-0.5	0.1	-0.1	-1.5	-1.4	0.1	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	0.1	-1.0	-1.0	0.1	-0.2	-0.1
Investimento de Carteira	-2.3	-4.6	-6.9	-5.2	4.5	-0.7	-5.6	6.2	0.6	-6.0	7.4	1.4	-3.8	0.0	-3.8	-5.8	6.8	0.9
Derivados Financeiros	-7.6	7.5	-0.2	-5.1	-5.1	5.1	-0.1	-5.3	5.8	-5.4	5.5	0.1	-6.4	6.3	-0.1	-5.4	5.7	0.3
Outro Investimento	-5.0	-5.8	-10.8	-10.1	3.7	-6.3	-10.6	4.1	-6.4	-18.4	-1.2	-19.6	-7.5	-1.0	-8.6	-14.4	1.5	-13.0
<b>Instituições Financeiras não Monetárias</b>	<b>-3.4</b>	<b>-0.5</b>	<b>-3.9</b>	<b>-0.7</b>	<b>5.5</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>-4.7</b>	<b>4.1</b>	<b>-2.5</b>	<b>5.0</b>	<b>2.5</b>	<b>-2.0</b>	<b>2.5</b>	<b>0.5</b>	<b>-3.6</b>	<b>6.9</b>	<b>3.3</b>
Investimento Direto	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.1	-0.6	-0.5	0.3	0.0	0.3	-0.1	0.0	-0.2	0.2	-0.1
<i>excluído Zona Franca da Madeira e de St. Maria (Açores)</i>	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.6	-0.6	0.3	0.0	0.3	-0.1	0.0	-0.2	0.2	-0.1
Investimento de Carteira	-2.7	-0.5	-3.2	-0.3	5.9	5.6	5.6	-4.5	5.0	-2.8	5.3	2.5	-1.5	2.8	1.2	-3.7	7.4	3.7
Derivados Financeiros	-0.5	0.3	-0.2	-0.3	0.5	0.2	-0.3	0.4	0.1	-0.7	0.4	-0.4	-0.4	0.4	0.0	-0.5	0.4	-0.1
Outro Investimento	0.0	-0.4	-0.4	0.0	-0.9	0.0	-0.9	0.0	-0.4	0.7	-0.7	0.1	0.0	-0.7	-0.6	0.4	-0.5	-0.2
<b>Sociedades não Financeiras</b>	<b>6.6</b>	<b>-1.3</b>	<b>5.3</b>	<b>5.3</b>	<b>1.7</b>	<b>5.8</b>	<b>7.5</b>	<b>7.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>8.5</b>	<b>-1.8</b>	<b>6.7</b>	<b>4.1</b>	<b>2.3</b>	<b>6.4</b>	<b>5.6</b>	<b>-2.4</b>	<b>3.2</b>
Investimento Direto	2.5	-1.7	0.8	0.0	10.3	10.3	10.3	1.6	-4.0	6.6	-5.7	0.9	1.3	4.3	5.6	4.1	-4.8	-0.7
<i>excluído Zona Franca da Madeira e de St. Maria (Açores)</i>	2.1	-1.2	0.9	0.0	9.8	9.8	9.8	2.1	-4.2	6.3	-5.2	1.1	1.1	4.3	5.4	4.1	-4.7	-0.5
Investimento de Carteira	2.8	-0.5	2.2	2.0	-1.0	1.0	1.0	3.0	1.2	1.5	0.2	1.7	2.4	-0.8	1.6	2.2	0.7	2.9
Derivados Financeiros	-1.1	1.2	0.1	-0.5	0.6	0.1	-1.1	1.2	0.1	-0.3	0.3	-0.1	-0.8	0.9	0.1	-0.7	0.7	0.0
Outro Investimento	2.5	-0.2	2.2	0.2	-4.0	-3.9	-3.9	-0.7	-1.4	0.8	3.4	4.2	1.3	-2.1	-0.8	0.0	1.0	1.0
<b>Particulares</b>	<b>-0.3</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.7</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.4</b>
Investimento Direto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>excluído Zona Franca da Madeira e de St. Maria (Açores)</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	0.0	-0.7	-0.7	0.0	0.0	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	-0.5	-0.5	0.0	0.1	0.1
Derivados Financeiros	-0.3	0.3	0.0	-0.3	0.3	0.0	-0.3	0.3	0.0	-0.2	0.2	0.0	-0.3	0.0	-0.2	0.0	0.2	0.0
Outro Investimento	0.0	-0.9	-0.9	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.0	-0.8	-0.8	0.0	-0.4	-0.4	0.0	-0.4	-0.4
<b>Erros e Omissões</b>	<b>0.5</b>					<b>-0.8</b>	<b>-0.8</b>		<b>-0.9</b>			<b>0.2</b>			<b>-0.2</b>			<b>-0.3</b>

**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Nota:** Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de ativos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de ativos externos, isto é uma saída de fundos.

Gráfico 7.11

BALANÇA FINANCEIRA | SALDO E VARIAÇÃO DE ATIVOS E PASSIVOS POR SETOR INSTITUCIONAL



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de ativos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de ativos externos, isto é uma saída de fundos. Os valores no outro investimento das autoridades monetárias e das outras Instituições financeiras monetárias encontram-se ajustados de operações de fim de ano de natureza temporária e revertidas nos primeiros dias do ano seguinte, entre estes dois setores. A variação de ativos inclui os derivados financeiros líquidos de passivos.

### **Redução na entrada líquida dos fluxos de fundos com o exterior através das sociedades não financeiras**

Em 2011, o financiamento externo das sociedades não financeiras esteve essencialmente associado a entradas de investimento de carteira. Com efeito, registou-se um aumento dos passivos deste instrumento que resultou, em larga medida, da aquisição por parte de não residentes de papel comercial de uma grande empresa nacional do setor energético na primeira metade do ano. Por outro lado, a ligeira redução observada nos ativos de investimento de carteira contribuiu igualmente para a entrada de fundos neste setor e esteve, na primeira metade de 2011, maioritariamente associada a um desinvestimento em títulos de participação no capital por parte de uma empresa pertencente a um dos principais grupos bancários. Em sentido contrário, *i.e.*, contribuindo para uma saída líquida de fundos do setor das sociedades não financeiras, na primeira metade do ano, destaca-se o aumento dos ativos líquidos de investimento direto, que refletiu a aquisição de capital numa empresa não residente de dimensão relevante. Esta operação envolveu duas empresas do setor das telecomunicações. Na segunda metade do ano, destaca-se a deslocação da sede de uma grande empresa do setor de distribuição com atividade internacional relevante que teve impacto nos fluxos de ativos e passivos de investimento direto deste setor. De referir, também, que os empréstimos concedidos e os títulos adquiridos por não residentes registaram um aumento que resultou da evolução do financiamento às empresas privadas (2.6 por cento do PIB), já que se observou uma virtual estabilização no crédito externo concedido a empresas públicas que não consolidam nas administrações públicas.

### **Diminuição da posição devedora de investimento internacional da economia portuguesa na primeira metade de 2011 em resultado das fortes flutuações de valor dos instrumentos financeiros nos mercados financeiros internacionais, não obstante o défice da balança corrente e de capital**

A posição devedora (líquida) da economia portuguesa face ao resto do mundo registou uma diminuição, situando-se em 103.7 por cento do PIB no final de 2011 (Quadro 7.3 e Gráfico 7.12). Esta redução



### Quadro 7.3

#### POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL

	Milhões de euros			Em percentagem do PIB		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
	Posições em fim-de-período	Variações de Preço	Variações Cambiais	Posições em fim-de-período	Posições em fim-de-período	Posições em fim-de-período
<b>Posição Investimento Internacional</b>	<b>-186,315</b>	<b>-185,149</b>	<b>-1,011</b>	<b>-110,6</b>	<b>-107,2</b>	<b>-103,7</b>
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-32,097	-33,643	-148	-19,0	-19,5	-18,5
Investimento de Carteira	-70,050	-51,311	-44	-41,6	-29,7	-17,3
Derivados Financeiros	-444	-1,131	0	-0,3	-0,7	-1,1
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-94,822	-114,782	-820	-56,3	-66,5	-76,4
Ativos de Reserva	11,096	15,717	2	6,6	9,1	9,6
Por setor institucional residente:						
<b>Autoridades Monetárias</b>	<b>3,822</b>	<b>-24,232</b>	<b>-17</b>	<b>2,3</b>	<b>-14,0</b>	<b>-14,6</b>
Investimento de Carteira	13,589	17,151	24	8,1	9,9	10,5
Derivados Financeiros	3	1	0	0,0	0,0	0,0
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-20,867	-57,101	-43	-12,4	-33,1	-34,7
Ativos de Reserva	11,096	15,717	2	6,6	9,1	9,6
<b>Administrações Públicas</b>	<b>-100,931</b>	<b>-88,014</b>	<b>-428</b>	<b>-59,9</b>	<b>-51,0</b>	<b>-51,3</b>
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-173	-174	0	-0,1	-0,1	-0,1
Investimento de Carteira	-96,403	-83,986	2	-57,2	-48,6	-29,3
Derivados Financeiros	-47	112	0	0,1	0,1	0,2
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-4,308	-3,966	-430	-2,6	-2,3	-22,1
<b>Instituições Financeiras Monetárias</b>	<b>-77,893</b>	<b>-54,739</b>	<b>-402</b>	<b>-46,2</b>	<b>-31,7</b>	<b>-20,6</b>
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	3,001	6,131	-110	1,8	3,6	3,8
Investimento de Carteira	-1,328	6,102	-81	-0,8	3,5	2,5
Derivados Financeiros	-382	-1,146	0	-0,2	-0,7	-1,3
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-79,184	-65,827	-211	-47,0	-38,1	-25,6
<b>Instituições Financeiras não Monetárias</b>	<b>6,053</b>	<b>5,445</b>	<b>-6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,8</b>
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-11,435	-10,630	20	-6,8	-6,2	-6,1
Investimento de Carteira	18,271	15,660	-27	10,8	9,1	3,8
Derivados Financeiros	-1	-103	0	0,0	-0,1	0,0
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-782	517	1	-0,5	0,3	0,5
<b>Sociedades não Financeiras</b>	<b>-36,481</b>	<b>-44,523</b>	<b>-182</b>	<b>-21,6</b>	<b>-25,8</b>	<b>-27,5</b>
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-23,508	-29,047	-46	-14,0	-16,8	-16,2
Investimento de Carteira	-15,798	-18,877	-8	-10,9	-10,9	-11,6
Derivados Financeiros	3	4	0	0,0	0,0	0,0
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	2,821	3,397	-128	1,7	2,0	0,3
<b>Particulares</b>	<b>19,114</b>	<b>20,914</b>	<b>24</b>	<b>11,3</b>	<b>12,1</b>	<b>12,1</b>
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	18	77	-12	0,0	0,0	0,1
Investimento de Carteira	11,620	12,639	46	6,9	7,3	6,8
Derivados Financeiros	-21	1	0	0,0	0,0	0,0
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	7,497	8,197	-9	4,4	4,7	5,2

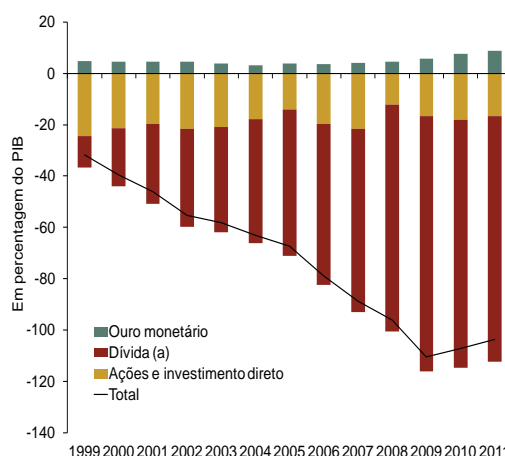
**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através dos Inquéritos ao Investimento Direto. (b) Inclui, em algumas componentes, estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais.

resultou de uma forte desvalorização dos passivos de investimento de carteira, com destaque para a redução do valor dos títulos de dívida pública portuguesa, sobretudo obrigações do Tesouro, refletindo a queda dos respetivos preços no mercado secundário, que coexistiu com um défice da balança corrente e de capital. Em 2011, registou-se uma significativa diminuição da dívida externa líquida dos bancos e uma virtual estabilização da dívida das administrações públicas, que coexistiu com uma significativa alteração na sua estrutura por instrumentos financeiros (Gráfico 7.13).

Gráfico 7.12

## POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL

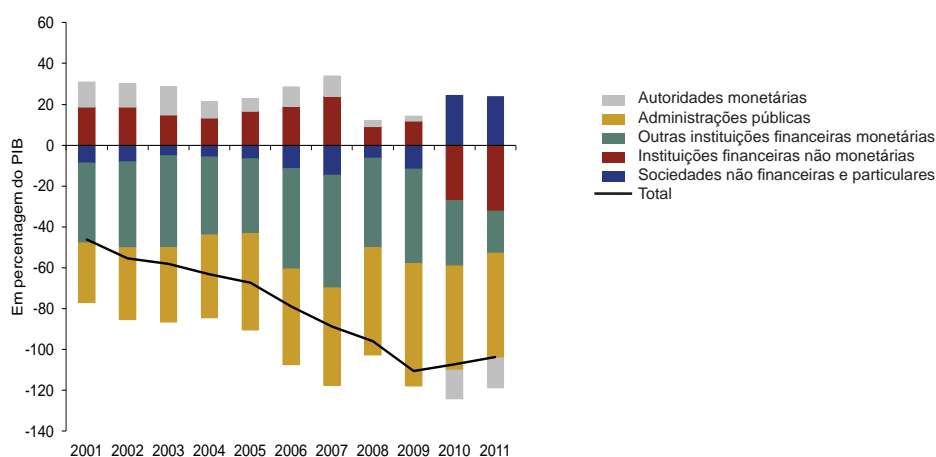


**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas: (a)** Inclui títulos, outro investimento, derivados financeiros, unidades de participação em fundos de investimento, unidades de titularização e outros. Este conceito de dívida difere do publicado no quadro A.3.2, Banco de Portugal, Boletim Estatístico, uma vez que são registados como dívida as unidades de participação em fundos de investimento, as unidades de titularização e os outros títulos de participação. Adicionalmente, o conceito de dívida aqui utilizado não incorpora a diferença entre ativos e passivos de investimento direto sob a forma de outros capitais relativo a disponibilidades e responsabilidades sobre afiliadas e sobre investidores directos. Neste gráfico estes elementos são incluídos em "Ações e investimento direto". Deste modo, este diferente tratamento não altera o valor total da Posição de Investimento Internacional.

Gráfico 7.13

## POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL | POR SETOR INSTITUCIONAL



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

# QUADROS SUPLEMENTARES





## Quadro A.1.1

ECONOMIA MUNDIAL – PRODUTO INTERNO BRUTO   TAXA DE VARIACÃO REAL, EM PORCENTAGEM												
	Peso no PIB mundial em 2011 <sup>(a)</sup>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Economia mundial <sup>(b)</sup>	100.0	2.9	3.7	4.9	4.5	5.2	5.4	2.8	-0.6	5.3	3.9	
Economias avançadas	51.1	1.8	2.0	3.1	2.6	3.0	2.8	0.0	-3.6	3.2	1.6	
EUA	19.1	1.8	2.5	3.5	3.1	2.7	1.9	-0.3	-3.5	3.0	1.7	
Japão	5.6	0.3	1.7	2.3	1.3	1.7	2.2	-1.1	-5.5	4.5	-0.7	
Reino Unido	2.9	2.7	3.5	3.0	2.1	2.6	3.5	-1.1	-4.4	2.1	0.7	
Novas economias industrializadas da Ásia	3.9	5.8	3.2	5.9	4.8	5.8	5.9	1.8	-0.7	8.5	4.0	
Área do euro	14.2	0.9	0.7	2.2	1.7	3.3	3.0	0.4	-4.3	1.9	1.5	
Alemanha	3.9	0.0	-0.4	1.2	0.7	3.7	3.3	1.1	-5.1	3.7	3.0	
França	2.8	0.9	0.9	2.5	1.8	2.5	2.3	-0.1	-2.7	1.5	1.7	
Itália	2.3	0.5	0.0	1.7	0.9	2.2	1.7	-1.2	-5.5	1.8	0.4	
Espanha	1.8	2.7	3.1	3.3	3.6	4.1	3.5	0.9	-3.7	-0.1	0.7	
Países Baixos	0.9	0.1	0.3	2.2	2.0	3.4	3.9	1.8	-3.5	1.7	1.2	
Bélgica	0.5	1.4	0.8	3.3	1.8	2.7	2.9	1.0	-2.8	2.2	1.9	
Grécia	0.4	3.4	5.9	4.4	2.3	5.5	3.0	-0.2	-3.3	-3.5	-6.9	
Áustria	0.4	1.7	0.9	2.6	2.4	3.7	3.7	1.4	-3.8	2.3	3.1	
Portugal	0.3	0.8	-0.9	1.6	0.8	1.4	2.4	0.0	-2.9	1.4	-1.6	
Finlândia	0.2	1.8	2.0	4.1	2.9	4.4	5.3	0.3	-8.4	3.7	2.9	
Irlanda	0.2	5.9	4.2	4.5	5.3	5.3	5.2	-3.0	-7.0	-0.4	0.7	
Eslováquia	0.2	4.6	4.8	5.1	6.7	8.3	10.5	5.8	-4.9	4.2	3.3	
Eslovênia	0.1	3.8	2.9	4.4	4.0	5.8	6.9	3.6	-8.0	1.4	-0.2	
Luxemburgo	0.1	4.1	1.5	4.4	5.4	5.0	6.6	0.8	-5.3	2.7	1.6	
Chipre	0.0	2.1	1.9	4.2	3.9	4.1	5.1	3.6	-1.9	1.1	0.5	
Malta	0.0	2.8	0.1	-0.5	3.7	2.9	4.3	4.1	-2.7	2.3	2.1	
Estónia	0.0	6.6	7.8	6.3	8.9	10.1	7.5	-3.7	-14.3	2.3	7.6	
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	48.9	4.7	6.3	7.5	7.3	8.2	8.7	6.0	2.8	7.5	6.2	
Países asiáticos em desenvolvimento	25.1	6.8	8.1	8.5	9.5	10.3	11.4	7.8	7.1	9.7	7.8	
China	14.3	9.1	10.0	10.1	11.3	12.7	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	
América Latina	8.7	0.3	2.1	6.0	4.7	5.7	5.8	4.2	-1.6	6.2	4.5	
Brasil	2.9	2.7	1.1	5.7	3.2	4.0	6.1	5.2	-0.3	7.5	2.7	
Comunidade de Estados Independentes	4.3	5.2	7.7	8.2	6.7	8.8	9.0	5.4	-6.4	4.8	4.9	
Europa Central e de Leste	3.5	4.3	4.8	7.3	5.9	6.4	5.4	3.2	-3.6	4.5	5.3	
África Subariana	2.5	7.2	4.8	7.1	6.2	6.4	7.1	5.6	2.8	5.3	5.1	
Médio Oriente e Norte de África	4.9	3.8	7.5	6.2	5.6	6.1	5.6	4.7	2.7	4.9	3.5	
Por memória:												
União Europeia (UE27)	20.1	1.3	1.4	2.5	2.0	3.3	3.2	0.3	-4.3	2.0	1.5	

**Fontes:** Eurostat, FMI, INE e Thomson Reuters.

**Notas:** (a) Com base no PIB avaliado em paridades de poder de compra. (b) Detalhes sobre os grupos de países e a forma de agregação podem ser obtidos em [www.imf.org](http://www.imf.org).

## Quadro A.1.2

ECONOMIA MUNDIAL – ÍNDICE DE PREÇOS NO CONSUMIDOR   TAXA DE VARIAÇÃO, EM PORCENTAGEM												
	Peso no PIB mundial em 2011 <sup>(a)</sup>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Economia mundial <sup>(b)</sup>	100.0	3.5	3.7	3.6	3.7	3.7	4.0	6.0	2.5	3.7	4.8	
Economias avançadas	51.1	1.5	1.9	2.0	2.3	2.4	2.2	3.4	0.1	1.5	2.7	
EUA	19.1	1.6	2.3	2.7	3.4	3.2	2.9	3.8	-0.4	1.6	3.2	
Japão	5.6	-1.0	-0.2	0.0	-0.3	0.3	0.0	1.4	-1.4	-0.7	-0.3	
Reino Unido <sup>(c)</sup>	2.9	1.3	1.4	1.3	2.0	2.3	2.3	3.6	2.1	3.3	4.5	
Novas economias industrializadas da Ásia	3.9	1.0	1.5	2.4	2.2	1.6	2.2	4.5	1.3	2.3	3.6	
Área do euro <sup>(d)</sup>	14.2	2.3	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	3.3	0.3	1.6	2.7	
Alemanha	3.9	1.4	1.0	1.8	1.9	1.8	2.3	2.8	0.2	1.2	2.5	
França	2.8	1.9	2.2	2.3	1.9	1.9	1.6	3.2	0.1	1.7	2.3	
Itália	2.3	2.6	2.8	2.3	2.2	2.2	2.0	3.5	0.8	1.6	2.9	
Espanha	1.8	3.6	3.1	3.1	3.4	3.6	2.8	4.1	-0.2	2.0	3.1	
Países Baixos	0.9	3.9	2.2	1.4	1.5	1.7	1.6	2.2	1.0	0.9	2.5	
Bélgica	0.5	1.6	1.5	1.9	2.5	2.3	1.8	4.5	0.0	2.3	3.5	
Grécia	0.4	3.9	3.4	3.0	3.5	3.3	3.0	4.2	1.3	4.7	3.1	
Áustria	0.4	1.7	1.3	2.0	2.1	1.7	2.2	3.2	0.4	1.7	3.6	
Portugal	0.3	3.7	3.3	2.5	2.1	3.0	2.4	2.7	-0.9	1.4	3.6	
Finlândia	0.2	2.0	1.3	0.1	0.8	1.3	1.6	3.9	1.6	1.7	3.3	
Irlanda	0.2	4.7	4.0	2.3	2.2	2.7	2.9	3.1	-1.7	-1.6	1.2	
Eslováquia	0.2	3.5	8.4	7.5	2.8	4.3	1.9	3.9	0.9	0.7	4.1	
Eslovénia	0.1	7.5	5.7	3.7	2.5	2.5	3.8	5.5	0.9	2.1	2.1	
Luxemburgo	0.1	2.1	2.5	3.2	3.8	3.0	2.7	4.1	0.0	2.8	3.7	
Chipre	0.0	2.8	4.0	1.9	2.0	2.2	2.2	4.4	0.2	2.6	3.5	
Malta	0.0	2.6	1.9	2.7	2.5	2.6	0.7	4.7	1.8	2.0	2.4	
Estónia	0.0	3.6	1.4	3.0	4.1	4.4	6.7	10.6	0.2	2.7	5.1	
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	48.9	6.8	6.6	5.9	5.7	5.6	6.5	9.2	5.2	6.1	7.1	
Países asiáticos em desenvolvimento	25.1	2.2	2.6	4.1	3.7	4.2	5.4	7.4	3.0	5.7	6.5	
China	14.3	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	
América Latina	8.7	8.5	10.3	6.6	6.3	5.3	5.4	7.9	6.0	6.0	6.6	
Brasil	2.9	8.5	14.7	6.6	6.9	4.2	3.6	5.7	4.9	5.0	6.6	
Comunidade de Estados Independentes	4.3	14.0	12.3	10.4	12.1	9.4	9.7	15.6	11.2	7.2	10.1	
Europa Central e de Leste	3.5	18.3	10.9	6.6	5.9	5.9	6.0	8.1	4.7	5.3	5.3	
África Subsariana	2.5	11.0	10.8	7.6	8.9	6.9	6.9	11.7	10.6	7.4	8.2	
Médio Oriente e Norte de África	4.9	4.9	5.5	6.6	5.6	7.6	10.1	13.6	6.6	6.9	9.6	
Por memória:												
União Europeia (UE27) <sup>(d)</sup>	20.1	2.5	2.1	2.3	2.3	2.3	2.4	3.7	1.0	2.1	3.1	

**Fontes:** Eurostat, FMI, INE e Thomson Reuters.

**Notas:** (a) Com base no PIB avaliado em paridades de poder de compra. (b) Detalhes sobre os grupos de países e a forma de agregação podem ser obtidos em [www.imf.org](http://www.imf.org). (c) Índice Harmonizado de Preços no Consumidor.

### Quadro A.1.3

ECONOMIA MUNDIAL – BALANÇA CORRENTE   EM PORCENTAGEM DO PIB												
	Peso no PIB mundial em 2011 <sup>(a)</sup>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Economia mundial <sup>(b)</sup>	51.1	-0.8	-0.7	-0.6	-1.1	-1.2	-0.8	-1.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Economias avançadas	19.1	-4.3	-4.7	-5.3	-5.9	-6.0	-5.1	-4.7	-2.7	-3.2	-3.1	-3.1
EUA	5.6	2.8	3.2	3.7	3.6	3.9	4.8	3.2	2.8	3.6	2.0	2.0
Japão	2.9	-1.7	-1.6	-2.1	-2.6	-3.2	-2.5	-1.4	-1.5	-3.3	-1.9	-1.9
Reino Unido	3.9	5.1	7.0	6.5	5.5	5.9	7.0	5.0	7.7	7.2	6.5	6.5
Novas economias industrializadas da Ásia	14.2	0.7	0.5	1.2	0.5	0.5	0.4	-0.7	0.1	0.3	0.3	0.3
Área do euro <sup>(c)</sup>	3.9	2.0	1.9	4.7	5.1	6.3	7.5	6.2	5.9	6.1	5.7	5.7
Alemanha	2.8	1.2	0.7	0.5	-0.5	-0.6	-1.0	-1.7	-1.5	-1.7	-2.2	-2.2
França	2.3	-0.4	-0.8	-0.3	-0.8	-1.5	-1.2	-2.9	-2.1	-3.5	-3.2	-3.2
Itália	1.8	-3.3	-3.5	-5.3	-7.4	-9.0	-10.0	-9.6	-5.2	-4.6	-3.7	-3.7
Espanha	0.9	2.6	5.5	7.6	7.4	9.3	6.7	4.3	4.2	6.6	7.5	7.5
Países Baixos	0.5	4.5	3.4	3.2	2.0	1.9	1.6	-1.6	-1.7	1.5	-0.1	-0.1
Bélgica	0.4	-6.5	-6.6	-5.9	-7.4	-11.2	-14.4	-14.7	-11.0	-10.0	-9.7	-9.7
Grécia	0.4	2.7	1.7	2.2	2.2	2.8	3.5	4.9	2.7	3.0	1.2	1.2
Áustria	0.3	-6.8	-4.6	-6.9	-9.2	-9.9	-8.9	-11.1	-10.1	-8.9	-5.2	-5.2
Portugal <sup>(d)</sup>	0.2	8.5	4.8	6.2	3.4	4.2	4.3	2.6	1.8	1.4	-0.7	-0.7
Finlândia	0.2	-1.0	0.0	-0.6	-3.5	-3.5	-5.3	-5.7	-2.9	0.5	0.1	0.1
Irlanda	0.2	-7.9	-5.9	-7.8	-8.5	-7.8	-5.3	-6.6	-3.2	-3.5	0.1	0.1
Eslóvaquia	0.1	1.1	-0.8	-2.6	-1.7	-2.5	-4.8	-6.9	-1.3	-0.8	-1.1	-1.1
Eslóvenia	0.1	10.5	8.1	11.9	11.5	10.4	10.1	5.1	6.5	7.7	6.9	6.9
Luxemburgo	0.0	-3.8	-2.3	-5.0	-5.9	-7.0	-11.8	-15.6	-10.7	-9.9	-8.5	-8.5
Chipre	0.0	2.4	-3.0	-5.9	-8.7	-10.0	-5.3	-5.3	-8.3	-6.4	-3.2	-3.2
Malta	0.0	-10.6	-11.3	-11.3	-10.0	-15.3	-15.9	-9.7	3.7	3.6	3.2	3.2
Estónia	48.9	1.2	1.9	2.4	3.8	5.0	4.0	3.5	1.6	1.9	1.9	1.9
Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento	25.1	2.5	2.8	2.6	3.4	5.6	6.6	5.5	3.8	3.2	1.8	1.8
Países asiáticos em desenvolvimento	14.3	2.4	2.8	3.6	5.9	8.6	10.1	9.1	5.2	5.1	2.8	2.8
China	8.7	-0.9	0.5	1.0	1.3	1.6	0.4	-0.7	-0.6	-1.1	-1.2	-1.2
América Latina	2.9	-1.5	0.8	1.8	1.6	1.3	0.1	-1.7	-1.5	-2.2	-2.1	-2.1
Brasil	4.3	6.5	6.2	8.2	8.7	7.4	4.2	5.0	2.5	3.7	4.6	4.6
Comunidade de Estados Independentes	3.5	-3.0	-4.1	-5.6	-5.2	-6.8	-8.3	-8.3	-3.1	-4.7	-6.0	-6.0
Europa Central e de Leste	2.5	-3.7	-2.8	-1.5	-0.1	4.3	1.5	0.1	-3.1	-2.4	-1.8	-1.8
África Subsariana	4.9	4.0	6.7	9.6	16.0	18.1	14.6	15.2	2.5	7.8	13.2	13.2
Médio Oriente e Norte de África												
Por memória:												
União Europeia (UE27) <sup>(c)</sup>	20.1	0.2	0.2	0.5	0.0	-0.2	-0.4	-1.0	-0.1	-0.2	0.1	0.1

**Fontes:** Eurostat, FMI, INE, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Com base no PIB avaliado em paridades de poder de compra. (b) Detalhes sobre os grupos de países e forma de agregação podem ser obtidos em [www.imf.org](http://www.imf.org). (c) Saldo ajustado das discrepâncias no comércio intra área. (d) Saldo conjunto das balanças corrente e de capital.

## Quadro A.1.4

ECONOMIAS AVANÇADAS – TAXA DE DESEMPREGO   EM PORCENTAGEM												
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		
Economias avançadas <sup>(a)</sup>	6.5	6.7	6.5	6.3	5.8	5.4	5.8	8.0	8.3	7.9		
EUA	5.8	6.0	5.5	5.1	4.6	4.6	5.8	9.3	9.6	8.9		
Japão	5.4	5.2	4.7	4.4	4.1	3.8	4.0	5.1	5.0	4.6		
Reino Unido	5.0	4.8	4.7	5.1	5.5	5.2	6.6	7.8	7.9	8.4		
Novas economias industrializadas da Ásia	4.2	4.4	4.2	4.0	3.7	3.4	3.4	4.3	4.1	3.6		
Área do euro	8.5	9.0	9.3	9.2	8.5	7.6	7.6	9.6	10.1	10.2		
Alemanha	8.7	9.8	10.5	11.3	10.3	8.7	7.5	7.8	7.1	5.9		
França	8.3	8.9	9.3	9.3	9.2	8.4	7.8	9.5	9.8	9.7		
Itália	8.5	8.4	8.0	7.7	6.8	6.1	6.7	7.8	8.4	8.4		
Espanha	11.4	11.4	10.9	9.2	8.5	8.3	11.3	18.0	20.1	21.7		
Países Baixos	3.1	4.2	5.1	5.3	4.4	3.6	3.1	3.7	4.5	4.4		
Bélgica	7.5	8.2	8.4	8.5	8.3	7.5	7.0	7.9	8.3	7.2		
Grécia	10.3	9.7	10.5	9.9	8.9	8.3	7.7	9.5	12.6	17.7		
Áustria	4.2	4.3	4.9	5.2	4.8	4.4	3.8	4.8	4.4	4.2		
Portugal	5.7	7.1	7.5	8.6	8.6	8.9	8.5	10.6	12.0	12.9		
Finlândia	9.1	9.0	8.8	8.4	7.7	6.9	6.4	8.2	8.4	7.8		
Irlanda	4.5	4.6	4.5	4.4	4.5	4.6	6.3	11.9	13.7	14.4		
Eslováquia	18.7	17.6	18.2	16.3	13.4	11.1	9.5	12.0	14.4	13.5		
Eslovénia	6.3	6.7	6.3	6.5	6.0	4.9	4.4	5.9	7.3	8.2		
Luxemburgo	2.6	3.8	5.0	4.6	4.6	4.2	4.9	5.1	4.6	4.8		
Chipre	3.5	4.1	4.6	5.3	4.6	3.9	3.7	5.3	6.2	7.8		
Malta	7.4	7.7	7.2	7.3	6.9	6.5	6.0	6.9	6.9	6.5		
Estónia	10.3	10.0	9.7	7.9	5.9	4.7	5.5	13.8	16.9	12.5		
Por memória:												
União Europeia (UE27)	8.9	9.1	9.2	9.0	8.3	7.2	7.1	9.0	9.7	9.7		

**Fontes:** Eurostat, FMI, INE e Thomson Reuters.

**Notas:** (a) Detalhes sobre os grupos de países e forma de agregação podem ser consultados em [www.imf.org](http://www.imf.org).



## Quadro A.1.5

ECONOMIAS AVANÇADAS – INDICADORES DE FINANÇAS PÚBLICAS   EM PORCENTAGEM DO PIB											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
<b>Saldo Orçamental</b>											
Economias avançadas <sup>(a)</sup>	-3.5	-4.0	-3.4	-2.3	-1.4	-1.1	-3.5	-8.8	-7.6	-6.5	
EUA	-3.9	-4.9	-4.4	-3.2	-2.0	-2.7	-6.7	-13.0	-10.5	-9.6	
Japão	-7.7	-7.8	-5.9	-3.4	-3.7	-2.1	-4.1	-10.4	-9.4	-10.1	
Reino Unido	-2.1	-3.4	-3.5	-3.4	-2.7	-2.7	-5.0	-11.5	-10.2	-8.3	
Novas economias industrializadas da Ásia	0.6	0.2	-0.5	0.9	1.4	3.1	1.0	-1.1	1.1	1.6	
Área do euro	-2.6	-3.1	-2.9	-2.5	-1.3	-0.7	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1	
Alemanha	-3.8	-4.2	-3.8	-2.9	-1.6	0.2	-0.1	-3.2	-4.3	-1.0	
França	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.1	-5.2	
Itália	-3.1	-3.6	-3.5	-4.4	-3.4	-1.6	-2.7	-5.4	-4.6	-3.9	
Espanha	-0.2	-0.3	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.3	-8.5	
Países Baixos	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.2	0.5	-5.6	-5.1	-4.7	
Bélgica	-0.1	-0.1	-0.3	-2.7	-0.1	-0.3	-1.0	-5.6	-3.8	-3.7	
Grécia	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.6	-10.3	-9.1	
Áustria	-0.7	-1.5	-4.4	-1.7	-1.5	-0.9	-0.9	-4.1	-4.5	-2.6	
Portugal	-2.9	-3.0	-3.4	-5.9	-4.1	-3.1	-3.6	-10.2	-9.8	-4.2	
Finlândia	4.1	2.6	2.5	2.8	4.1	5.3	4.3	-2.5	-2.5	-0.5	
Irlanda	-0.4	0.4	1.4	1.7	2.9	0.1	-7.3	-14.0	-31.2	-13.1	
Eslováquia	-8.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.2	-1.8	-2.1	-8.0	-7.7	-4.8	
Eslovénia	-2.4	-2.7	-2.3	-1.5	-1.4	0.0	-1.9	-6.1	-6.0	-6.4	
Luxemburgo	2.1	0.5	-1.1	0.0	1.4	3.7	3.0	-0.8	-0.9	-0.6	
Chipre	-4.4	-6.6	-4.1	-2.4	-1.2	3.5	0.9	-6.1	-5.3	-6.3	
Malta	-5.8	-9.2	-4.7	-2.9	-4.6	-2.4	-4.6	-3.8	-3.7	-2.7	
Estónia	0.3	1.7	1.6	1.6	2.5	2.4	-2.9	-2.0	0.2	1.0	
<i>Por memória:</i>											
União Europeia (UE27)	-2.6	-3.2	-2.9	-2.4	-1.5	-0.9	-2.4	-6.9	-6.5	-4.5	
<b>Dívida Bruta</b>											
Economias avançadas <sup>(a)</sup>	73.5	75.6	79.7	79.3	76.7	74.0	81.0	94.7	100.7	104.8	
EUA	57.1	60.4	68.3	67.9	66.6	67.2	76.1	89.9	98.5	102.9	
Japão	164.0	169.6	180.7	186.4	186.0	183.0	191.8	210.2	215.3	229.8	
Reino Unido	37.5	39.0	40.9	42.5	43.4	44.4	54.8	69.6	79.6	85.7	
Novas economias industrializadas da Ásia	29.2	31.7	34.1	36.3	37.0	37.0	38.4	43.0	43.1	44.0	
Área do euro	67.9	69.1	69.5	70.1	68.5	66.3	70.1	79.9	85.3	87.2	
Alemanha	60.7	64.4	66.3	68.6	68.1	65.2	66.7	74.4	83.0	81.2	
França	58.8	62.9	64.9	66.4	63.7	64.2	68.2	79.2	82.3	85.8	
Itália	105.1	103.9	103.4	105.4	106.1	103.1	105.7	116.0	118.6	120.1	
Espanha	52.6	48.8	46.3	43.1	39.6	36.2	40.2	53.9	61.2	68.5	
Países Baixos	50.5	52.0	52.4	51.8	47.4	45.3	58.5	60.8	62.9	65.2	
Bélgica	103.4	98.4	94.0	92.0	88.0	84.1	89.3	95.8	96.0	98.0	
Grécia	101.7	97.4	98.6	100.0	106.1	107.4	113.0	129.4	145.0	165.3	
Áustria	66.2	65.3	64.7	64.2	62.3	60.2	63.8	69.5	71.9	72.2	
Portugal	53.8	55.9	57.6	62.8	63.9	68.3	71.6	83.1	93.3	107.8	
Finlândia	41.5	44.5	44.4	41.7	39.6	35.2	33.9	43.5	48.4	48.6	
Irlanda	31.9	30.7	29.4	27.2	24.7	24.8	44.2	65.1	92.5	108.2	
Eslováquia	43.4	42.4	41.5	34.2	30.5	29.6	27.9	35.6	41.1	43.3	
Eslovénia	27.8	27.2	27.3	26.7	26.4	23.1	21.9	35.3	38.8	47.6	
Luxemburgo	6.3	6.1	6.3	6.1	6.7	6.7	13.7	14.8	19.1	18.2	
Chipre	65.1	69.7	70.9	69.4	64.7	58.8	48.9	58.5	61.5	71.6	
Malta	59.1	67.6	71.7	69.7	64.1	62.1	62.3	68.1	69.4	72.0	
Estónia	5.7	5.6	5.0	4.6	4.4	3.7	4.5	7.2	6.7	6.0	
<i>Por memória:</i>											
União Europeia (UE27)	60.4	61.9	62.3	62.8	61.5	59.0	62.5	74.8	80.0	82.5	

**Fontes:** Eurostat, FMI e INE.

**Nota:** (a) Detalhes sobre os grupos de países e forma de agregação podem ser obtidos em [www.imf.org](http://www.imf.org).

## Quadro A.2.1

TAXAS DE JURO OFICIAIS DO BANCO CENTRAL EUROPEU   EM PORCENTAGEM					
Data de anúncio da alteração	Operações principais de refinanciamento	Facilidade permanente de cedência de liquidez	Facilidade permanente de depósito	Alteração da taxa das operações principais de refinanciamento (p.b.)	
2000					
03-Fev	3,25	4,25	2,25	25	
16-Mar	3,50	4,50	2,50	25	
27-Abr	3,75	4,75	2,75	25	
08-Jun <sup>(a)</sup>	4,25	5,25	3,25	50	
31-Ago	4,50	5,50	3,50	25	
05-Out	4,75	5,75	3,75	25	
2001					
10-Mai	4,50	5,50	3,50	-25	
30-Ago	4,25	5,25	3,25	-25	
17-Set	3,75	4,75	2,75	-50	
08-Nov	3,25	4,25	2,25	-50	
2002					
05-Dez	2,75	3,75	1,75	-50	
2003					
06-Mar	2,50	3,50	1,50	-25	
05-Jun	2,00	3,00	1,00	-50	
2005					
01-Dez	2,25	3,25	1,25	25	
2006					
02-Mar	2,50	3,50	1,50	25	
08-Jun	2,75	3,75	1,75	25	
03-Ago	3,00	4,00	2,00	25	
05-Out	3,25	4,25	2,25	25	
07-Dez	3,50	4,50	2,50	25	
2007					
08-Mar	3,75	4,75	2,75	25	
06-Jun	4,00	5,00	3,00	25	
2008					
03-Jul	4,25	5,25	3,25	25	
08-Out <sup>(b)</sup>	3,75	4,25	3,25	-50	
06-Nov	3,25	3,75	2,75	-50	
04-Dez	2,50	3,00	2,00	-75	
2009					
15-Jan	2,00	3,00	1,00	-50	
05-Mar	1,50	2,50	0,50	-50	
02-Abr	1,25	2,25	0,25	-25	
07-Mai	1,00	1,75	0,25	-25	
2011					
07-Abr	1,25	2,00	0,50	25	
07-Jul	1,50	2,25	0,75	25	
03-Nov	1,25	2,00	0,50	-25	
08-Dez	1,00	1,75	0,25	-25	

Fonte: BCE.

Notas: (a) A partir desta data, nas operações principais de refinanciamento a taxa de juro é a taxa mínima das propostas nos leilões de taxa variável. (b) A partir desta data, a taxa de juro nas operações principais de refinanciamento é fixa.

## Quadro A.2.2

### CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Taxas de juro (valores médios)									
Euribor a 3 meses	2.3	2.1	2.2	3.1	4.3	4.6	1.2	0.8	1.4
Taxa de rentabilidade de Obrigações do Tesouro emitidas a taxa fixa com maturidade de 10 anos	4.2	4.1	3.4	3.9	4.4	4.5	4.2	5.4	10.2
Taxas de juro dos saldos dos empréstimos a sociedades não financeiras	4.6	4.4	4.3	4.9	5.8	6.3	4.2	3.4	4.5
Taxas de juro dos saldos dos empréstimos a particulares para habitação	4.3	3.8	3.7	4.3	5.1	5.7	3.3	1.9	2.5
Taxas de juro dos saldos dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins	7.9	7.8	7.7	8.0	8.6	9.0	8.0	7.6	8.3
Bolsa									
PSI Geral (variação percentual dos valores em final de período)	17.4	18.0	17.2	33.3	18.3	-49.7	40.0	-6.2	-20.4
Taxas de câmbio (variação percentual dos valores médios)									
Índice cambial efetivo nominal <sup>(a)</sup>	2.8	0.8	-0.3	0.0	0.7	0.9	0.4	-1.5	-0.1
Taxa de câmbio EUR/USD	19.6	10.0	0.0	0.9	9.2	7.3	-5.2	-5.0	5.0
Empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes ao setor privado não financeiro (taxa de crescimento anual em final de período) <sup>(b)</sup>									
Particulares	6.4	6.1	7.7	8.7	9.9	7.2	2.2	1.6	-2.0
Para aquisição de habitação	9.6	9.2	9.8	9.9	9.0	4.6	2.3	2.0	-2.2
Para consumo	11.8	10.5	11.1	9.9	8.5	4.3	2.6	2.4	-1.6
Sociedades não financeiras	6.8	0.3	1.9	10.1	13.7	8.9	1.7	0.6	-5.7
Por memória:	2.7	2.5	5.0	7.1	11.2	9.9	1.8	1.0	-1.6
Taxa de variação média anual do IPC	3.3	2.4	2.3	3.1	2.5	2.6	-0.9	1.4	3.7

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

**Notas:** (a) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice. (b) As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos a residentes concedidos por bancos residentes, em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao ativo e de reavaliações cambiais e de preço. Quando relevante, os valores são adicionalmente ajustados do efeito de vendas de carteiras de crédito bem como de outras operações de montante significativo sem impacto no efetivo financiamento dos setores.

### Quadro A.2.3

EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS POR OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS MONETÁRIAS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS <sup>(a)</sup>   DESAGREGAÇÃO SETORIAL <sup>(b)</sup> , TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL EM FIM DE PERÍODO						
	Peso no total 2010	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>11.2</b>	<b>9.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.6</b>
<b>Por setor de atividade :</b>						
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	1.8	17.6	23.4	5.6	6.1	-1.1
Indústrias extrativas	0.4	4.6	9.4	1.4	-3.8	-2.9
Indústrias transformadoras	13.0	10.6	9.2	3.2	1.0	-2.0
Eleticidade, gás, vapor, água, gestão de resíduos e despoluição	4.2	11.8	49.6	9.6	9.3	0.3
Construção	21.0	10.8	3.1	0.7	-5.8	-3.8
Comércio por grosso e a retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos	13.3	4.8	4.2	-2.6	1.4	-5.3
Transportes e armazenagem	6.4	9.9	20.8	5.0	11.8	5.1
Alojamento, restauração e similares	5.0	21.0	12.9	11.2	16.6	-3.7
Atividades de informação e de comunicação	1.2	11.2	10.3	6.1	19.4	2.5
Atividades das sgps não financeiras	9.7	21.5	15.5	2.3	7.9	0.4
Atividades imobiliárias	13.9	15.0	13.8	1.4	-5.1	-0.8
Atividades de consultoria técnicas e administrativas	6.3	3.5	8.7	-7.4	-1.9	-4.1
Educação, saúde e outras atividades de serviços sociais e pessoais	3.9	11.0	13.7	15.7	5.0	0.9
Outras atividades de serviços	0.1	110.7	149.7	96.1	870.7	378.8

**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** **(a)** As taxas de variação são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de período e transações calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações. São igualmente ajustados de operações de titularização e corrigidos de abatimentos ao ativo e reavaliações cambiais e de preço. Os valores são adicionalmente ajustados do efeito da venda de carteiras de crédito, bem como de outras operações de montante significativo sem impacto no efetivo financiamento das referidas entidades. **(b)** A afetação dos empréstimos por setor de atividade é estimada com base na estrutura da Central de Responsabilidades de Crédito.

# Quadro A.3.1

## CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS | CONTABILIDADE NACIONAL, EM MILHÕES DE EUROS

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>RECEITAS TOTAIS</b>	<b>48 765</b>	<b>51 562</b>	<b>55 702</b>	<b>58 732</b>	<b>61 789</b>	<b>61 820</b>	<b>65 293</b>	<b>69 674</b>	<b>70 697</b>	<b>66 707</b>	<b>71 506</b>	<b>76 369</b>
<b>Receitas correntes</b>	<b>47 583</b>	<b>49 667</b>	<b>53 500</b>	<b>55 250</b>	<b>56 937</b>	<b>59 769</b>	<b>63 935</b>	<b>68 356</b>	<b>69 447</b>	<b>65 461</b>	<b>66 853</b>	<b>68 852</b>
Recargas fiscais	42 032	44 163	47 476	49 170	50 037	53 402	56 762	60 260	61 361	57 664	59 474	61 272
Impostos sobre o rendimento e património	12 086	12 202	12 651	12 035	12 401	12 662	13 852	16 084	16 644	15 146	15 189	16 887
Impostos sobre as famílias	6 989	7 470	7 619	7 839	7 748	8 197	8 778	9 626	9 964	10 059	10 044	11 053
Impostos sobre as empresas	5 097	4 732	5 032	4 196	4 653	4 466	5 074	6 459	6 680	5 088	5 145	5 835
Impostos sobre a produção e a importação dos quais:	16 490	17 472	19 204	20 455	20 402	22 384	23 902	24 527	24 214	21 487	23 154	23 327
Imposto sobre o Valor Acrescentado	8 723	9 144	10 576	11 665	11 342	12 783	13 514	14 064	14 173	11 740	13 241	13 869
Imposto sobre Produtos Petrolíferos	2 011	2 456	2 922	3 105	3 125	3 134	3 187	3 328	3 191	3 108	3 077	2 954
Imposto sobre Veículos	1 233	1 193	1 150	985	1 121	1 173	1 166	1 187	918	693	809	627
Contribuições sociais	13 456	14 490	15 620	16 679	17 234	18 356	19 008	19 648	20 503	21 031	21 130	21 058
Efetivas	10 168	11 107	11 743	12 366	12 344	12 994	13 552	14 423	15 138	15 204	15 579	16 100
Subsistema Segurança Social	8 871	9 664	10 230	10 543	10 510	11 143	11 725	12 449	13 109	13 201	13 566	14 051
Subsistema Caixa Geral de Aposentações	1 298	1 442	1 513	1 822	1 834	1 851	1 827	1 974	2 029	2 003	2 013	2 050
Imputadas	3 288	3 383	3 877	4 313	4 890	5 363	5 456	5 225	5 365	5 827	5 551	4 957
Vendas de bens e serviços	3 510	3 466	3 598	3 558	3 697	3 892	3 873	4 052	4 171	4 069	4 125	4 271
Outras receitas correntes	2 042	2 038	2 426	2 522	3 203	2 475	3 301	4 045	3 915	3 728	3 255	3 309
<b>Receitas de capital</b>	<b>1 182</b>	<b>1 895</b>	<b>2 202</b>	<b>3 482</b>	<b>4 853</b>	<b>2 051</b>	<b>1 357</b>	<b>1 318</b>	<b>1 250</b>	<b>1 246</b>	<b>4 653</b>	<b>7 517</b>
Impostos de capital	103	91	105	105	27	69	23	10	8	0	85	1
Transferências da União Europeia	1 023	1 564	1 822	1 666	1 354	1 852	1 304	1 249	1 096	1 107	1 675	1 149
Outras transferências de capital	55	240	275	1 711	3 472	130	31	59	146	139	2 893	6 368
<b>DESPESAS TOTAIS</b>	<b>52 926</b>	<b>57 963</b>	<b>60 459</b>	<b>64 007</b>	<b>67 778</b>	<b>71 890</b>	<b>72 701</b>	<b>75 006</b>	<b>76 933</b>	<b>83 810</b>	<b>88 456</b>	<b>83 632</b>
<b>Despesas correntes</b>	<b>47 077</b>	<b>50 706</b>	<b>54 264</b>	<b>57 313</b>	<b>60 513</b>	<b>64 778</b>	<b>67 069</b>	<b>69 406</b>	<b>71 632</b>	<b>77 123</b>	<b>78 704</b>	<b>77 232</b>
Despesas com pessoal	17 478	18 645	19 935	19 579	20 328	21 523	21 009	20 473	20 677	21 386	21 093	19 370
Consumo intermédio	5 733	6 108	6 247	5 864	6 311	6 973	6 987	7 380	7 637	8 390	8 745	7 862
Juros da dívida	3 728	3 918	3 913	3 797	3 873	3 935	4 455	4 978	5 188	4 775	4 936	6 622
Transferências correntes	20 137	22 035	24 168	28 072	29 999	32 346	34 618	36 575	38 130	42 573	43 930	43 378
para as famílias	16 584	18 076	19 711	23 462	25 337	27 415	29 306	31 311	33 184	37 008	37 830	37 844
em dinheiro	14 302	15 526	16 990	19 082	20 571	22 209	23 399	24 638	25 992	28 659	29 357	29 773
em espécie	2 282	2 550	2 721	4 381	4 766	5 205	5 908	6 673	7 193	8 348	8 472	8 071
para as empresas (subsídios)	1 530	1 659	1 564	1 747	1 369	1 447	1 448	1 349	1 168	1 271	1 193	1 183
outras transferências	2 023	2 300	2 893	2 863	3 294	3 485	3 864	3 915	3 778	4 294	4 907	4 350
<b>Despesas de capital</b>	<b>5 849</b>	<b>7 257</b>	<b>6 195</b>	<b>6 694</b>	<b>7 265</b>	<b>7 112</b>	<b>5 632</b>	<b>5 600</b>	<b>5 300</b>	<b>6 687</b>	<b>9 753</b>	<b>6 400</b>
Investimento	5 227	5 911	5 718	5 565	5 703	5 510	4 565	4 588	5 068	5 071	6 229	4 434
Outras despesas de capital	622	1 346	478	1 129	1 562	1 601	1 066	1 012	232	1 615	3 524	1 966
<b>SALDO TOTAL</b>	<b>-4 161</b>	<b>-6 400</b>	<b>-4 757</b>	<b>-5 274</b>	<b>-5 988</b>	<b>-10 070</b>	<b>-7 408</b>	<b>-5 333</b>	<b>-6 236</b>	<b>-17 103</b>	<b>-16 950</b>	<b>-7 262</b>
Saldo total excluindo efeitos das medidas temporárias	-4 560	-6 400	-6 579	-8 532	-9 040	-9 868	-7 408	-5 528	-8 089	-17 103	-19 887	-14 046
Por memória:												
Despesa corrente primária	43 348	46 788	50 350	53 515	56 639	60 843	62 614	64 429	66 444	72 348	73 768	70 610
Saldo primário	-432	-2 483	-844	-1 477	-2 115	-6 135	-2 953	-355	-1 047	-12 328	-12 014	-640
Dívida pública	64 158	71 970	79 551	84 998	92 465	104 423	111 467	115 587	123 108	139 945	161 135	184 291

Fontes: INE e Banco de Portugal.

## Quadro A.3.2

### CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS | CONTABILIDADE NACIONAL, EM PORCENTAGEM DO PIB

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>RECEITAS TOTAIS</b>	<b>38.3</b>	<b>38.3</b>	<b>39.6</b>	<b>40.9</b>	<b>41.4</b>	<b>40.1</b>	<b>40.6</b>	<b>41.1</b>	<b>41.1</b>	<b>39.6</b>	<b>41.4</b>	<b>44.7</b>
<b>Receitas correntes</b>	<b>37.4</b>	<b>36.9</b>	<b>38.1</b>	<b>38.5</b>	<b>38.1</b>	<b>38.7</b>	<b>39.7</b>	<b>40.4</b>	<b>40.4</b>	<b>38.8</b>	<b>38.7</b>	<b>40.3</b>
Receitas fiscais	33.0	32.8	33.8	34.3	33.5	34.6	35.3	35.6	35.7	34.2	34.4	35.8
Impostos sobre o rendimento e património	9.5	9.1	9.0	8.4	8.3	8.2	8.6	9.5	9.7	9.0	8.8	9.9
Impostos sobre as famílias	5.5	5.6	5.4	5.5	5.2	5.3	5.5	5.7	5.8	6.0	5.8	6.5
Impostos sobre as empresas	4.0	3.5	3.6	2.9	3.1	2.9	3.2	3.8	3.9	3.0	3.0	3.4
Impostos sobre a produção e a importação	13.0	13.0	13.7	14.3	13.7	14.5	14.9	14.5	14.1	12.8	13.4	13.6
<i>dos quais:</i>												
Imposto sobre o Valor Acrescentado	6.9	6.8	7.5	8.1	7.6	8.3	8.4	8.3	8.2	7.0	7.7	8.1
Imposto sobre Produtos Petrolíferos	1.6	1.8	2.1	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
Imposto sobre Veículos	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.5	0.4	0.5	0.4
Contribuições sociais	10.6	10.8	11.1	11.6	11.5	11.9	11.8	11.6	11.9	12.5	12.2	12.3
Efetivas	8.0	8.3	8.4	8.6	8.3	8.4	8.4	8.5	8.8	9.0	9.0	9.4
Subsistema Segurança Social	7.0	7.2	7.3	7.3	7.0	7.2	7.3	7.4	7.6	7.8	7.9	8.2
Subsistema Caixa Geral de Aposentações	1.0	1.1	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Imputadas	2.6	2.5	2.8	3.0	3.3	3.5	3.4	3.1	3.1	3.5	3.2	2.9
Vendas de bens e serviços	2.8	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5
Outras receitas correntes	1.6	1.5	1.7	1.8	2.1	1.6	2.1	2.4	2.3	2.2	1.9	1.9
<b>Receitas de capital</b>	<b>0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>2.4</b>	<b>3.3</b>	<b>1.3</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>2.7</b>	<b>4.4</b>
Impostos de capital	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Transferências da União Europeia	0.8	1.2	1.3	1.2	0.9	1.2	0.8	0.7	0.6	0.7	1.0	0.7
Outras transferências de capital	0.0	0.2	0.2	1.2	2.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	1.7	3.7
<b>DESPESAS TOTAIS</b>	<b>41.6</b>	<b>43.1</b>	<b>43.0</b>	<b>44.6</b>	<b>45.4</b>	<b>46.6</b>	<b>45.2</b>	<b>44.3</b>	<b>44.7</b>	<b>49.7</b>	<b>51.2</b>	<b>48.9</b>
<b>Despesas correntes</b>	<b>37.0</b>	<b>37.7</b>	<b>38.6</b>	<b>39.9</b>	<b>40.5</b>	<b>42.0</b>	<b>41.7</b>	<b>41.0</b>	<b>41.7</b>	<b>45.8</b>	<b>45.6</b>	<b>45.2</b>
Despesas com pessoal	13.7	13.9	14.2	13.6	13.6	14.0	13.1	12.1	12.0	12.7	12.2	11.3
Consumo intermédio	4.5	4.5	4.4	4.1	4.2	4.5	4.3	4.4	4.4	5.0	5.1	4.6
Juros da dívida	2.9	2.9	2.8	2.6	2.6	2.6	2.8	2.9	3.0	2.8	2.9	3.9
Transferências correntes	15.8	16.4	17.2	19.6	20.1	21.0	21.5	21.6	22.2	25.3	25.4	25.4
para as famílias	13.0	13.4	14.0	16.4	17.0	17.8	18.2	18.5	19.3	22.0	21.9	22.1
para as empresas	11.2	11.5	12.1	13.3	13.8	14.4	14.5	14.6	15.1	17.0	17.0	17.4
em dinheiro	1.8	1.9	1.9	3.1	3.2	3.4	3.7	3.9	4.2	5.0	4.9	4.7
em espécie	1.2	1.2	1.1	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
para as empresas (subsídios)	1.6	1.7	2.1	2.0	2.2	2.3	2.4	2.3	2.2	2.5	2.8	2.5
outras transferências	1.6	1.7	2.1	2.0	2.2	2.3	2.4	2.3	2.2	2.5	2.8	2.5
<b>Despesas de capital</b>	<b>4.6</b>	<b>5.4</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>4.0</b>	<b>5.6</b>	<b>3.7</b>
Investimento	4.1	4.4	4.1	3.9	3.8	3.6	2.8	2.7	2.9	3.0	3.6	2.6
Outras despesas de capital	0.5	1.0	0.3	0.8	1.0	1.0	0.7	0.6	0.1	1.0	2.0	1.1
<b>SALDO TOTAL</b>	<b>-3.3</b>	<b>-4.8</b>	<b>-3.4</b>	<b>-3.7</b>	<b>-4.0</b>	<b>-6.5</b>	<b>-4.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.6</b>	<b>-10.2</b>	<b>-9.8</b>	<b>-4.2</b>
Saldo total excluindo efeitos das medidas temporárias	-3.6	-4.8	-4.7	-5.9	-6.1	-6.4	-4.6	-3.3	-4.7	-10.2	-11.5	-8.2
<i>Por memória:</i>												
Despesa corrente primária	34.0	34.8	35.8	37.3	37.9	39.4	38.9	38.1	38.6	42.9	42.7	41.3
Saldo primário	-0.3	-1.8	-0.6	-1.0	-1.4	-4.0	-1.8	-0.2	-0.6	-7.3	-7.0	-0.4
Dívida pública	50.4	53.5	56.6	59.2	61.9	67.7	69.3	68.3	71.6	83.1	93.3	107.8

Fontes: INE e Banco de Portugal.

### Quadro A.3.3

#### CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS | CONTABILIDADE NACIONAL, VARIAÇÃO EM PORCENTAGEM

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>RECEITAS TOTAIS</b>	<b>7.1</b>	<b>5.7</b>	<b>8.0</b>	<b>5.4</b>	<b>5.2</b>	<b>0.0</b>	<b>5.6</b>	<b>6.7</b>	<b>1.5</b>	<b>-5.6</b>	<b>7.2</b>	<b>6.8</b>
<b>Receitas correntes</b>	<b>7.6</b>	<b>4.4</b>	<b>7.7</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>5.0</b>	<b>7.0</b>	<b>6.9</b>	<b>1.6</b>	<b>-5.7</b>	<b>2.1</b>	<b>3.0</b>
Receitas fiscais	8.4	5.1	7.5	3.6	1.8	6.7	6.3	6.2	1.8	-6.0	3.1	3.0
Impostos sobre o rendimento e património	12.7	1.0	3.7	-4.9	3.0	2.1	9.4	16.1	3.5	-9.0	0.3	11.2
Impostos sobre as famílias	12.0	6.9	2.0	2.9	-1.2	5.8	7.1	9.7	3.5	-0.2	-0.2	10.0
Impostos sobre as empresas	13.8	-7.2	6.3	-16.6	10.9	-4.0	13.6	27.3	3.4	-23.8	1.1	13.4
Impostos sobre a produção e a importação dos quais:	3.3	6.0	9.9	6.5	-0.3	9.7	6.8	2.6	-1.3	-11.3	7.8	0.7
Imposto sobre o Valor Acrescentado	10.9	4.8	15.7	10.3	-2.8	12.7	5.7	4.1	0.8	-17.2	12.8	4.7
Imposto sobre Produtos Petrolíferos	-21.7	22.1	19.0	6.2	0.6	0.3	1.7	4.4	-4.1	-2.6	-1.0	-4.0
Imposto sobre Veículos	-0.3	-3.2	-3.6	-14.4	13.8	4.6	-0.6	2.5	-19.8	-19.5	16.7	-16.7
Contribuições sociais	11.1	7.7	7.8	6.8	3.3	6.5	3.5	3.4	4.4	2.6	0.5	-0.3
Efetivas	9.4	9.2	5.7	5.3	-0.2	5.3	4.3	6.4	5.0	0.4	2.5	3.3
Subsistema Segurança Social	9.3	8.9	5.9	3.1	-0.3	6.0	5.2	6.2	5.3	0.7	2.8	3.6
Subsistema Caixa Geral de Aposentações	9.9	11.1	4.9	20.4	0.6	0.9	-1.3	8.0	2.8	-1.3	0.5	1.8
Imputadas	16.9	2.9	14.6	11.3	13.4	9.7	1.7	-4.2	2.7	8.6	-4.7	-10.7
Vendas de bens e serviços	10.0	-1.3	3.8	-1.1	3.9	5.3	-0.5	4.6	2.9	-2.4	1.4	3.6
Outras receitas correntes	-9.2	-0.2	19.0	4.0	27.0	-22.7	33.4	22.5	-3.2	-4.8	-12.7	1.7
<b>Receitas de capital</b>	<b>-9.4</b>	<b>60.4</b>	<b>16.2</b>	<b>58.1</b>	<b>39.4</b>	<b>-57.7</b>	<b>-33.8</b>	<b>-2.9</b>	<b>-5.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>273.4</b>	<b>61.5</b>
Impostos de capital	9.5	-11.7	15.5	-0.1	-74.4	156.1	-66.5	-58.2	-14.3	-96.7	30 992.7	-99.1
Transferências da União Europeia	-7.4	52.8	16.5	-8.6	-18.7	36.8	-29.6	-4.2	-12.2	1.0	51.3	-31.4
Outras transferências de capital	-47.5	335.3	14.7	522.1	102.9	-96.2	-76.5	93.0	146.1	-4.7	1 983.4	120.1
<b>DESPESAS TOTAIS</b>	<b>7.6</b>	<b>9.5</b>	<b>4.3</b>	<b>5.9</b>	<b>5.9</b>	<b>6.1</b>	<b>1.1</b>	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>	<b>8.9</b>	<b>5.5</b>	<b>-5.5</b>
<b>Despesas correntes</b>	<b>10.1</b>	<b>7.7</b>	<b>7.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>	<b>7.0</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>	<b>7.7</b>	<b>2.0</b>	<b>-1.9</b>
Despesas com pessoal	11.0	6.7	6.9	-1.8	3.8	5.9	-2.4	-2.6	1.0	3.4	-1.4	-8.2
Consumo intermédio	14.5	6.5	2.3	-6.1	7.6	10.5	0.2	5.6	3.5	9.9	4.2	-10.1
Juros da dívida	8.3	5.1	-0.1	-3.0	2.0	1.6	13.2	11.7	4.2	-8.0	3.4	34.2
Transferências correntes	8.5	9.4	9.7	16.2	6.9	7.8	7.0	5.7	4.3	11.7	3.2	-1.3
para as famílias	10.5	9.0	9.0	19.0	8.0	8.2	6.9	6.8	6.0	11.5	2.2	0.0
em dinheiro	11.2	8.6	9.4	12.3	7.8	8.0	5.4	5.3	5.5	10.3	2.4	1.4
em espécie	6.5	11.7	6.7	61.0	8.8	9.2	13.5	12.9	7.8	16.1	1.5	-4.7
para as empresas (subsídios)	-5.8	8.4	-5.7	11.7	-21.6	5.7	0.1	-6.8	-13.5	8.8	-6.1	-0.9
outras transferências	4.9	13.7	25.8	-1.1	15.1	5.8	10.9	1.3	-3.5	13.7	14.3	-11.3
<b>Despesas de capital</b>	<b>-9.0</b>	<b>24.1</b>	<b>-14.6</b>	<b>8.0</b>	<b>8.5</b>	<b>-2.1</b>	<b>-20.8</b>	<b>-0.6</b>	<b>-5.4</b>	<b>26.2</b>	<b>45.9</b>	<b>-34.4</b>
Investimento	-1.1	13.1	-3.3	-2.7	2.5	-3.4	-17.1	0.5	10.5	0.1	22.8	-28.8
Outras despesas de capital	-45.5	116.4	-64.5	136.4	38.3	2.5	-33.4	-5.1	-77.1	596.3	118.1	-44.2
Por memória:												
Despesa corrente primária	10.2	7.9	7.6	6.3	5.8	7.4	2.9	2.9	3.1	8.9	2.0	-4.3

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Quadro A.3.4

EFEITOS TEMPORÁRIOS NAS CONTAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS <sup>(a)</sup>   CONTABILIDADE NACIONAL, EM MILHÕES DE EUROS												
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>RECEITAS TOTAIS</b>												
Receitas correntes	0	0	1 169	3 257	3 052	0	0	0	0	0	2 804	6 783
Receitas fiscais	0	0	1 169	1 957	0	0	0	0	0	0	0	790
Impostos sobre o rendimento e património			1 169	1 957								790
Impostos sobre as famílias			634	641								790
Impostos sobre as empresas			206	214								790
Impostos sobre a produção e a importação dos quais:			428	427								
Imposto sobre o Valor Acrescentado			392	963								
Imposto sobre Produtos Petrolíferos			243	894								
Imposto sobre Veículos												
Contribuições sociais			143	353								
Efetivas			143	353								
Regime Geral			143	353								
Regime dos funcionários públicos												
Imputadas												
Vendas de bens e serviços												
Outras receitas correntes												
<b>Receitas de capital</b>												
Impostos de capital												
Transferências da União Europeia				1 300	3 052	0	0	0	0	0	2 804	5 993
Outras transferências de capital												
<b>DESPESAS TOTAIS</b>	-399	0	-653	1 300	3 052	202	0	-195	-1 853	0	-133	5 993
Despesas correntes	0	0	0	0	0	202	0	0	0	0	0	0
Despesas com pessoal												
Consumo intermédio												
Juros da dívida												
Transferências correntes para as famílias												
em dinheiro												
em espécie												
para as empresas (subsídios)												
outras transferências												
<b>Despesas de capital</b>	-399	0	-653	0	0	202	0	-195	-1 853	0	-133	0
Investimento												
Outras despesas de capital												
<b>SALDO TOTAL</b>	-399	0	-653	3 257	3 052	-202	0	-195	-1 853,1	0	-133	6 783
Em percentagem do PIB	0.3		1.3	2.3	2.0	-0.1		0.1	1.1		1.7	4.0
Por memória:												
Saldo primário	399	0	1 822	3 257	3 052	-202	0	195	1 853	0	2 937	6 783
Em percentagem do PIB	0.3		1.3	2.3	2.0	-0.1		0.1	1.1		1.7	4.0

Fontes: Banco de Portugal.

Nota: (a) Os efeitos temporários são identificados em concordância com a definição adotada no Eurosistema.



### Quadro A.3.5

DÍVIDA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS POR INSTRUMENTOS E POR DETENTORES   EM MILHÕES DE EUROS												
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Classificação por instrumentos												
Moeda e depósitos	9 358	10 082	10 659	11 080	10 921	11 185	13 013	13 679	12 925	12 288	11 793	10 200
dos quais: Certificados de Aforro	8 921	9 639	10 171	10 293	10 214	10 394	11 136	11 584	10 644	10 200	9 150	6 582
Títulos de curto prazo	571	2 311	431	3 969	10 018	13 035	9 574	10 225	16 435	20 405	20 835	11 080
Obrigações	47 046	50 747	58 265	57 752	56 419	64 936	73 476	75 063	78 170	89 947	107 258	105 907
das quais:												
Obrigações do Tesouro - taxa fixa	33 677	40 142	49 604	51 115	51 472	60 556	68 323	70 570	74 693	84 539	97 717	95 261
Obrigações do Tesouro - rendimento variável (OTRV)	4 395	2 995	1 324	337	0	0	0	0	0	0	0	0
Empréstimos de curto prazo	1 127	1 548	1 330	1 732	2 886	2 330	2 781	3 257	2 214	1 726	3 821	3 958
Empréstimos de médio e longo prazo	6 055	7 282	8 866	10 464	12 221	12 937	12 622	13 363	13 365	15 579	17 428	53 145
Total	64 158	71 970	79 551	84 998	92 465	104 423	111 467	115 587	123 108	139 945	161 135	184 291
em percentagem do PIB	50.4	53.5	56.6	59.2	61.9	67.7	69.3	68.3	71.6	83.1	93.3	107.8
Por memória:												
Depósitos das administrações públicas	8 214	6 423	7 968	6 643	6 472	7 354	8 218	7 775	7 231	6 785	7 645	17 932
Classificação por detentores												
Setores internos	29 388	28 279	27 374	27 151	27 280	26 656	28 790	27 974	28 668	34 762	58 050	60 863
Banco de Portugal	12	15	30	25	29	34	30	31	31	21	1 202	1 577
Outras instituições financeiras monetárias	9 284	9 825	8 996	8 908	9 825	10 745	11 550	10 326	12 334	18 592	34 683	37 169
Outras instituições financeiras	8 440	6 868	6 389	5 885	4 932	4 546	4 326	4 223	3 580	4 274	9 349	10 548
Outros residentes	11 652	11 572	11 958	12 333	12 494	11 331	12 884	13 394	12 723	11 875	12 815	11 569
Não residentes	34 769	43 690	52 177	57 847	65 184	77 768	82 677	87 613	94 441	105 183	103 085	123 428
Total	64 158	71 970	79 551	84 998	92 465	104 423	111 467	115 587	123 108	139 945	161 135	184 291

Fonte: Banco de Portugal.

### Quadro A.3.6

DÉFICE E VARIAÇÃO DA DÍVIDA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS   EM MILHÕES DE EUROS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Saldo total das administrações públicas (PDE)</b>	<b>-4 161</b>	<b>-6 400</b>	<b>-4 757</b>	<b>-5 274</b>	<b>-5 988</b>	<b>-10 070</b>	<b>-7 408</b>	<b>-5 333</b>	<b>-6 236</b>	<b>-17 103</b>	<b>-16 950</b>	<b>-7 262</b>
Efeito das operações de swap e FRA	-58	-69	-68	-98	-45	60	-35	-106	-123	-32	-46	17
<b>Saldo total das administrações públicas (SEC95)</b>	<b>-4 218</b>	<b>-6 469</b>	<b>-4 825</b>	<b>-5 373</b>	<b>-6 033</b>	<b>-10 010</b>	<b>-7 443</b>	<b>-5 439</b>	<b>-6 358</b>	<b>-17 135</b>	<b>-16 996</b>	<b>-7 246</b>
Discrepância estatística	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Transações líquidas em ativos e passivos financeiros	-4 218	-6 469	-4 825	-5 373	-6 033	-10 010	-7 443	-5 439	-6 358	-17 135	-16 996	-7 246
Transações em ativos	-884	-729	4 164	-144	966	803	-243	-163	1 249	1 059	4 876	14 846
Moeda e depósitos	-678	-1 826	1 575	-1 290	-196	880	919	-400	-589	-506	713	10 247
Títulos	274	570	286	132	-146	491	289	143	-610	418	-82	362
Empréstimos	168	332	341	497	103	304	61	-2 047	672	-192	1 283	876
Ações e outras participações	-494	-377	1 199	409	-164	-525	-1 678	1 504	1 992	1 001	1 592	-321
Privatizações	-2 313	-415	-406	-8	-1 081	-403	-1 505	-700	0	0	0	2
Aumentos de capital	1 115	362	1 115	411	884	155	40	2 209	428	1 000	560	0
Outras	704	-324	490	6	33	-277	-213	-5	1 564	1	1 032	-323
Outros ativos de curto prazo <sup>(a)</sup>	-155	573	764	108	1 368	-347	166	638	-216	338	1 370	3 682
Transações em passivos	3 334	5 741	8 989	5 229	6 999	10 813	7 200	5 277	7 608	18 195	21 872	22 092
Instrumentos da dívida	3 431	8 126	8 544	4 322	6 785	12 118	7 261	4 161	7 955	17 328	20 504	21 202
Moeda e depósitos	1 157	1 089	1 185	671	-143	538	2 051	928	-527	-532	-835	-3 110
Títulos de curto prazo	-346	1 780	-1 924	3 562	5 880	2 949	-3 492	619	6 238	4 067	177	-9 638
Títulos de médio e longo prazo	1 810	3 612	7 666	-1 228	-1 415	8 482	8 675	1 377	3 213	12 153	17 588	-1 542
Empréstimos	810	1 645	1 616	1 318	2 463	150	27	1 236	-970	1 640	3 575	35 492
<i>dos quais:</i>												
Empréstimos do Banco de Portugal	-39	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outros passivos de curto prazo <sup>(b)</sup>	-97	-2 386	445	906	214	-1 305	-61	1 116	-348	867	1 368	890
Efeitos de valorização nos instrumentos da dívida	-44	-289	-273	-224	-105	-231	-48	-195	-253	-543	774	1 858
Flutuações cambiais	211	-20	101	-185	-135	-18	-11	-26	-113	24	96	638
Outros efeitos de valorização	-254	-268	-374	-40	30	-213	-37	-169	-141	-567	678	1 220
Outras variações de volume nos instrumentos da dívida	-234	-25	-689	1 348	787	71	-170	155	-180	51	-88	97
<b>Variação da dívida</b>	<b>3 153</b>	<b>7 812</b>	<b>7 582</b>	<b>5 446</b>	<b>7 467</b>	<b>11 959</b>	<b>7 043</b>	<b>4 120</b>	<b>7 521</b>	<b>16 836</b>	<b>21 190</b>	<b>23 156</b>

Fonte: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Inclui a diferença entre a receita registada no défice, nas Contas Nacionais, e os valores efetivamente recebidos em termos de caixa. (b) Inclui a diferença entre as despesas registadas no défice, em Contas Nacionais, e os valores efetivamente pagos em termos de caixa.

### Quadro A.3.7

DÉFICE E VARIAÇÃO DA DÍVIDA DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS   EM PORCENTAGEM DO PIB	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Saldo total das administrações públicas (PDE)</b>	-3.3	-4.8	-3.4	-3.7	-4.0	-6.5	-4.6	-3.1	-3.6	-10.2	-9.8	-4.2
Efeito das operações de swap e FRA	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
<b>Saldo total das administrações públicas (SEC95)</b>	-3.3	-4.8	-3.4	-3.7	-4.0	-6.5	-4.6	-3.2	-3.7	-10.2	-9.8	-4.2
Discrepância estatística	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Transações líquidas em ativos e passivos financeiros	-3.3	-4.8	-3.4	-3.7	-4.0	-6.5	-4.6	-3.2	-3.7	-10.2	-9.8	-4.2
Transações em ativos	-0.7	-0.5	3.0	-0.1	0.6	0.5	-0.2	-0.1	0.7	0.6	2.8	8.7
Moeda e depósitos	-0.5	-1.4	1.1	-0.9	-0.1	0.6	0.6	-0.2	-0.3	-0.3	0.4	6.0
Títulos	0.2	0.4	0.2	0.1	-0.1	0.3	0.2	0.1	-0.4	0.2	0.0	0.2
Empréstimos	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	0.0	-1.2	0.4	-0.1	0.7	0.5
Ações e outras participações	-0.4	-0.3	0.9	0.3	-0.1	-0.3	-1.0	0.9	1.2	0.6	0.9	-0.2
Privatizações	-1.8	-0.3	-0.3	0.0	-0.7	-0.3	-0.9	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Aumentos de capital	0.9	0.3	0.8	0.3	0.6	0.1	0.0	1.3	0.2	0.6	0.3	0.0
Outras	0.6	-0.2	0.3	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.9	0.0	0.6	-0.2
Outros ativos de curto prazo <sup>(a)</sup>	-0.1	0.4	0.5	0.1	0.9	-0.2	0.1	0.4	-0.1	0.2	0.8	2.2
Transações em passivos	2.6	4.3	6.4	3.6	4.7	7.0	4.5	3.1	4.4	10.8	12.7	12.9
Instrumentos da dívida	2.7	6.0	6.1	3.0	4.5	7.9	4.5	2.5	4.6	10.3	11.9	12.4
Moeda e depósitos	0.9	0.8	0.8	0.5	-0.1	0.3	1.3	0.5	-0.3	-0.3	-0.5	-1.8
Títulos de curto prazo	-0.3	1.3	-1.4	2.5	3.9	1.9	-2.2	0.4	3.6	2.4	0.1	-5.6
Títulos de médio e longo prazo	1.4	2.7	5.5	-0.9	-0.9	5.5	5.4	0.8	1.9	7.2	10.2	-0.9
Empréstimos	0.6	1.2	1.1	0.9	1.6	0.1	0.0	0.7	-0.6	1.0	2.1	20.8
<i>dos quais:</i>												
empréstimos do Banco de Portugal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outros passivos de curto prazo <sup>(b)</sup>	-0.1	-1.8	0.3	0.6	0.1	-0.8	0.0	0.7	-0.2	0.5	0.8	0.5
Efeitos de valorização nos instrumentos da dívida	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	0.4	1.1
Flutuações cambiais	0.2	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.4
Outros efeitos de valorização	-0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	0.4	0.7
Outras variações de volume nos instrumentos da dívida	-0.2	0.0	-0.5	0.9	0.5	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.1
<b>Variação da dívida</b>	<b>2.5</b>	<b>5.8</b>	<b>5.4</b>	<b>3.8</b>	<b>5.0</b>	<b>7.8</b>	<b>4.4</b>	<b>2.4</b>	<b>4.4</b>	<b>10.0</b>	<b>12.3</b>	<b>13.5</b>

**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Inclui a diferença entre a receita registada no défice, nas Contas Nacionais, e os valores efetivamente recebidos em termos de caixa. (b) Inclui a diferença entre as despesas registadas no défice, em Contas Nacionais, e os valores efetivamente pagos em termos de caixa.

## Quadro A.4.1

VALOR ACRESCENTADO BRUTO POR RAMO DE ATIVIDADE   TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM																
	Pesos 2010 <sup>(a)</sup>	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Agricultura, produção animal, caça, silvicultura e pesca	2.2	-9.1	-4.1	5.0	-4.7	-3.5	3.0	-2.4	5.7	-5.5	2.4	-4.6	3.1	-3.8	-1.0	2.8
Indústria	13.1	6.4	2.2	1.5	2.4	1.5	-0.1	-1.2	0.4	-1.1	0.9	3.0	-1.5	-9.8	2.2	0.4
Elettricidade, gás e água	3.5	3.4	7.2	4.5	10.0	3.4	0.9	8.7	3.1	-2.1	11.0	1.1	4.0	-5.6	3.6	-1.4
Construção	6.7	6.7	5.2	2.4	6.0	2.5	-3.7	-8.6	-0.4	-2.9	-2.6	2.0	-4.9	-10.7	-4.3	-9.2
Serviços	74.5	4.2	5.0	4.0	4.0	2.7	1.6	0.2	2.1	1.8	1.9	3.1	1.1	0.3	1.7	-1.1
Comércio, reparação, alojamento e restauração	19.4	6.6	5.2	3.7	5.6	1.3	-0.2	-1.8	2.9	0.7	1.9	1.3	-1.3	0.6	2.6	-1.3
Transportes e comunicações	8.6	2.4	5.1	8.7	7.5	4.5	4.1	0.8	5.5	1.9	4.8	6.8	2.7	-2.3	2.6	-0.9
Atividades financeiras e atividades imobiliárias	15.1	7.2	8.0	7.7	1.1	6.2	2.5	3.4	1.3	1.7	5.1	4.8	2.8	1.2	2.0	-0.2
Outros serviços	31.3	2.0	3.6	1.7	3.6	1.7	1.6	-0.1	1.0	2.5	-0.3	2.3	1.2	0.3	0.7	-1.5
VAB <sup>(b)</sup>	100.0	4.2	4.3	3.5	3.8	2.4	0.9	-0.6	1.7	0.7	1.7	2.7	0.4	-2.2	1.4	-1.3
Por memória:																
PIB a preços de mercado <sup>(c)</sup>	-	4.4	5.1	4.1	3.9	2.0	0.8	-0.9	1.6	0.8	1.4	2.4	0.0	-2.9	1.4	-1.6

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Em percentagem do VAB total a preços correntes. (b) O VAB é registado a preços de base e difere do PIB a preços de mercado porque este inclui, para além do VAB dos diferentes setores, os impostos sobre a produção e importação líquida de subsídios. (c) Estimativas do Banco de Portugal a partir de informação disponibilizada pelo INE para o período de 2007 a 2011.

## Quadro A.4.2

POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO   EM MILHARES													
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 <sup>(d)</sup>
População residente total	10167	10223	10294	10366	10445	10509	10563	10586	10604	10623	10638	10636	10647
Homens	4904	4934	4971	5009	5052	5087	5115	5125	5133	5141	5149	5147	5152
Mulheres	5263	5289	5323	5357	5393	5421	5448	5461	5471	5471	5489	5489	5495
População ativa	5136	5226	5325	5408	5460	5488	5545	5587	5618	5625	5583	5581	5543
Homens	2818	2855	2901	2938	2948	2957	2964	2984	2986	2991	2949	2932	2941
Mulheres	2318	2372	2424	2470	2512	2531	2581	2603	2632	2633	2634	2649	2603
Emprego total	4910	5021	5112	5137	5118	5123	5123	5159	5170	5198	5054	4978	4837
Homens	2709	2765	2810	2816	2787	2784	2765	2790	2789	2797	2688	2645	2575
Mulheres	2201	2256	2302	2321	2331	2339	2357	2370	2380	2401	2367	2334	2262
Emprego por conta de outrem	3556	3650	3711	3748	3736	3782	3814	3898	3902	3950	3856	3845	3815
Contrato sem termo	2891	2922	2957	2942	2968	3032	3071	3097	3030	3047	3007	2961	2967
Contrato com termo <sup>(a)</sup>	466	501	556	597	581	570	580	634	685	727	694	738	707
Contrato de prestação de serviços	53	59	60	60	48	54	57	64	73	74	82	73	141
Outras formas de emprego dependente <sup>(b)</sup>	146	168	138	148	139	126	106	103	115	101	73	72	-
Emprego por conta própria	1210	1179	1258	1271	1278	1239	1204	1171	1187	1198	1154	1085	992
Por conta própria como isolado	912	880	943	954	953	910	904	891	900	910	880	829	744
Por conta própria como empregador	298	300	315	317	325	329	300	280	287	287	273	256	248
Emprego total por setor de atividade													
Agricultura e pesca	623	635	653	637	642	618	606	604	601	596	565	542	479
Indústria, construção, energia e água	1692	1734	1729	1728	1653	1596	1567	1577	1578	1488	1426	1378	1323
Indústria transformadora	1107	1094	1096	1052	1019	1002	969	980	988	917	852	827	813
Construção	537	594	579	618	584	548	554	553	571	554	506	482	440
Serviços	2601	2652	2730	2773	2823	2909	2950	2978	2990	3081	3064	3058	3036
Administração pública, educação e saúde	835	851	878	880	910	951	989	1003	999	1014	1014	1031	1047
Outros serviços	1765	1801	1852	1893	1913	1957	1961	1976	1991	2067	2049	2027	1989
Desemprego total	226	206	214	271	342	365	422	428	449	427	529	603	706
Homens	109	89	92	121	161	173	198	195	197	194	261	287	366
Mulheres	117	116	122	149	181	192	224	233	252	233	267	315	340
Desemprego por duração da procura de emprego													
Menos de 1 mês	21	17	19	22	22	21	24	23	26	28	30	28	30
1-3 meses	46	42	50	70	77	70	74	73	82	84	98	92	133
4-6 meses	33	28	27	39	53	47	50	50	55	45	70	65	82
7-11 meses	33	29	29	36	59	57	62	59	63	55	83	89	86
12-18 meses	30	27	29	33	48	51	69	59	59	59	70	96	95
19-24 meses	16	13	13	16	22	30	36	35	37	33	35	56	58
Mais de 25 meses	48	50	43	51	59	88	106	128	124	120	140	175	222
Desemprego de longa duração <sup>(c)</sup>	93	90	85	101	129	169	211	221	220	213	246	327	375

**Fontes:** INE (Inquérito ao Emprego) e Banco de Portugal.

**Notas:** **(a)** Inclui contratos de trabalho com termo e contratos com empresas de trabalho temporário. **(b)** Inclui trabalho sazonal sem contrato escrito e situações de trabalho pontual ou ocasional. **(c)** Considera-se desempregado de longa duração o indivíduo que procura emprego há 12 ou mais meses. **(d)** Quebra de série em 2011 devido à alteração na metodologia do Inquérito ao Emprego, exceto nas séries relativas à população.

### Quadro A.4.3

POPULAÇÃO, EMPREGO E DESEMPREGO   EM PORCENTAGEM													
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 <sup>(d)</sup>
Taxa de atividade <sup>(a)</sup>	50.5	51.1	51.7	52.2	52.3	52.2	52.5	52.8	53.0	53.0	52.5	52.5	52.1
15-64 anos	70.6	71.2	72.0	72.6	72.8	72.9	73.4	73.9	74.1	74.2	73.7	74.0	74.1
Homens	78.7	78.9	79.4	79.8	79.4	79.0	79.0	79.5	79.4	79.5	78.5	78.2	78.5
Mulheres	62.7	63.8	64.8	65.6	66.5	67.0	67.9	68.4	68.8	68.9	69.0	69.9	69.8
Jovens (15-24 anos)	46.1	45.7	47.0	47.4	45.1	43.6	43.0	42.7	41.0	40.1	39.2	36.7	38.8
Taxa de emprego <sup>(a)</sup>	48.3	49.1	49.7	49.6	49.0	48.7	48.5	48.7	48.8	48.9	47.5	46.8	45.4
Homens	55.2	56.0	56.5	56.2	55.2	54.7	54.1	54.4	54.3	54.4	52.2	51.4	50.0
Mulheres	41.8	42.6	43.2	43.3	43.2	43.1	43.3	43.4	43.5	43.9	43.1	42.5	41.2
Jovens (15-24 anos)	42.1	41.8	42.6	41.9	38.5	36.9	36.1	35.8	34.2	33.5	31.3	28.5	27.2
Taxa de desemprego <sup>(b)</sup>	4.4	3.9	4.0	5.0	6.3	6.7	7.6	7.7	8.0	7.6	9.5	10.8	12.7
Homens	3.9	3.1	3.2	4.1	5.5	5.8	6.7	6.5	6.6	6.5	8.9	9.8	12.4
Mulheres	5.0	4.9	5.0	6.0	7.2	7.6	8.7	9.0	9.6	8.8	10.2	11.9	13.1
Taxa de desemprego jovens (15-24 anos)	8.8	8.6	9.4	11.6	14.5	15.3	16.1	16.2	16.6	16.4	20.1	22.4	30.1
Por nível de escolaridade													
Básico 1º e 2º Ciclos	7.7	8.3	8.0	11.2	13.5	17.6	19.3	17.9	19.6	18.7	22.8	25.9	37.9
Básico 3º Ciclo	9.4	8.1	9.9	11.4	13.4	13.4	12.9	13.3	13.8	14.2	19.2	20.5	30.9
Secundário	9.8	9.3	9.3	9.8	14.2	13.5	15.3	15.9	14.8	14.3	18.0	21.2	27.2
Superior	12.8	10.3	13.4	17.3	23.8	20.5	23.7	28.4	25.3	27.1	24.4	26.1	29.0
Taxa de desemprego por regiões													
Norte	4.4	4.1	3.7	4.9	6.8	7.7	8.8	8.9	9.4	8.7	11.0	12.6	13.0
Centro	2.2	1.9	2.4	3.0	3.4	3.9	4.8	5.2	5.5	5.3	7.0	7.7	10.3
Lisboa	5.5	4.9	5.2	6.4	7.4	7.3	8.3	8.2	8.4	7.9	9.2	10.6	14.1
Alentejo	6.4	5.3	5.9	6.5	9.0	9.7	9.1	8.7	8.1	9.0	10.9	11.9	12.4
Algarve	4.7	3.5	3.8	5.2	6.1	5.5	6.2	5.5	6.7	7.0	10.3	13.4	15.6
Açores	3.1	2.9	2.3	2.6	2.9	3.4	4.1	3.8	4.3	5.5	6.7	6.9	13.8
Madeira	2.7	2.5	2.5	2.5	3.4	3.0	4.5	5.4	6.8	6.0	7.6	7.4	11.5
Desemprego de longa duração <sup>(c)</sup>	41.2	43.8	40.0	37.3	37.7	46.2	49.9	51.7	48.9	49.8	46.5	54.3	53.1

**Fontes:** INE (Inquérito ao Emprego) e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Em percentagem da população total. (b) Em percentagem da população ativa. (c) Considera-se desempregado de longa duração o indivíduo que procura emprego há 12 ou mais meses. Em percentagem do desemprego total. (d) Quebra de série em 2011 devido à alteração na metodologia do Inquérito ao Emprego.

## Quadro A.4.4

### INDICADORES ESTRUTURAIS – PORTUGAL E UNIÃO EUROPEIA | EM PORCENTAGEM

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIB <i>per capita</i> corrigido de PPP, em percentagem da média da União Europeia (UE15) <sup>(a),(b)</sup>	69.8	69.7	69.6	68.1	70.4	70.2	70.6	70.4	72.9	73.4	71.3
PIB <i>per capita</i> corrigido de PPP, em percentagem da média da União Europeia (UE27) <sup>(a),(b)</sup>	80.1	79.6	79.1	77.0	79.3	78.7	78.6	77.9	80.4	80.9	78.4
Produtividade do trabalho, em percentagem da média da União Europeia (UE15) <sup>(b),(c)</sup>	63.0	63.1	63.7	62.9	65.7	66.0	67.3	67.0	69.7	70.9	69.6
Produtividade do trabalho, em percentagem da média da União Europeia (UE27) <sup>(b),(c)</sup>	71.1	70.5	70.9	69.6	72.7	72.9	74.0	73.4	76.2	77.4	75.8
Taxa de emprego 15-64 anos (em percentagem da população total 15-64 anos) <sup>(d)</sup>	69.0	68.8	68.1	67.8	67.5	67.9	67.8	68.2	66.3	65.6	64.2
União Europeia (UE15)	64.1	64.2	64.5	64.8	65.3	66.1	66.8	67.1	65.8	65.4	65.5
União Europeia (UE27)	62.6	62.4	62.6	63.0	63.4	64.4	65.3	65.8	64.5	64.1	64.3
Percentagem da população 20-24 anos com ensino secundário completo	44.4	44.4	47.9	49.6	49.0	49.6	53.4	54.3	55.5	58.7	-
União Europeia (UE15)	73.6	73.7	74.3	74.6	74.7	75.1	75.3	75.8	76.0	76.6	-
União Europeia (UE27)	76.6	76.7	77.1	77.3	77.5	77.9	78.1	78.5	78.6	79.0	-
Taxa de abandono escolar precoce <sup>(e)</sup>	44.2	45.0	41.2	39.4	38.8	39.1	36.9	35.4	31.2	28.7	-
União Europeia (UE15)	18.8	18.6	18.1	17.6	17.5	17.3	16.9	16.6	15.9	15.4	-
União Europeia (UE27)	17.2	17.0	16.5	16.0	15.8	15.5	15.1	14.9	14.4	14.1	-
Aprendizagem ao longo da vida <sup>(f)</sup>	3.3	2.9	3.2	4.3	4.1	4.2	4.4	5.3	6.5	5.8	-
União Europeia (UE15)	8.0	8.1	9.8	10.5	11.1	11.0	10.7	10.8	10.7	10.4	-
União Europeia (UE27)	7.1	7.2	8.5	9.2	9.6	9.5	9.3	9.4	9.3	9.1	-
Despesa em I&D em percentagem do PIB	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0	1.2	1.5	1.6	1.6	-
União Europeia (UE15)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1	-
União Europeia (UE27)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	-
Percentagem da despesa em I&D financiada pelo Estado	61.0	60.5	60.1	57.5	55.2	48.6	44.6	43.7	45.3	-	-
União Europeia (UE15)	33.7	34.1	34.9	34.8	34.1	33.1	32.7	33.3	34.4	-	-
União Europeia (UE27)	34.1	34.5	35.3	35.1	34.5	33.5	33.2	33.8	34.9	-	-
Proporção de licenciados em ciência e tecnologia (em percentagem da população 20-29 anos)	6.6	7.4	8.2	11.0	12.0	12.6	18.1	20.7	14.6	-	-
União Europeia (UE15)	11.9	12.4	13.3	13.6	-	-	-	-	-	-	-
União Europeia (UE27)	10.7	11.3	12.3	12.5	13.3	13.5	13.8	14.5	14.3	-	-
Acesso à Internet em casa (percentagem de famílias)	-	15.0	22.0	26.0	31.0	35.0	40.0	46.0	48.0	54.0	58.0
União Europeia (UE15)	-	39.0	43.0	46.0	53.0	54.0	59.0	64.0	68.0	73.0	-
União Europeia (UE27)	-	-	-	41.0	48.0	49.0	54.0	60.0	65.0	70.0	73.0
Taxa de investimento total <sup>(g)</sup>	27.0	25.7	23.7	23.3	23.0	22.4	22.2	22.5	19.9	19.0	17.3
União Europeia (UE15)	20.1	19.5	19.3	19.4	19.8	20.5	20.9	20.7	18.7	18.4	18.5
União Europeia (UE27)	20.2	19.6	19.4	19.6	19.9	20.7	21.2	21.1	19.0	18.6	18.7
Taxa de investimento do setor privado <sup>(h)</sup>	23.2	22.2	20.5	20.1	20.0	20.0	19.5	19.5	16.9	15.4	14.9
União Europeia (UE15)	17.7	17.2	17.0	17.1	17.6	18.1	18.5	18.1	16.0	15.8	16.2
União Europeia (UE27)	17.8	17.3	17.0	17.2	17.7	18.2	18.6	18.3	16.1	15.8	16.2

**Fonte:** Eurostat – *Structural Indicators* e Comissão Europeia (AMECO).

**Notas:** (a) PIB *per capita* a preços correntes e corrigido de paridades de poder de compra (PPP). (b) Os dados para as paridades do poder de compra apresentam uma quebra de série em 2005, decorrente de uma alteração de metodologia. (c) PIB *per trabalhador* a preços correntes e corrigido de paridades de poder de compra (PPP). (d) Quebra de série em 2011 devido à alteração na metodologia do Inquérito ao Emprego. (e) Percentagem da população 18-24 anos que não concluiu o ensino secundário e não se encontra na escola ou em acções de formação. (f) Percentagem da população 25-64 anos que participou em acções de educação ou formação no mês anterior ao *EU Labor Force Survey*. (g) Formação bruta de capital fixo no total da economia em percentagem do PIB (a preços correntes). (h) Formação bruta de capital fixo do setor privado em percentagem do PIB (a preços correntes).

Quadro A.5.1

PRODUTO INTERNO BRUTO - ÓTICA DA DESPESA   PREÇOS CORRENTES, EM MILHÕES DE EUROS											
	Pesos 2010 (percentagem)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	66.0	88393	90800	95598	99847	104748	110635	114957	109774	113914	113486
Consumo público	21.6	27663	28729	30324	32618	33002	33579	34532	37160	37292	34360
Investimento	19.6	36183	33700	35810	36325	37078	38652	39817	34051	33839	29802
Formação bruta de capital fixo	19.8	35978	33847	34700	35413	35890	37629	38634	34629	34124	30884
Máquinas e produtos metálicos	4.3	7728	7259	7691	7823	8062	8679	9535	8106	7501	6646
Material de transporte	1.6	3315	2997	2954	3084	3288	3602	3494	2694	2762	2148
Construção	12.4	22914	21536	21900	22351	22295	22902	22998	21274	21341	19563
Outra	1.5	2020	2055	2155	2155	2245	2446	2608	2556	2520	2527
Variação de existências	-0.2	205	-146	1111	913	1188	1023	1183	-579	-285	-1082
Procura interna	107.2	152239	153229	161732	168790	174828	182866	189306	180985	185046	177649
Exportações	31.0	38798	39631	41875	42669	49713	54498	55802	47236	53561	60660
Bens	21.4	28538	29373	30814	31163	35974	38539	39118	31968	37011	42634
Turismo e outros serviços	9.6	10260	10258	11060	11506	13739	15959	16684	15268	16550	18026
Procura global	138.2	191037	192860	203607	211459	224541	237364	245108	228221	238607	238309
Importações	38.2	50470	49388	54294	57191	63685	68045	73125	59717	65937	67293
Bens	32.0	43433	42620	46928	49143	54368	57896	62349	49723	55268	56011
Turismo e outros serviços	6.2	7037	6768	7366	8048	9317	10149	10776	9994	10670	11283
PIB	100.0	140567	143472	149313	154269	160855	169319	171983	168504	172670	171016

Fonte: INE.



## Quadro A.5.2

PRODUTO INTERNO BRUTO - ÓTICA DA DESPESA   TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	1.3	-0.2	2.7	1.7	1.8	2.5	1.3	-2.3	2.1	-3.9
Consumo público	1.9	0.4	2.4	3.4	-0.6	0.5	0.3	4.7	0.9	-3.9
Investimento	-5.1	-7.9	3.7	-0.9	-0.6	2.1	-0.1	-13.3	-3.6	-14.0
Formação bruta de capital fixo	-3.2	-7.1	0.0	-0.5	-1.3	2.6	-0.3	-8.6	-4.1	-11.4
Máquinas e produtos metálicos	-5.9	-2.0	7.0	3.3	5.4	7.9	11.2	-9.9	-6.3	-10.1
Material de transporte	-11.2	-10.2	-1.8	2.4	4.6	8.0	-3.8	-21.8	1.7	-22.9
Construção	-2.4	-8.6	-2.0	-1.8	-4.6	-0.4	-4.6	-6.6	-4.2	-11.5
Outra	12.6	-0.8	2.9	-2.9	1.6	5.9	2.9	-2.5	-2.1	-1.9
Variação de existências <sup>(a)</sup>	-0.4	-0.2	0.8	-0.1	0.2	-0.1	0.0	-1.1	0.1	-0.5
Procura interna	-0.2	-1.9	2.9	1.4	0.8	2.0	0.8	-3.3	0.8	-5.7
Contributo procura interna para PIB <sup>(a)</sup>	-0.2	-2.0	3.1	1.5	0.9	2.2	0.9	-3.6	0.9	-6.2
Exportações	2.8	3.6	4.1	0.2	11.6	7.5	-0.1	-10.9	8.8	7.4
Bens	3.3	6.0	3.7	-0.6	10.0	5.7	-0.6	-13.0	9.9	7.9
Turismo e outros serviços	1.3	-2.6	5.3	2.5	15.8	12.4	1.3	-6.0	6.3	6.3
Procura global	0.4	-0.8	3.1	1.2	3.0	3.3	0.6	-5.1	2.5	-2.7
Importações	-0.5	-0.5	7.6	2.3	7.2	5.5	2.3	-10.0	5.4	-5.5
Bens	-0.1	0.3	7.8	1.8	6.4	5.4	2.1	-10.6	5.7	-7.0
Turismo e outros serviços	-2.3	-5.1	6.0	5.3	12.0	5.9	3.9	-6.4	3.8	2.6
Contributo procura externa líquida para PIB <sup>(a)</sup>	0.9	1.1	-1.5	-0.8	0.6	0.1	-1.0	0.6	0.5	4.6
PIB	0.8	-0.9	1.6	0.8	1.4	2.4	0.0	-2.9	1.4	-1.6

**Fontes:** INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Contributo para a taxa de variação do PIB em pontos percentuais.

### Quadro A.5.3

PRODUTO INTERNO BRUTO - ÓTICA DA DESPESA   TAXA DE VARIAÇÃO DOS DEFLATORES IMPLÍCITOS, EM PORCENTAGEM	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Consumo privado	2.8	3.0	2.5	2.7	3.0	3.0	2.6	-2.2	1.6	3.7
Consumo público	4.0	3.4	3.0	4.0	1.8	1.3	2.5	2.7	-0.6	-4.2
Investimento	2.3	1.1	2.5	2.4	2.7	2.1	3.1	-1.4	3.1	2.4
Formação bruta de capital fixo	2.4	1.2	2.5	2.5	2.7	2.2	3.0	-1.9	2.8	2.1
Máquinas e produtos metálicos	-1.3	-4.2	-1.0	-1.5	-2.2	-0.2	-1.2	-5.7	-1.3	-1.4
Material de transporte	2.3	0.7	0.4	1.9	1.9	1.5	0.8	-1.4	0.9	0.8
Construção	4.0	2.8	3.8	3.9	4.6	3.1	5.3	-0.9	4.7	3.5
Outra	3.8	2.5	1.9	2.9	2.5	2.8	3.6	0.6	0.7	2.2
Variação de existências	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Procura interna	2.8	2.6	2.6	2.9	2.7	2.5	2.7	-1.1	1.4	1.8
Exportações	0.0	-1.4	1.5	1.7	4.4	1.9	2.5	-5.0	4.2	5.5
Bens	-0.9	-2.9	1.2	1.7	4.9	1.4	2.2	-6.1	5.3	6.8
Turismo e outros serviços	2.5	2.7	2.4	1.5	3.1	3.3	3.2	-2.7	2.0	2.5
Procura global	2.3	1.8	2.4	2.6	3.1	2.4	2.6	-1.9	2.0	2.7
Importações	-1.6	-1.7	2.2	3.0	3.9	1.3	5.0	-9.2	4.8	8.0
Bens	-2.2	-2.2	2.1	2.9	4.0	1.0	5.5	-10.7	5.2	8.9
Turismo e outros serviços	2.0	1.3	2.7	3.8	3.4	2.8	2.2	-0.9	2.8	3.1
PIB	3.7	3.0	2.5	2.5	2.8	2.8	1.6	0.9	1.1	0.7

Fontes: INE.

## Quadro A.5.4

PROCURA EXTERNA DE BENS, EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS E QUOTA DE MERCADO   TAXA DE VARIÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM											
	Pesos 2010	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Procura externa dirigida à economia portuguesa <sup>(a)</sup>	100.0	2.1	4.6	8.7	6.4	9.2	6.3	-1.4	-14.7	12.2	4.7
Procura externa intra-área do euro (17 países)	79.5	2.2	4.8	8.8	6.4	9.4	6.3	-1.5	-14.7	12.4	4.6
<i>da qual importações de:</i>											
Espanha	33.7	4.2	6.7	9.7	7.3	10.2	7.7	-6.0	-18.6	11.3	1.7
Alemanha	16.0	-0.4	6.8	8.7	6.9	13.7	5.7	3.7	-9.8	12.8	9.5
França	15.3	2.3	1.2	7.4	6.1	5.6	5.7	1.3	-12.0	9.5	6.7
Itália	4.6	-0.1	2.6	6.0	3.3	7.9	4.3	-3.5	-13.3	15.4	3.1
Países Baixos	4.5	0.4	3.1	8.1	5.9	10.0	6.8	1.9	-9.7	12.6	5.5
Bélgica	3.0	1.1	0.9	7.3	5.9	5.8	5.2	3.0	-12.9	8.4	5.5
Procura externa extra-área do euro	20.5	2.3	4.9	8.8	6.5	9.3	6.3	-1.6	-14.7	12.3	4.6
<i>da qual importações de:</i>											
Reino Unido <sup>(b)</sup>	7.1	3.6	4.4	7.5	4.5	8.4	3.3	-1.3	-12.6	11.4	-0.3
EUA	3.9	3.7	4.9	11.1	6.8	5.9	2.6	-3.8	-15.6	14.8	6.6
Exportações portuguesas de bens		3.3	6.0	3.7	-0.6	10.0	5.7	-0.6	-13.0	9.9	7.9
Quota de mercado		1.2	1.3	-4.6	-6.6	0.8	-0.5	0.8	2.0	-2.1	3.1

**Fontes:** Comissão Europeia (AMECO), Instituto de Estatística do Reino Unido, INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Calculada como uma média ponderada do crescimento real das importações de bens de 35 importantes parceiros comerciais. Cada país foi ponderado de acordo com o seu peso como mercado de exportação de Portugal no ano anterior. Em conjunto, estes países representam cerca de 80 por cento das exportações portuguesas de bens. (b) Exclui os efeitos da fraude do IVA, de acordo com estimativas do Instituto de Estatística do Reino Unido.

## Quadro A.5.5

### EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS POR ZONAS ECONÓMICAS E PAÍSES DE DESTINO

Estrutura das exportações - pesos em percentagem		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Intra - UE27	81.9	2.4	2.5	5.3	-0.8	11.4	6.0	-2.1	-17.3	15.4	13.6
Intra - UE15	80.5	2.2	2.3	5.3	-1.2	10.9	5.7	-2.8	-18.1	14.6	13.1
Espanha	20.4	11.0	15.1	11.6	6.2	18.1	8.3	-1.4	-20.3	13.2	7.5
Alemanha	18.7	-5.0	-13.6	-2.8	-6.5	19.8	6.7	-0.1	-17.1	16.5	20.3
França	12.7	8.2	0.7	10.6	-1.5	6.2	8.0	-5.0	-14.2	10.3	17.4
Reino Unido	10.1	3.5	2.1	-2.4	-11.6	-4.6	-5.8	-8.1	-15.8	12.6	6.8
Itália	4.4	4.7	7.7	-2.9	0.2	6.6	9.4	-9.4	-17.1	17.4	11.0
Países Baixos	4.1	-3.4	0.9	13.4	-1.0	6.8	-0.6	-3.6	-10.2	22.4	18.5
Bélgica/Luxemburgo	5.4	-16.5	5.5	2.9	-7.2	-7.5	-6.4	-5.2	-18.7	32.5	25.5
Suécia	1.5	-0.2	-6.5	-8.4	-3.2	14.1	20.1	-6.5	-18.3	2.2	15.9
Dinamarca	1.1	-4.1	-7.8	-6.3	0.6	-1.9	14.0	1.0	-15.6	6.7	1.9
Finlândia	0.5	-5.5	6.3	50.2	8.2	11.6	-9.6	7.5	-46.3	77.5	1.7
Áustria	0.7	-8.0	0.5	1.9	-4.1	8.0	5.8	-1.8	-6.4	12.7	11.9
Irlanda	0.5	8.6	1.4	14.2	-8.9	10.7	-0.2	27.2	-49.5	-10.9	16.5
Grécia	0.4	-2.1	21.7	2.6	-5.1	2.0	10.5	6.2	-27.9	-2.8	22.3
Intra - área do euro <sup>(a)</sup>	68.0	2.2	2.7	7.0	0.3	12.8	6.6	-2.1	-18.3	15.2	13.7
Extra - área do euro	32.0	2.1	3.0	2.9	1.6	18.0	9.2	8.7	-18.6	17.4	17.7
Extra - UE15	19.5	1.8	5.0	7.0	8.4	27.5	13.0	13.9	-19.3	19.6	20.0
Extra - UE27	18.1	1.2	4.3	7.4	7.4	26.8	12.6	13.4	-21.5	17.7	19.5
OPEP	0.8	-8.1	1.6	16.2	38.7	-21.3	674.9	44.8	-0.4	-7.6	22.5
PALOP	2.7	10.3	7.6	2.6	17.1	43.8	35.3	29.9	-1.2	-9.1	20.9
EUA	5.5	2.1	1.9	9.2	-5.3	27.4	-15.1	-25.0	-24.5	31.1	12.9
Brasil	0.8	-27.0	-21.4	19.7	15.3	43.0	1.4	23.9	-7.9	49.5	32.9
EFTA	2.1	-13.2	3.1	-29.4	-5.3	10.6	-4.6	10.3	-9.0	11.5	11.2
Canadá	0.5	-5.0	19.0	6.8	-20.8	9.3	-5.4	29.5	-27.0	29.7	15.0
Japão	0.4	-13.3	-0.2	-4.0	-3.7	25.1	173.9	-39.8	-51.9	47.8	50.0
Outros	5.3	9.0	7.2	18.5	15.1	27.7	-37.3	5.3	-79.0	301.9	14.8
Total	100.0	2.2	2.8	5.7	0.7	14.5	7.4	1.4	-18.4	16.0	15.1

Fonte: INE (Estatísticas de Comércio Internacional).

Nota: (a) Área do euro 17 países (composição fixa).

**Quadro A.5.6**

IMPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS POR ZONAS ECONÓMICAS E PAÍSES DE ORIGEM													
	Estrutura das importações - pesos em percentagem												
	2001	2010	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Intra - UE27	78.0	75.7	0.6	-1.9	9.2	1.8	8.8	5.9	4.6	-15.9	7.0	-2.6	
Intra - UE15	76.4	73.4	0.3	-1.6	9.3	1.4	8.8	5.8	4.3	-16.3	7.0	-2.9	
Espanha	28.0	31.2	3.3	1.8	12.0	2.8	10.2	7.1	6.3	-14.9	5.7	2.3	
Alemanha	14.4	13.9	2.3	-2.3	6.3	3.5	9.0	3.9	2.7	-21.0	16.5	-10.0	
França	10.3	7.3	-3.1	-5.9	4.9	-2.2	6.7	8.7	-0.2	-17.5	-3.5	-4.3	
Itália	6.9	5.7	-4.7	-5.3	5.1	-1.0	10.6	-1.0	4.6	-13.4	8.6	-5.0	
Países Baixos	4.9	5.1	-8.1	1.2	11.1	-1.1	16.1	5.8	6.6	-9.5	7.1	-6.0	
Reino Unido	5.0	3.8	-0.9	-6.9	6.6	-2.6	5.2	-5.2	-4.1	-20.6	27.6	-10.7	
Bélgica/Luxemburgo	3.2	2.9	-2.0	-5.1	9.1	5.1	7.3	10.4	6.1	-23.0	7.3	-6.2	
Suécia	1.1	1.0	1.3	-0.4	20.7	-6.7	-7.7	24.1	2.8	-22.0	11.3	2.4	
Irlanda	0.6	1.0	9.1	7.2	25.6	12.2	9.9	-6.0	24.0	-13.2	6.8	10.1	
Dinamarca	0.6	0.6	8.1	-13.9	33.8	5.3	-3.7	-8.8	19.6	-18.8	3.1	-4.2	
Áustria	0.7	0.5	-1.9	7.1	12.4	-15.3	8.0	44.9	-27.1	7.7	-29.1	-2.0	
Finlândia	0.5	0.3	4.0	-0.7	1.7	18.0	-26.8	20.8	45.4	-2.1	-58.3	-15.4	
Grécia	0.2	0.2	-4.9	-10.6	-3.7	4.0	4.3	21.8	10.7	-12.9	2.5	15.0	
Intra - área do euro <sup>(a)</sup>	69.9	68.3	0.3	-1.1	9.0	1.8	9.5	6.5	4.6	-15.9	6.0	-2.5	
Extra - área do euro	30.1	31.7	-11.4	-2.3	15.9	10.5	9.8	6.5	12.8	-28.7	23.7	8.7	
Extra - UE15	23.6	26.6	-14.4	-0.7	16.7	14.4	11.8	8.6	15.4	-29.9	24.1	11.9	
Extra - UE27	22.0	24.3	-16.7	0.6	17.5	14.1	12.3	8.5	15.3	-32.0	25.9	12.5	
OPEP	4.3	6.7	-18.3	8.1	24.0	51.0	7.4	8.4	42.9	-46.1	28.3	20.8	
Brasil	1.2	1.8	17.9	0.5	29.8	14.8	25.3	12.0	-1.3	-34.9	17.9	39.7	
EFTA	2.9	1.6	-31.8	2.3	-7.5	1.4	21.4	5.3	-1.6	-16.1	-2.6	-12.3	
EUA	3.4	1.5	-44.8	-10.6	34.0	1.0	-26.9	22.2	8.1	-16.1	-2.4	30.2	
PALOP	0.4	1.1	-34.0	-56.8	-23.1	64.7	37.9	345.7	12.0	-55.0	196.0	104.7	
Japão	1.7	0.6	-11.4	-7.1	-2.8	-10.5	-5.6	3.9	3.1	-51.6	27.3	-6.1	
Canadá	0.2	0.4	-18.4	127.1	-41.9	-2.9	-12.6	25.6	95.8	-49.0	97.0	-3.0	
Outros	7.8	10.6	-3.3	0.0	22.5	4.5	23.1	1.1	4.8	-19.6	27.5	-3.6	
Total	100.0	100.0	-3.2	-1.4	10.8	4.3	9.6	6.5	7.1	-20.0	11.0	1.1	

**Fonte:** INE (Estatísticas de Comércio Internacional).

**Nota: (a)** Área do euro 17 países (composição fixa).

## Quadro A.5.7

EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS POR GRUPOS DE PRODUTOS   TAXA DE VARIAÇÃO NOMINAL, EM PORCENTAGEM											
	Pesos 2010	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
TOTAL	100.0	2.2	2.8	5.7	0.7	14.5	7.4	1.4	-18.4	16.0	15.1
Agrícolas	5.3	7.1	1.1	13.9	5.8	12.4	14.4	25.0	-10.4	14.1	12.7
Alimentares	5.3	11.4	5.3	1.2	0.6	15.0	18.3	9.2	-2.1	2.8	12.3
Combustíveis minerais	6.7	18.7	4.8	16.3	50.6	49.0	-8.6	25.1	-28.4	59.5	24.8
Químicos	5.0	7.7	9.0	0.8	14.2	11.3	11.9	1.4	-16.0	17.1	29.7
Plásticos, borracha	6.9	12.2	15.2	26.8	9.8	14.6	11.7	0.5	-13.4	27.7	14.2
Peles, couros	0.3	0.1	-18.2	-6.6	-1.0	28.2	-4.1	4.1	-18.3	23.1	32.6
Madeira, cortiça	3.5	2.2	1.3	1.8	-2.5	10.2	6.3	-4.4	-23.0	7.6	10.9
Pastas celulósicas, papel	5.7	0.1	5.2	-2.0	2.8	12.2	-12.9	9.2	-0.9	40.7	4.8
Matérias têxteis	4.1	-0.7	-18.5	-2.3	-4.1	5.3	4.6	-6.6	-16.1	13.0	10.3
Vestuário	6.0	-4.0	1.8	-5.0	-12.9	2.2	1.5	-5.8	-13.2	3.0	6.9
Calçado	3.7	-6.0	-8.8	-6.9	-7.3	2.2	2.7	2.6	-8.2	5.1	15.2
Minerais, minérios	5.5	1.4	5.2	18.1	5.1	24.5	13.9	-3.0	-15.9	13.0	6.1
Metais comuns	7.9	8.1	7.4	25.6	10.2	28.8	10.2	-0.2	-25.9	17.3	17.3
Máquinas, aparelhos	14.9	3.7	3.1	5.6	-0.1	16.1	7.6	-0.8	-31.0	6.3	11.6
Veículos, outro material de transporte	12.4	-2.7	5.1	6.1	-6.6	9.2	2.8	-2.7	-21.4	22.2	23.4
Ótica e precisão	1.1	12.3	13.0	-1.6	-19.2	7.3	14.3	6.5	2.9	18.3	8.9
Outros produtos	5.6	7.3	22.5	8.1	0.2	12.1	41.2	-2.5	-3.3	6.8	19.1

Fonte: INE (Estatísticas de Comércio Internacional).

## Quadro A.5.8

IMPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS POR GRUPOS DE PRODUTOS   TAXA DE VARIAÇÃO NOMINAL, EM PORCENTAGEM											
	Pesos 2010	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
TOTAL	100.0	-3.2	-1.4	10.8	4.3	9.6	6.5	7.1	-20.0	11.0	1.1
Agrícolas	9.5	-1.6	-0.1	5.9	2.2	11.0	14.2	9.8	-11.6	5.1	10.4
Alimentares	4.1	3.7	0.7	5.8	-3.2	6.0	12.6	11.2	0.6	-2.1	6.9
Combustíveis minerais	14.6	-4.0	2.2	19.3	40.8	11.8	-0.8	28.0	-37.3	28.8	23.4
Químicos	10.0	7.5	2.0	8.8	1.6	12.6	1.3	7.1	-4.1	9.4	4.6
Plásticos, borracha	5.1	5.9	2.0	9.0	2.6	11.0	10.6	2.6	-16.5	16.4	9.8
Peles, couros	1.0	-8.8	-10.8	-2.4	-8.1	9.8	10.8	-0.7	-14.3	14.2	5.2
Madeira, cortiça	1.2	-1.4	-7.1	3.3	0.2	3.9	12.7	-2.0	-25.0	15.8	6.1
Pastas celulósicas, papel	2.3	-1.2	-1.0	3.7	-2.3	5.3	6.2	0.4	-8.8	5.0	-0.8
Matérias têxteis	2.8	-7.8	-7.1	-3.4	-12.8	6.4	-0.1	-8.3	-16.2	14.6	0.4
Vestuário	3.0	7.5	0.9	6.0	-1.4	13.0	7.9	1.6	0.5	3.4	0.5
Calçado	0.9	2.3	-3.3	4.2	-3.7	13.1	10.8	2.9	-7.5	4.2	5.4
Minerais, minérios	1.4	-1.3	-2.6	1.9	6.7	4.2	2.9	3.2	-17.9	0.8	-7.1
Metal comuns	7.9	1.5	-1.7	28.4	0.6	23.0	8.7	2.9	-34.4	15.1	4.1
Máquinas, aparelhos	16.4	-9.2	0.6	10.2	0.8	7.0	7.7	5.2	-22.8	-4.7	4.1
Veículos, outro material de transporte	14.1	-9.3	-7.1	16.6	-0.2	4.3	8.0	0.6	-20.7	29.2	-23.9
Ótica e precisão	2.2	0.7	-3.9	3.2	3.5	8.5	1.8	1.5	-5.5	6.8	-8.7
Outros produtos	3.3	2.1	0.4	4.5	1.1	1.6	5.7	2.0	-3.2	8.8	-6.9

Fonte: INE (Estatísticas de Comércio Internacional).

## Quadro A.5.9

RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES   MILHÕES DE EUROS												
	2002	2003 <sup>(a)</sup>		2004 <sup>(a)</sup>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Rendimento disponível dos particulares	98110	101369	(101522)	105807	109614	112795	118384	123499	122959	126786	125552	
Taxa de variação nominal, em percentagem	3.9	3.3	(3,5)	4.4	(4,2)	2.9	5.0	4.3	-0.4	3.1	-1.0	
Remunerações do trabalho <sup>(b)</sup>	69315	71204	(70913)	73530	77198	79520	82857	85661	85757	86665	85629	
Rendimentos de empresas e propriedade	29944	31630	(31614)	32720	34116	34055	35756	37451	35095	36759	37642	
Transferências correntes	26561	27359		28767	29776	32599	34675	37118	38931	40276	40187	
Transferências internas	23800	24951		26335	27628	30086	31856	34240	36646	37794	37609	
Transferências externas	2761	2408		2432	2148	2512	2818	2878	2285	2482	2578	
Impostos diretos (-)	7771	7865	(7711)	7913	8310	8876	9723	10077	10142	10044	11053	
Contribuições sociais (-)	19938	20960	(20653)	21297	23167	24503	25181	26654	26682	26870	26854	
Rendimento disponível dos particulares (incluindo ajustamento pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões)	98521	101677	(101831)	106174	110921	113896	118952	123692	123148	126920	125662	
Taxa de variação nominal, em percentagem	3.7	3.2	(3,4)	4.4	(4,3)	2.7	4.4	4.0	-0.4	3.1	-1.0	
<i>Por memória:</i>												
Consumo privado nominal	88393	90800		95598	99847	104748	110635	114957	109774	113914	113486	
Taxa de poupança (em % do rendimento disponível)	10.3	10.7	(10,8)	10.0	10.0	8.0	7.0	7.1	10.9	10.2	9.7	

**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** **(a)** Entre parêntesis, valores ajustados dos efeitos diretos da cedência de créditos tributários por parte das administrações públicas. **(b)** As remunerações recebidas pelas famílias incluem as contribuições patronais para a Segurança Social quer do setor privado quer do setor público.

## Quadro A.6.1

INDICADORES DE PREÇOS E CUSTOS NÃO SALARIAIS   TAXAS DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL, EM PORCENTAGEM											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Índice de Preços no Consumidor <sup>(a)</sup>	3.6	3.3	2.4	2.3	3.1	2.5	2.6	-0.8	1.4	3.7	
Deflator do PIB	3.7	3.0	2.5	2.5	2.8	2.8	1.6	0.9	1.1	0.7	
Índice de preços na produção industrial <sup>(b)</sup>											
Indústria transformadora	0.4	0.4	2.9	3.5	4.2	2.5	5.3	-5.6	3.5	5.7	
Indústria transformadora excluindo combustíveis	0.4	0.3	1.7	1.3	2.7	2.6	3.1	-2.7	1.1	3.2	
Preços de importação de bens <sup>(c)</sup>											
Total	-2.2	-2.2	2.1	2.9	4.0	1.0	5.5	-10.7	5.2	8.9	
Bens de consumo	-0.5	-2.9	-1.7	-2.9	0.8	-0.3	0.5	-4.7	-1.8	5.4	
Alimentares	-1.8	-3.9	1.1	-0.9	2.3	3.7	6.6	-5.5	-0.3	12.7	
Não alimentares	-0.5	-3.4	-3.9	-4.4	-0.6	-2.6	-2.0	-5.4	-3.4	0.2	
Automóveis de passageiros	2.4	1.0	0.3	-1.6	2.6	-0.3	-2.5	0.6	0.0	-0.1	
Bens de equipamento	-1.0	-3.3	-0.3	-2.3	-0.7	-0.6	-2.3	-5.5	0.3	-1.4	
Material de transporte	1.3	0.5	0.1	-1.6	1.4	3.3	-1.2	-4.7	0.6	1.1	
Outros bens de equipamento	-2.1	-4.9	-0.5	-2.6	-1.6	-2.4	-2.7	-5.9	0.0	-1.8	
Combustíveis	-7.1	5.4	15.1	31.5	21.7	0.7	31.5	-28.8	31.2	29.6	
Bens intermédios	-2.5	-2.6	2.4	0.7	2.2	2.8	2.8	-7.4	4.3	7.6	
Preço internacional de matérias-primas											
Preço do petróleo (Brent Blend), USD	0.4	13.6	33.5	45.0	20.1	9.5	35.8	-36.7	28.7	38.3	
Preço do petróleo (Brent Blend), EUR	-4.9	-5.0	21.4	45.0	19.0	0.4	26.6	-33.2	35.4	31.7	
Preço de matérias-primas não energéticas, USD	2.9	12.6	22.1	6.2	26.9	18.2	13.3	-23.4	27.1	19.6	
Alimentares	14.0	9.8	12.6	-5.5	7.5	32.8	33.7	-15.7	9.6	27.0	
Industriais	-3.9	14.7	28.8	13.4	36.9	12.4	3.6	-28.1	39.8	15.4	
Preço de matérias-primas não energéticas, EUR	-2.4	-5.9	11.2	6.0	25.5	8.5	4.8	-18.8	34.0	13.8	
Alimentares	7.8	-8.1	2.7	-5.8	6.3	21.3	24.3	-10.4	15.0	20.9	
Industriais	-8.7	-4.3	17.1	13.3	35.4	3.3	-4.4	-23.9	47.7	9.7	
Por memória:											
Índice cambial efetivo nominal para Portugal <sup>(d)</sup>	0.6	2.8	0.8	-0.3	0.0	0.7	0.9	0.4	-1.5	-0.1	

**Fontes:** BCE, Eurostat, HWWI, INE, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Até 2002, as taxas de variação foram calculadas utilizando o IPC de base 1997. Entre 2003 e 2008, as taxas de variação são calculadas utilizando o IPC de base 2002. A partir de 2009, as taxas de variação são calculadas com base no IPC de base 2008. (b) Até dezembro de 2005, as taxas de variação são calculadas a partir das séries do IPI de base 2000. A partir de janeiro de 2006, as taxas de variação são calculadas utilizando as séries do IPI de base 2005. As séries do IPI de base 2005 utilizam a nomenclatura CAE Rev. 3. (c) Cálculos do Banco de Portugal a partir de informação disponibilizada pelo INE. A classificação por grandes categorias económicas apresentada neste quadro difere da utilizada pelo INE na medida em que os automóveis de passageiros estão incluídos nos bens de consumo e não nos bens de equipamento. (d) Uma variação positiva corresponde a uma apreciação do índice.



## Quadro A.6.2

CUSTOS DO TRABALHO   TAXA DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL, EM PORCENTAGEM		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Remunerações por trabalhador <sup>(a)</sup>											
Total da Economia <sup>(b)</sup>											
Nominal		3.0	2,8 (2,4)	1,8 (2,2)	4,4	1,8	3,6	3,0	2,8	1,4	-0,8
Real <sup>(c)</sup>		0,2	-0,2 (-0,6)	-0,7 (-0,3)	1,7	-1,2	0,5	0,5	5,1	-0,2	-4,4
Setor privado											
Nominal		2,7	3,3 (2,7)	2,5 (3,1)	4,5	2,7	4,6	3,3	1,6	1,8	1,0
Real <sup>(c)</sup>		-0,1	0,3 (-0,3)	-0,1 (0,5)	1,7	-0,3	1,6	0,7	3,9	0,2	-2,6
Contratação coletiva											
Total sem administrações públicas		3,6	2,8	2,9	2,7	2,7	2,9	3,1	2,8	2,1	1,2
Indústria		3,6	2,7	2,9	2,8	2,8	3,0	3,5	3,2	3,5	1,9
Serviços		3,0	3,0	2,9	2,6	3,0	3,0	2,8	2,8	1,8	1,5

**Fontes:** INE, Ministério da Economia e do Emprego/ Ministério do Trabalho e da Solidariedade Social e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Entre parêntesis valores ajustados dos efeitos diretos da cedência de créditos tributários por parte das administrações públicas. Para mais detalhes ver "Caixa 6.1 Efeitos orçamentais das medidas temporárias implementadas entre 2002 e 2004" no Relatório Anual de 2004. (b) Remuneração média por trabalhador, bruta de contribuições e de impostos sobre o rendimento, consistente com a informação e metodologia das Contas Nacionais base 2006. (c) Calculado com base na taxa de crescimento do deflador do consumo privado.

## Quadro A.6.3

IPC - PRINCIPAIS CLASSES E AGREGADOS <sup>(a)</sup>   TAXAS DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL, EM PORCENTAGEM											
	Pesos 2010	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total	100.0	3.6	3.3	2.4	2.3	3.1	2.5	2.6	-0.8	1.4	3.7
Total excluindo alimentares não transformados e energéticos	78.3	4.4	3.2	2.4	1.8	2.5	2.2	2.4	0.4	0.3	2.3
Agregados											
Bens	60.0	2.4	2.7	1.6	1.9	3.2	2.2	2.3	-2.3	1.7	4.4
Alimentares	21.1	1.9	2.9	1.4	0.2	3.7	2.8	4.2	-2.5	0.4	3.0
Não transformados	9.5	0.3	2.6	0.0	-0.5	3.2	3.0	0.6	-4.3	0.7	2.9
Transformados	11.6	3.8	3.1	2.9	0.8	4.2	2.6	8.1	-0.9	0.2	3.1
Industriais	38.9	2.7	2.6	1.7	2.8	2.9	1.9	1.3	-2.2	2.4	5.1
Não energéticos	26.7	3.1	2.0	0.8	1.0	1.5	1.4	-0.3	-0.9	-0.8	1.4
Energéticos	12.2	1.2	4.9	5.4	9.9	8.0	3.5	6.5	-7.8	9.5	12.7
Serviços	40.0	6.0	4.5	3.8	3.0	2.9	2.9	3.0	1.7	1.0	2.6
Classes											
Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas	18.0	1.5	2.6	1.1	-0.6	2.7	2.4	3.7	-3.4	-0.2	2.1
Bebidas alcoólicas e tabaco	3.1	4.8	4.6	3.0	4.8	9.7	4.9	7.5	3.3	4.4	7.9
Vestuário e calçado	5.1	2.5	1.3	-1.1	-1.1	0.5	2.2	1.6	-1.7	-1.7	-3.9
Habituação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis	11.0	2.9	4.0	3.0	4.4	3.9	3.6	3.9	2.1	4.4	6.7
Acessórios, equipamento doméstico e manutenção corrente da habitação	6.2	3.1	2.6	1.6	1.3	1.0	1.6	1.7	1.7	1.6	1.2
Saúde	8.2	4.8	1.9	1.7	0.9	1.5	7.4	1.4	-1.4	-1.3	4.5
Transportes	16.7	5.0	4.3	3.5	5.8	5.5	1.6	1.5	-3.6	4.6	8.9
Comunicações	3.3	0.8	-1.3	-1.0	-0.2	-0.9	-1.8	-2.1	-1.0	-1.9	3.0
Lazer, recreação e cultura	6.6	2.2	1.7	2.8	1.6	1.2	0.3	0.6	-1.6	-0.2	1.0
Educação	2.4	5.8	5.6	9.3	7.0	5.2	3.7	4.2	3.5	2.8	2.1
Restaurantes e hotéis	10.9	5.7	5.7	4.6	2.4	2.3	2.6	3.7	2.4	1.2	1.4
Bens e serviços diversos	8.5	5.8	4.0	2.6	2.2	3.3	2.4	2.5	1.9	0.5	1.8

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Até 2002, as taxas de variação foram calculadas utilizando o IPC de base 1997. Entre 2003 e 2008, as taxas de variação são calculadas utilizando o IPC de base 2002. A partir de 2009, as taxas de variação são calculadas com base no IPC de base 2008.

## Quadro A.6.4

PORTUGAL E ÁREA DO EURO - PRINCIPAIS AGREGADOS DO IHPC   TAXAS DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL, EM PORCENTAGEM											
	Pesos 2010	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Portugal											
Total	100.0	3.7	3.3	2.5	2.1	3.0	2.4	2.7	-0.9	1.4	3.6
Agregados											
Bens	57.9	2.4	2.4	1.6	1.9	3.2	2.2	2.4	-2.4	1.7	4.4
Alimentares	20.6	1.9	2.6	1.4	0.1	3.6	2.8	4.2	-2.5	0.4	3.0
Não transformados	9.3	0.2	2.1	0.0	-0.5	3.2	3.0	0.6	-4.3	0.7	2.9
Transformados	11.3	3.8	3.1	2.8	0.8	4.1	2.6	8.1	-0.9	0.2	3.1
Industriais	37.3	2.7	2.4	1.8	2.8	3.0	1.9	1.4	-2.3	2.4	5.2
Não energéticos	25.6	3.1	1.8	0.8	1.0	1.5	1.4	-0.2	-0.8	-0.7	1.4
Energéticos	11.7	1.2	4.9	5.4	10.0	8.1	3.5	6.6	-8.0	9.5	12.8
Serviços	42.1	5.9	4.6	3.9	2.5	2.7	2.8	3.1	1.3	1.0	2.4
Área do euro											
Total	100.0	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1	3.3	0.3	1.6	2.7
Agregados											
Bens	58.0	1.7	1.8	1.8	2.1	2.3	1.9	3.8	-0.9	1.8	3.3
Alimentares	19.2	3.1	2.8	2.3	1.6	2.4	2.8	5.1	0.7	1.1	2.7
Não transformados	7.3	3.1	2.1	0.6	0.8	2.8	3.0	3.5	0.2	1.3	1.8
Transformados	11.9	3.1	3.3	3.4	2.0	2.1	2.8	6.1	1.1	0.9	3.3
Industriais	38.9	1.0	1.2	1.6	2.4	2.3	1.4	3.1	-1.7	2.2	3.7
Não energéticos	29.3	1.5	0.8	0.8	0.3	0.6	1.0	0.8	0.6	0.5	0.8
Energéticos	9.6	-0.6	3.0	4.5	10.1	7.7	2.6	10.3	-8.1	7.4	11.9
Serviços	42.0	3.1	2.5	2.6	2.3	2.0	2.5	2.6	2.0	1.4	1.8

Fonte: Eurostat.

## Quadro A.7.1

CAPACIDADE / NECESSIDADE LÍQUIDA DE FINANCIAMENTO POR SETOR INSTITUCIONAL <sup>(a)</sup>   EM PORCENTAGEM DO PIB										
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Particulares										
Poupança	7.2	7.6	(7.7)	7.1	7.2	5.7	4.9	5.1	7.5	7.1
Transferências de capital <sup>(b)</sup>	3.3	2.0		2.4	2.6	2.2	1.9	2.4	1.7	1.7
Investimento	8.1	7.0		6.9	6.9	6.4	5.8	4.8	4.7	4.6
Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento	2.4	2.6	(2.7)	2.6	2.9	1.5	1.0	2.0	4.6	4.2
Sociedades										
Poupança	10.6	10.7	(11.8)	11.1	9.3	8.6	8.4	8.4	9.3	8.6
Transferências de capital <sup>(b)</sup>	-2.7	-1.3	(-0.4)	-2.9	-1.4	-1.1	-0.9	-1.8	-1.1	(-0.5)
Investimento	13.5	12.7		13.2	13.1	13.9	14.3	12.4	11.3	10.2
Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento	-5.7	-3.3	(-1.3)	-5.1	-5.2	-6.4	-6.8	-9.7	-3.1	(-1.5)
Administrações públicas										
Poupança	-0.6	-1.5	(-2.7)	-2.4	-3.2	-2.0	-0.7	-1.3	-6.9	-4.9
Transferências de capital <sup>(b)</sup>	1.2	1.6	(0.7)	2.2	0.3	0.2	0.2	0.6	-0.2	(-1.0)
Investimento	4.1	3.9		3.8	3.6	2.8	2.7	2.9	3.0	2.6
Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento	-3.4	-3.7	(-5.9)	-4.0	-6.5	-4.6	-3.2	-3.7	-9.8	(-11.5)
Exterior										
Poupança	8.5	6.7		8.3	10.3	10.7	10.2	12.6	10.8	9.7
Transferências de capital <sup>(b)</sup>	-1.8	-2.3		-1.7	-1.5	-1.3	-1.2	-1.2	-1.3	-1.5
Capacidade (+) / necessidade (-) de financiamento	6.7	4.4		6.5	8.8	9.5	8.9	11.4	9.6	5.1
Por memória:										
Poupança interna	17.2	16.8		15.7	13.2	12.3	12.7	10.6	9.4	10.8
Investimento	25.7	23.5		24.0	23.5	23.1	22.8	23.2	20.2	17.4

Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Em 2003 e 2004, os valores entre parênteses encontram-se ajustados dos efeitos diretos da cedência de créditos tributários e da transferência de reservas de empresas de capitais públicos para as administrações públicas. Para mais detalhes, ver "Caixa 6.1. Efeitos orçamentais das medidas temporárias implementadas entre 2002 e 2004" do "Capítulo 6 *Finanças Públicas*", Relatório Anual, 2004. Em 2010 e 2011, os valores entre parênteses encontram-se ajustados do efeito direto da transferência do fundo de pensões da Portugal Telecom (PT) para as administrações públicas (em 2010) e dos fundos de pensões de algumas instituições financeiras para as administrações públicas (em 2011). (b) Valores líquidos, i.e., diferença entre as transferências recebidas de outros setores e as transferências pagas a outros setores, incluindo as aquisições líquidas de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

## Quadro A.7.2

BALANÇA DE PAGAMENTOS   EM MILHÕES DE EUROS	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Balança Corrente	-11574	-9230	-12433	-15924	-17187	-17105	-21736	-18402	-17225	-11024
Bens	-14766	-13441	-16344	-18226	-18406	-19206	-22985	-17794	-18195	-13190
Serviços	3387	3637	4051	3912	5019	6533	6602	5985	6712	7744
Transportes	-365	-152	-174	-72	589	975	1201	1104	1461	1833
Viagens e turismo	3847	3718	3971	3744	4014	4533	4501	4196	4648	5172
Seguros	-74	-71	-88	-88	-96	-91	-99	-86	-140	-116
Direitos de utilização	-308	-244	-262	-235	-255	-267	-293	-260	-381	-343
Outros serviços	306	393	586	563	832	1417	1280	985	1046	1084
Operações governamentais	-19	-8	17	0	-67	-35	11	46	79	114
Rendimentos	-3166	-2307	-2977	-3880	-6316	-7035	-7817	-8728	-7939	-8573
Rendimentos de trabalho	-59	-19	-118	-161	-143	-5	-31	-131	-120	-145
Rendimentos de investimento	-3107	-2289	-2858	-3720	-6172	-7030	-7786	-8597	-7820	-8427
Rendimentos de investimento direto	-869	-717	-787	-1263	-2271	-1995	-1426	-3603	-3041	-2919
Rendimentos de investimento de carteira	-808	-592	-603	-667	-726	-1241	-2785	-3452	-3449	-3430
Rendimentos de outro investimento	-1430	-979	-1468	-1790	-3176	-3794	-3575	-1542	-1330	-2078
Transferências correntes	2971	2881	2837	2270	2516	2603	2464	2135	2198	2995
Transferências públicas	400	662	646	422	274	35	-175	75	-29	621
Com a UE	471	765	694	521	371	150	59	327	142	542
Transferências privadas	2571	2220	2191	1848	2243	2568	2638	2059	2227	2374
Remessas de emigrantes/imigrantes	2382	1967	1957	1717	1810	2018	1905	1723	1859	1845
Balança de Capital	1996	2623	2202	1721	1234	2097	2650	1393	1941	2124
Transferências de capital	1994	2609	2164	1672	1226	1937	2227	1407	1955	1987
Transferências públicas	2049	2692	2275	1775	1324	2096	2282	1481	2039	2060
Com a UE	1950	2743	2323	1844	1483	2148	2439	1566	2163	2130
Transferências privadas	-55	-83	-111	-102	-98	-159	-55	-74	-84	-73
Aquisição/cedência de ativos não financeiros não produzidos	2	13	38	48	7	160	422	-14	-14	136
Balança Financeira <sup>(a)</sup>	9390	6327	10073	14004	15300	14454	19139	17486	15554	9490
Erros e Omissões <sup>(b)</sup>	189	281	157	200	653	554	-53	-477	-270	-590
Por memória:										
Balança Corrente + Balança de Capital	-9578	-6608	-10230	-14204	-15953	-15008	-19086	-17009	-15284	-8900

**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Para uma desagregação da Balança Financeira ver o Quadro Suplementar A.7.5. (b) Um sinal positivo (negativo) representa um crédito (débito) não contabilizado em outra rubrica da Balança de Pagamentos.

### Quadro A.7.3

#### BALANÇA DE PAGAMENTOS | EM PORCENTAGEM DO PIB

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Balança Corrente	-8.2	-6.4	-8.3	-10.3	-10.7	-10.1	-12.6	-10.9	-10.0	-6.4
Bens	-10.5	-9.4	-10.9	-11.8	-11.4	-11.3	-13.4	-10.6	-10.5	-7.7
Serviços	2.4	2.5	2.7	2.5	3.1	3.9	3.8	3.6	3.9	4.5
Transportes	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8	1.1
Viagens e turismo	2.7	2.6	2.7	2.4	2.5	2.7	2.6	2.5	2.7	3.0
Seguros	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Direitos de utilização	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Outros serviços	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
Operações governamentais	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Rendimentos	-2.3	-1.6	-2.0	-2.5	-3.9	-4.2	-4.5	-5.2	-4.6	-5.0
Rendimentos de trabalho	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Rendimentos de investimento	-2.2	-1.6	-1.9	-2.4	-3.8	-4.2	-4.5	-5.1	-4.5	-4.9
Rendimentos de investimento direto	-0.6	-0.5	-0.5	-0.8	-1.4	-1.2	-0.8	-2.1	-1.8	-1.7
Rendimentos de investimento de carteira	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-1.6	-2.0	-2.0	-2.0
Rendimentos de outro investimento	-1.0	-0.7	-1.0	-1.2	-2.0	-2.2	-2.1	-0.9	-0.8	-1.2
Transferências correntes	2.1	2.0	1.9	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.8
Transferências públicas	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.4
Com a UE	0.3	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1	0.0	0.2	0.1	0.3
Transferências privadas	1.8	1.5	1.5	1.2	1.4	1.5	1.5	1.2	1.3	1.4
Remessas de emigrantes/imigrantes	1.7	1.4	1.3	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1
Balança de Capital	1.4	1.8	1.5	1.1	0.8	1.2	1.5	0.8	1.1	1.2
Transferências de capital	1.4	1.8	1.4	1.1	0.8	1.1	1.3	0.8	1.1	1.2
Transferências públicas	1.5	1.9	1.5	1.2	0.8	1.2	1.3	0.9	1.2	1.2
Com a UE	1.4	1.9	1.6	1.2	0.9	1.3	1.4	0.9	1.3	1.2
Transferências privadas	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Aquisição/cedência de ativos não produzidos não financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1
Balança Financeira <sup>(a)</sup>	6.7	4.4	6.7	9.1	9.5	8.5	11.1	10.4	9.0	5.5
Erros e Omissões <sup>(b)</sup>	0.1	0.2	0.1	0.1	0.4	0.3	0.0	-0.3	-0.2	-0.3
Por memória:										
Balança Corrente + Balança de Capital	-6.8	-4.6	-6.9	-9.2	-9.9	-8.9	-11.1	-10.1	-8.9	-5.2

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Para uma desagregação da Balança Financeira ver o Quadro Suplementar A.7.5. (b) Um sinal positivo (negativo) representa um crédito (débito) não contabilizado em outra rubrica da Balança de Pagamentos.

## Quadro A.7.4

TRANSFERÊNCIAS COM A UNIÃO EUROPEIA   EM MILHÕES DE EUROS												
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>PAGAMENTOS</b>												
Contribuição financeira	1 299	1 253	1 365	1 404	1 325	1 462	1 776	1 628	1 642	1 855	1 936	1 869
Direitos aduaneiros e direitos niveladores agrícolas	1 095	1 066	1 220	1 270	1 159	1 280	1 592	1 400	1 420	1 631	1 726	1 626
Outros pagamentos	199	182	143	130	162	144	157	183	179	157	164	186
	5	5	3	4	3	38	26	44	43	67	46	58
<b>RECEBIMENTOS</b>												
<b>Recebimentos correntes</b>	<b>3 216</b>	<b>2 775</b>	<b>3 787</b>	<b>4 913</b>	<b>4 342</b>	<b>3 826</b>	<b>3 631</b>	<b>3 926</b>	<b>4 140</b>	<b>3 748</b>	<b>4 240</b>	<b>4 541</b>
Reembolsos	1 544	1 515	1 836	2 170	2 018	1 982	2 147	1 778	1 701	2 182	2 078	2 411
	21	9	95	6	24	6	81	99	76	153	47	8
FEOGA - Garantia	653	875	758	850	823	892	946	659	721	724	743	752
FEOGA - Orientação	63	8	53	58	72	50	45	118	150	73	91	105
FEDER	222	139	234	393	299	240	190	207	272	142	230	282
FSE	509	444	654	765	732	696	753	535	324	1 010	897	1 151
Outros recebimentos	76	41	42	99	68	98	131	160	158	80	69	114
<b>Recebimentos de capital</b>	<b>1 672</b>	<b>1 259</b>	<b>1 950</b>	<b>2 743</b>	<b>2 323</b>	<b>1 844</b>	<b>1 483</b>	<b>2 148</b>	<b>2 439</b>	<b>1 566</b>	<b>2 163</b>	<b>2 130</b>
Fundo de Coesão	116	442	395	266	316	270	204	490	288	457	475	103
FEOGA - Orientação	253	32	212	233	290	202	180	471	599	292	364	418
FEDER	1 260	786	1 328	2 225	1 696	1 362	1 076	1 175	1 543	803	1 305	1 598
Outros recebimentos	43	0	15	20	21	10	24	11	9	14	18	11
<b>SALDO</b>	<b>1 917</b>	<b>1 521</b>	<b>2 421</b>	<b>3 509</b>	<b>3 017</b>	<b>2 364</b>	<b>1 855</b>	<b>2 298</b>	<b>2 498</b>	<b>1 893</b>	<b>2 305</b>	<b>2 672</b>
em percentagem do PIB	1.5	1.1	1.7	2.4	2.0	1.5	1.2	1.4	1.5	1.1	1.3	1.6

Fonte: Banco de Portugal.

Quadro A.7.5

BALANÇA FINANCEIRA   EM PORCENTAGEM DO PIB (CONTINUA)											
Jan-Dez 2000				Jan-Dez 2001				Jan-Dez 2002			
Variação		Variação		Variação		Variação		Variação		Variação	
Passivos	Ativos	Líquida	Passivos	Ativos	Líquida	Passivos	Ativos	Líquida	Passivos	Ativos	Líquida
<b>Balança Corrente e de Capital</b>											
<b>Balança Financeira</b>	<b>26.7</b>	<b>-17.5</b>	<b>9.2</b>	<b>-16.0</b>	<b>-9.4</b>	<b>15.4</b>	<b>-8.7</b>	<b>6.7</b>	<b>20.5</b>	<b>-16.1</b>	<b>-4.6</b>
Investimento Direto	5.7	-6.9	-1.3	-5.2	0.0	1.4	0.1	1.5	4.4	-4.1	0.3
excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)	5.5	-4.7	0.8	-2.2	0.1	1.3	-2.7	-1.3	0.3	0.4	0.7
Investimento de Carteira	3.0	-4.0	-0.9	-6.5	3.4	8.2	-5.4	2.9	9.6	-13.2	-3.6
Derivados Financeiros	-2.8	3.1	0.3	2.7	0.3	-2.8	2.8	0.0	-2.8	2.8	0.0
Outro Investimento	20.9	-9.4	11.5	-6.2	6.2	8.7	-5.5	3.2	9.3	-5.7	3.6
Ativos de Reserva	-0.3	-0.3	-0.3	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8	4.0	4.0	4.0
Por setor institucional residente:											
<b>Autoridades Monetárias</b>	<b>3.9</b>	<b>-0.7</b>	<b>3.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.1</b>	<b>-3.9</b>	<b>0.7</b>	<b>-3.2</b>
Investimento de Carteira	0.0	-0.4	-0.4	0.4	0.4	0.0	0.4	0.4	0.0	-3.6	-3.6
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	3.9	0.0	3.9	0.1	0.1	0.7	-0.2	0.5	-3.9	0.2	-3.7
Ativos de Reserva	-0.3	-0.3	-0.3	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8	4.0	4.0	4.0
<b>Administrações Públicas</b>	<b>2.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.9</b>	<b>0.1</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>0.3</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>0.1</b>	<b>3.0</b>
Investimento Direto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	2.1	-0.4	1.8	-0.2	2.7	2.9	-0.3	2.5	2.5	-0.2	2.3
Derivados Financeiros	-0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	-0.6	0.7	0.1	-0.5	0.4	-0.1
Outro Investimento	0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.2	0.6	-0.1	0.5	0.8	-0.1	0.7
<b>Outras Instituições Financeiras Monetárias</b>	<b>14.9</b>	<b>-3.6</b>	<b>11.3</b>	<b>13.1</b>	<b>13.1</b>	<b>5.2</b>	<b>0.8</b>	<b>6.0</b>	<b>10.9</b>	<b>-7.8</b>	<b>3.1</b>
Investimento Direto	0.9	-0.8	0.1	-0.3	-0.2	0.1	0.0	0.2	0.3	-0.1	0.2
excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)	0.9	-0.8	0.1	-0.3	-0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	-0.1	0.1
Investimento de Carteira	0.9	0.8	1.6	-0.6	2.0	0.2	-0.5	-0.3	0.2	-3.8	-3.6
Derivados Financeiros	-2.5	2.7	0.2	1.8	0.2	-1.9	1.8	-0.1	-1.7	1.8	0.1
Outro Investimento	15.6	-6.2	9.3	-0.9	11.0	6.7	-0.5	6.3	12.2	-5.6	6.5
<b>Instituições Financeiras não Monetárias</b>	<b>0.7</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.2</b>	<b>-5.4</b>	<b>-4.4</b>	<b>2.8</b>	<b>-3.4</b>	<b>-0.6</b>	<b>6.1</b>	<b>-2.6</b>	<b>3.6</b>
Investimento Direto	1.0	-0.2	0.8	-0.1	0.1	0.4	-0.6	-0.2	-0.8	0.2	-0.6
excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)	1.0	-0.2	0.9	-0.1	0.2	0.3	-0.6	-0.3	-0.4	0.2	-0.2
Investimento de Carteira	-0.3	-3.0	-3.3	-4.2	-3.4	2.0	-3.0	-1.1	7.3	-3.4	3.9
Derivados Financeiros	-0.2	0.2	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.2	0.0	-0.4	0.5	0.0
Outro Investimento	0.1	1.1	1.2	-1.2	-1.1	0.6	0.1	0.7	0.0	0.2	0.3
<b>Sociedades não Financeiras e Particulares</b>	<b>5.1</b>	<b>-11.0</b>	<b>-5.9</b>	<b>8.0</b>	<b>-2.3</b>	<b>3.8</b>	<b>-5.8</b>	<b>-2.0</b>	<b>4.5</b>	<b>-6.6</b>	<b>-2.0</b>
Investimento Direto	3.7	-6.0	-2.2	-4.9	0.0	0.8	0.7	1.5	5.0	-4.1	0.8
excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)	3.6	-3.7	-0.1	-1.9	0.1	0.9	-2.1	-1.2	0.5	0.3	0.8
Investimento de Carteira	0.3	-1.0	-0.6	-1.8	3.0	3.2	-1.9	1.3	-0.4	-2.2	-2.6
Derivados Financeiros	0.3	-0.5	-0.2	-0.6	3.0	3.2	-0.4	2.8	-0.4	0.0	-0.4
SNF	0.0	-0.4	-0.4	-1.2	-1.2	0.0	-1.5	-1.5	0.0	-2.2	-2.2
Particulares	-0.1	0.0	-0.1	0.2	0.0	-0.2	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.0
Derivados Financeiros	1.1	-4.1	-3.0	-3.9	-4.1	0.0	-4.8	-4.8	0.1	-0.4	-0.2
Outro Investimento	-0.1	0.0	-0.1	0.2	0.0	-0.2	0.2	0.0	-0.1	0.1	0.0
<b>Erros e Omissões</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>-4.8</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.2</b>

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de ativos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de ativos externos, isto é uma saída de fundos.



## Quadro A.7.5

### BALANÇA FINANCEIRA | EM PORCENTAGEM DO PIB (CONTINUA)

	Jan-Dez 2004			Jan-Dez 2005			Jan-Dez 2006			Jan-Dez 2007		
	Passivos	Ativos	Líquida	Passivos	Ativos	Líquida	Passivos	Ativos	Líquida	Passivos	Ativos	Líquida
<b>Balança Corrente e de Capital</b>			<b>-6.9</b>			<b>-9.2</b>			<b>-9.9</b>			<b>-8.9</b>
<b>Balança Financeira</b>	<b>14.6</b>	<b>-7.8</b>	<b>6.7</b>	<b>17.4</b>	<b>-8.3</b>	<b>9.1</b>	<b>21.1</b>	<b>-11.6</b>	<b>9.5</b>	<b>17.3</b>	<b>-8.7</b>	<b>8.5</b>
Investimento Direto	1.0	-4.0	-3.0	2.0	-1.1	0.9	5.4	-3.5	1.9	1.3	-2.4	-1.0
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	1.5	-2.2	-0.8	2.2	-1.4	0.8	3.8	-2.6	1.2	1.4	-2.3	-0.9
Investimento de Carteira	7.8	-7.3	0.5	10.2	-10.4	-0.2	6.5	-4.1	2.4	10.6	-4.7	5.9
Derivados Financeiros	-2.3	2.2	0.0	-2.6	2.5	-0.1	-3.5	3.4	-0.1	-4.8	4.9	0.1
Outro Investimento	7.9	0.3	8.2	7.8	-0.3	7.5	12.7	-8.5	4.2	10.1	-7.0	3.1
Ativos de Reserva		1.0	1.0		0.9	0.9		1.2	1.2		0.4	0.4
Por setor institucional residente:												
<b>Autoridades Monetárias</b>	<b>4.0</b>	<b>1.1</b>	<b>5.1</b>	<b>2.7</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.6</b>	<b>-3.7</b>	<b>0.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.3</b>
Investimento de Carteira	0.0	0.6	0.6	0.0	-0.7	-0.7	0.0	0.1	0.1	0.0	0.6	0.6
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento	4.0	-0.5	3.4	2.7	-0.4	2.3	-3.7	-0.7	-4.4	-0.3	-1.1	-1.4
Ativos de Reserva		1.0	1.0		0.9	0.9		1.2	1.2		0.4	0.4
<b>Administrações Públicas</b>	<b>4.1</b>	<b>0.2</b>	<b>4.4</b>	<b>7.1</b>	<b>0.2</b>	<b>7.3</b>	<b>2.3</b>	<b>0.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>	<b>0.7</b>	<b>2.9</b>
Investimento Direto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Investimento de Carteira	3.6	-0.1	3.5	7.8	-0.1	7.7	3.0	-0.2	2.8	1.9	-0.1	1.8
Derivados Financeiros	-0.3	0.3	0.0	-0.4	0.4	0.0	-0.8	0.7	-0.1	-0.5	0.6	0.1
Outro Investimento	0.9	0.0	0.9	-0.3	-0.1	-0.4	0.1	0.0	0.1	0.8	0.2	1.0
<b>Outras Instituições Financeiras Monetárias</b>	<b>-0.1</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.6</b>	<b>14.7</b>	<b>-2.5</b>	<b>12.1</b>	<b>12.5</b>	<b>-3.6</b>	<b>8.9</b>
Investimento Direto	0.0	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.2	-0.2	0.0	0.3	-0.3	0.0
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	0.0	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.2	-0.2	0.0	0.3	-0.3	0.0
Investimento de Carteira	-0.6	-3.2	-3.8	-3.4	-2.1	-5.6	0.9	2.0	2.9	7.0	-2.9	4.2
Derivados Financeiros	-1.4	1.4	0.0	-1.6	1.5	-0.1	-1.9	1.7	-0.2	-3.3	3.2	-0.1
Outro Investimento	1.9	-0.7	1.2	4.9	-0.6	4.3	15.4	-6.1	9.4	8.4	-3.7	4.8
<b>Instituições Financeiras não Monetárias</b>	<b>3.3</b>	<b>-3.3</b>	<b>0.0</b>	<b>4.9</b>	<b>-6.0</b>	<b>-1.1</b>	<b>3.0</b>	<b>-5.5</b>	<b>-2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>-1.6</b>	<b>0.9</b>
Investimento Direto	0.0	-0.1	-0.1	0.7	-0.3	0.5	1.1	-0.8	0.2	0.4	-0.2	0.1
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	0.0	-0.1	-0.1	0.7	-0.2	0.5	0.8	-0.8	-0.1	0.4	-0.2	0.1
Investimento de Carteira	3.6	-3.4	0.1	4.6	-6.3	-1.8	2.3	-5.9	-3.6	2.5	-1.8	0.8
Derivados Financeiros	-0.5	0.4	0.0	-0.6	0.5	0.0	-0.6	0.7	0.0	-0.8	0.8	0.0
Outro Investimento	0.2	-0.2	0.0	0.2	0.0	0.2	0.3	0.5	0.8	0.3	-0.4	-0.1
<b>Sociedades não Financeiras e Particulares</b>	<b>3.2</b>	<b>-3.2</b>	<b>0.0</b>	<b>2.8</b>	<b>-0.8</b>	<b>1.9</b>	<b>4.9</b>	<b>-4.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>-4.1</b>	<b>-3.8</b>
Investimento Direto	1.0	-3.8	-2.8	1.3	-0.6	0.7	4.1	-2.5	1.6	0.6	-1.8	-1.2
<i>excluindo Zona Franca da Madeira e de St Maria (Açores)</i>	1.4	-2.0	-0.5	1.5	-0.9	0.6	2.8	-1.5	1.3	0.7	-1.8	-1.7
Investimento de Carteira	1.3	-1.3	0.0	1.3	-1.1	0.1	0.4	0.4	0.3	-0.9	-0.6	-1.4
Derivados Financeiros	1.3	-0.3	1.0	1.3	0.1	1.3	0.4	0.4	0.7	-0.9	-0.3	-1.1
Outro Investimento	0.0	-1.0	-1.0	0.0	-1.2	-1.2	-0.2	-0.5	-0.5	0.0	-0.3	-0.3
Particulares	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.2	0.0	-0.3	0.3	0.1
Derivados Financeiros	1.0	1.7	2.7	0.3	0.7	1.0	0.6	-2.3	-1.7	0.8	-2.0	-1.2
<b>Erros e Omissões</b>	<b>0.1</b>		<b>0.1</b>			<b>0.1</b>			<b>0.4</b>			<b>0.3</b>

Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Nota:** Um sinal (+) significa um aumento de passivos externos ou uma diminuição de ativos externos, isto é uma entrada de fundos. Um sinal (-) significa uma diminuição de passivos externos ou um aumento de ativos externos, isto é uma saída de fundos..

Quadro A.7.5

BALANÇA FINANCEIRA   EM PORCENTAGEM DO PIB (CONTINUA)															
Jan-Dez 2008				Jan-Dez 2009				Jan-Dez 2010				Jan-Dez 2011			
Passivos		Variação		Passivos		Variação		Passivos		Variação		Passivos		Variação	
		Ativos		Líquida				Ativos		Líquida				Ativos	

## Quadro A.7.6

POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL   POSIÇÕES EM FIM DE PERÍODO, EM MILHÕES DE EUROS												
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Posição de investimento internacional	-50 279	-62 211	-77 817	-83 512	-94 189	-103 945	-126 813	-150 499	-165 281	-186 315	-185 149	-177 323
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-13 165	-15 611	-22 229	-20 698	-16 908	-18 118	-26 179	-32 339	-26 560	-32 097	-33 643	-31 674
Investimento de Carteira	-16 086	-21 067	-25 752	-23 223	-23 180	-20 854	-25 786	-36 840	-53 432	-70 050	-51 311	-29 614
Derivados Financeiros	575	845	479	-28	-613	-64	181	82	163	-444	-1 131	-1 838
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-36 892	-43 490	-47 194	-49 710	-62 066	-73 694	-82 533	-89 245	-94 036	-94 822	-114 782	-130 687
Ativos de Reserva	15 289	17 112	16 879	10 146	8 578	8 785	7 504	7 843	8 585	11 096	15 717	16 490
Por setor institucional residente:												
Autoridades Monetárias	15 352	16 490	15 693	19 718	12 052	9 658	15 370	16 894	4 787	3 822	-24 232	-24 975
Investimento de Carteira	6 621	6 189	5 690	10 809	9 828	10 822	10 692	9 656	13 645	13 589	17 151	17 950
Derivados Financeiros	0	-2	7	4	0	0	0	0	0	3	1	0
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-6 559	-6 810	-6 884	-1 242	-6 354	-9 949	-2 826	-605	-17 442	-20 867	-57 101	-59 415
Ativos de Reserva	15 289	17 112	16 879	10 146	8 578	8 785	7 504	7 843	8 585	11 096	15 717	16 490
Administrações Públicas	-32 954	-39 309	-49 363	-52 408	-60 630	-72 632	-75 486	-81 213	-90 105	-100 931	-88 014	-87 660
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	260	203	135	105	113	99	72	56	55	-173	-174	-174
Investimento de Carteira	-32 047	-39 968	-48 549	-51 621	-57 746	-70 987	-73 354	-75 476	-86 597	-96 403	-83 986	-50 121
Derivados Financeiros	353	429	79	234	-262	-309	-59	-57	-69	-47	112	408
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-1 520	28	-1 028	-1 127	-2 735	-1 434	-2 146	-5 735	-3 494	-4 308	-3 966	-37 773
Instituições Financeiras Monetárias	-35 749	-52 644	-59 295	-64 492	-57 032	-56 425	-78 756	-93 162	-75 332	-77 893	-54 739	-35 230
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-1 721	-1 543	-2 255	-2 802	872	1 315	1 450	1 865	4 796	3 001	6 131	6 536
Investimento de Carteira	-4 229	-6 500	-4 225	545	6 514	13 524	7 496	219	5 136	-1 328	6 102	4 196
Derivados Financeiros	221	416	393	-266	-342	306	296	186	204	-382	-1 146	-2 194
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-30 019	-45 018	-53 208	-61 969	-64 076	-71 570	-87 998	-95 433	-85 469	-79 184	-65 827	-43 768
Instituições Financeiras não Monetárias	19 747	24 921	26 445	21 074	19 801	25 769	30 967	27 229	4 262	6 053	5 445	-3 111
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-3 603	-4 119	-3 250	-2 001	-3 874	-4 961	-4 987	-5 776	-10 317	-11 435	-10 630	-10 446
Investimento de Carteira	23 148	27 449	28 999	22 766	23 400	30 640	36 584	32 831	14 797	18 271	15 660	6 576
Derivados Financeiros	1	1	0	0	-9	-62	-55	-50	0	-1	-103	-68
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	201	1 590	697	308	285	152	-575	224	-218	-782	517	827
Sociedades não Financeiras	-21 344	-20 475	-22 733	-21 920	-24 634	-28 291	-39 504	-42 969	-27 218	-36 481	-44 523	-46 988
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-8 320	-10 422	-17 149	-16 333	-14 401	-15 055	-23 109	-29 004	-21 370	-23 508	-29 047	-27 683
Investimento de Carteira	-12 857	-12 980	-14 073	-15 148	-16 358	-18 233	-21 426	-18 485	-10 728	-15 798	-18 877	-19 843
Derivados Financeiros	0	1	0	0	0	1	-1	3	1	3	4	1
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-167	2 926	8 489	9 562	6 125	4 996	5 032	4 517	4 879	2 821	3 397	537
Particulares	4 669	8 806	11 436	14 516	16 253	17 975	20 595	22 721	18 324	19 114	20 914	20 639
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	219	269	291	334	382	484	395	520	276	18	77	94
Investimento de Carteira	3 278	4 743	6 405	9 426	11 182	13 380	14 221	14 415	10 314	11 620	12 639	11 627
Derivados Financeiros	0	0	0	0	0	0	0	0	27	-21	1	14
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	1 171	3 794	4 740	4 757	4 689	4 112	5 979	7 787	7 707	7 497	8 197	8 904

**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através dos Inquéritos ao Investimento Directo. (b) Inclui, em algumas componentes, estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais.

## Quadro A.7.7

POSICÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL   POSIÇÕES EM FIM DE PERÍODO, EM MILHÕES DE EUROS												
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Posição de investimento internacional	-39.5	-46.3	-55.4	-58.2	-63.1	-67.4	-78.8	-88.9	-96.1	-110.6	-107.2	-103.7
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-10.3	-11.6	-15.8	-14.4	-11.3	-11.7	-16.3	-19.1	-15.4	-19.0	-19.5	-18.5
Investimento de Carteira	-12.6	-15.7	-18.3	-16.2	-15.5	-13.5	-16.0	-21.8	-31.1	-41.6	-29.7	-17.3
Derivados Financeiros	0.5	0.6	0.3	0.0	-0.4	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.7	-1.1
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-29.0	-32.3	-33.6	-34.6	-41.6	-47.8	-51.3	-52.7	-54.7	-56.3	-66.5	-76.4
Ativos de Reserva	12.0	12.7	12.0	7.1	5.7	5.7	4.7	4.6	5.0	6.6	9.1	9.6
Por setor institucional residente:												
Autoridades Monetárias	12.1	12.3	11.2	13.7	8.1	6.3	9.6	10.0	2.8	2.3	-14.0	-14.6
Investimento de Carteira	5.2	4.6	4.0	7.5	6.6	7.0	6.6	5.7	7.9	8.1	9.9	10.5
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-5.2	-5.1	-4.9	-0.9	-4.3	-6.4	-1.8	-0.4	-10.1	-12.4	-33.1	-34.7
Ativos de Reserva	12.0	12.7	12.0	7.1	5.7	5.7	4.7	4.6	5.0	6.6	9.1	9.6
Administrações Públicas	-25.9	-29.2	-35.1	-36.5	-40.6	-47.1	-46.9	-48.0	-52.4	-59.9	-51.0	-51.3
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Investimento de Carteira	-25.2	-29.7	-34.5	-36.0	-38.7	-46.0	-45.6	-44.6	-50.4	-57.2	-48.6	-29.3
Derivados Financeiros	0.3	0.3	0.1	0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-1.2	0.0	-0.7	-0.8	-1.8	-0.9	-1.3	-3.4	-2.0	-2.6	-2.3	-22.1
Instituições Financeiras Monetárias	-28.1	-39.1	-42.2	-45.0	-38.2	-36.6	-49.0	-55.0	-43.8	-46.2	-31.7	-20.6
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-1.4	-1.1	-1.6	-2.0	0.6	0.9	0.9	1.1	2.8	1.8	3.6	3.8
Investimento de Carteira	-3.3	-4.8	-3.0	0.4	4.4	8.8	4.7	0.1	3.0	-0.8	3.5	2.5
Derivados Financeiros	0.2	0.3	0.3	-0.2	-0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.2	-0.7	-1.3
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-23.6	-33.5	-37.9	-43.2	-42.9	-46.4	-54.7	-56.4	-49.7	-47.0	-38.1	-25.6
Instituições Financeiras não Monetárias	15.5	18.5	18.8	14.7	13.3	16.7	19.3	16.1	2.5	3.6	3.2	-1.8
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-2.8	-3.1	-2.3	-1.4	-2.6	-3.2	-3.1	-3.4	-6.0	-6.8	-6.2	-6.1
Investimento de Carteira	18.2	20.4	20.6	15.9	15.7	19.9	22.7	19.4	8.6	10.8	9.1	3.8
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	0.2	1.2	0.5	0.2	0.2	0.1	-0.4	0.1	-0.1	-0.5	0.3	0.5
Sociedades não Financeiras	-16.8	-15.2	-16.2	-15.3	-16.5	-18.3	-24.6	-25.4	-15.8	-21.6	-25.8	-27.5
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	-6.5	-7.8	-12.2	-11.4	-9.6	-9.8	-14.4	-17.1	-12.4	-14.0	-16.8	-16.2
Investimento de Carteira	-10.1	-9.7	-10.0	-10.6	-11.0	-11.8	-13.3	-10.9	-6.2	-9.4	-10.9	-11.6
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	-0.1	2.2	6.0	6.7	4.1	3.2	3.1	2.7	2.8	1.7	2.0	0.3
Particulares	3.7	6.5	8.1	10.1	10.9	11.7	12.8	13.4	10.7	11.3	12.1	12.1
Investimento Direto <sup>(a)</sup>	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.0	0.0	0.1
Investimento de Carteira	2.6	3.5	4.6	6.6	7.5	8.7	8.8	8.5	6.0	6.9	7.3	6.8
Derivados Financeiros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Outro Investimento <sup>(b)</sup>	0.9	2.8	3.4	3.3	3.1	2.7	3.7	4.6	4.5	4.4	4.7	5.2

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: (a) Inclui estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais e nos últimos dados anuais obtidos através dos Inquéritos ao Investimento Directo. (b) Inclui, em algumas componentes, estimativas trimestrais calculadas pelo Banco de Portugal com base na acumulação de fluxos mensais.