

## PROJEÇÕES PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2012-2013

II

33

A evolução da economia portuguesa em 2011 foi decisivamente marcada pela interrupção do acesso a financiamento de mercado e pelo início da aplicação do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), o qual constitui igualmente a referência central na análise das perspetivas de médio prazo.

O PAEF fornece um quadro de financiamento estável para o período 2011-2014 e uma estratégia de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa e de aumento do seu potencial de crescimento assente em três pilares: consolidação durável das contas públicas, estabilidade do sistema financeiro e transformação estrutural da economia portuguesa. Estes elementos são fundamentais para evitar o ajustamento abrupto e desordenado que ocorreria num contexto de ausência de financiamento, bem como para criar condições de crescimento sustentado da economia portuguesa e de convergência com os níveis de rendimento *per capita* observados em média na área do euro.

Este processo de ajustamento dos desequilíbrios acumulados na economia portuguesa traduziu-se, em 2011, numa queda de 1.6 por cento do Produto Interno Bruto (PIB). O comportamento do PIB reflete uma contração de todas as componentes da procura interna, parcialmente compensada por um crescimento robusto das exportações de bens e serviços. As atuais projeções para 2012-2013 apontam para a continuação deste processo, projetando-se uma contração da atividade de 3.4 por cento em 2012, seguida de uma estagnação em 2013 (Quadro 1). A redução da procura interna deverá prosseguir no corrente ano, traduzindo, em particular, a queda mais acentuada do consumo privado, num contexto de forte deterioração do rendimento disponível das famílias. Por seu turno, as exportações deverão manter um contributo determinante para sustentar a atividade, ainda que se anteveja um significativo abrandamento face ao crescimento robusto observado em 2011, em virtude da deterioração marcada das perspetivas de evolução da procura externa. O ajustamento dos balanços do setor público e dos agentes privados tem vindo a traduzir-se numa redução do desequilíbrio externo, refletida na melhoria expressiva do saldo da balança corrente e de capital em 2011, cuja continuação se projeta para os próximos anos.

Quadro 1

PROJEÇÕES DO BANCO DE PORTUGAL: 2012-2013   TAXA DE VARIÇÃO ANUAL, EM PORCENTAGEM							
	Pesos 2011	BE Primavera 2012			BE Inverno 2011		
		2011	2012 <sup>(p)</sup>	2013 <sup>(p)</sup>	2011 <sup>(p)</sup>	2012 <sup>(p)</sup>	2013 <sup>(p)</sup>
Produto Interno Bruto	100.0	-1.6	-3.4	0.0	-1.6	-3.1	0.3
Consumo privado	66.3	-3.9	-7.3	-1.9	-3.6	-6.0	-1.8
Consumo público	20.2	-3.9	-1.7	-1.2	-3.2	-2.9	-1.4
Formação Bruta de Capital Fixo	18.0	-11.4	-12.0	-1.7	-11.2	-12.8	-1.8
Procura interna	103.9	-5.7	-6.2	-1.6	-5.2	-6.6	-1.6
Exportações	35.5	7.4	2.7	4.4	7.3	4.1	5.8
Importações	39.3	-5.5	-5.6	0.0	-4.3	-6.3	0.7
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)							
Exportações líquidas		4.6	3.1	1.6	4.1	3.9	1.9
Procura interna		-6.2	-6.5	-1.7	-5.6	-6.7	-1.5
da qual: Variação de existências		-0.5	0.8	0.1	-0.3	0.1	0.2
Balança corrente e de capital (% PIB)		-5.2	-2.8	-0.4	-6.8	-1.6	0.8
Balança de bens e serviços (% PIB)		-3.2	-1.0	1.0	-3.7	0.3	2.4
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor		3.6	3.2	0.9	3.6	3.2	1.0

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

**Notas:** (p) - projetado. Para cada agregado apresenta-se a projeção correspondente ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas, que se baseiam em informação disponível até ao início de março de 2012.

## Abrandamento da procura externa em 2012 e manutenção das taxas de juro de curto prazo do mercado monetário em níveis reduzidos

A atual projeção tem subjacente um conjunto de hipóteses relativas ao enquadramento externo da economia portuguesa, à evolução das finanças públicas e às condições de financiamento internas da economia (Quadro 2).

No que diz respeito à evolução do comércio internacional, as atuais hipóteses refletem a informação recentemente divulgada pelo Banco Central Europeu no Boletim Mensal de Março de 2012, e traduzem perspetivas de uma moderação do crescimento da atividade ao nível global em 2012. Em particular, o crescimento nas economias avançadas, incluindo a área do euro, deverá ser condicionado pela persistência de tensões associadas à crise da dívida soberana, bem como pelo impacto das medidas de consolidação orçamental e pelo processo de desalavancagem do setor privado. Neste contexto, antecipa-se um abrandamento temporário da procura externa dirigida à economia portuguesa em 2012. Em 2013 esta deverá apresentar um ritmo de crescimento próximo do registado em 2011. Estas hipóteses implicam uma revisão em baixa do crescimento da procura externa face ao apresentado no anterior Boletim Económico.

As hipóteses para as taxas de câmbio, que pressupõem a sua manutenção nos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação, implicam uma depreciação nominal do euro em 2012, quer em termos efetivos quer face ao dólar. Estas hipóteses pressupõem um perfil para a taxa de câmbio do euro face ao dólar inalterado face ao Boletim Económico do Inverno<sup>1</sup>.

No caso do preço do petróleo em dólares, a informação implícita nos mercados de futuros aponta para um aumento temporário em 2012, já que para 2013 se antecipa um nível próximo do observado em 2011. Este perfil contrasta com a trajetória de redução do preço do petróleo subjacente ao anterior Boletim Económico e está associado à intensificação de tensões de natureza geopolítica.

No que diz respeito às condições de financiamento, a hipótese técnica considerada para a taxa de juro de curto prazo (taxa EURIBOR a 3 meses) implícita nos contratos de futuros pressupõe a estabilidade da mesma ao longo do horizonte de projeção em níveis ligeiramente inferiores a 1 por cento, o que

### Quadro 2

#### HIPÓTESES DO EXERCÍCIO DE PROJEÇÃO

		BE Primavera 2012			BE Inverno 2011		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
Procura externa	tva	3.9	0.6	4.4	4.7	3.2	5.7
Taxa de juro							
Curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	1.4	0.8	0.8	1.4	1.1	1.1
Longo prazo <sup>(a)</sup>	%	4.1	2.2	2.2	4.9	3.3	3.7
Taxa de câmbio do euro							
Efetiva do euro	tva	-0.2	-3.3	0.1	-0.1	-1.2	0.0
Euro-dólar	vma	1.39	1.33	1.33	1.39	1.33	1.33
Preço do petróleo							
em dólares	vma	111.0	119.6	113.8	111.1	106.7	102.4
em euros	vma	79.7	90.2	85.6	79.7	80.2	77.0

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

**Notas:** tva - taxa de variação anual, % - em percentagem, vma - valor médio anual. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. **(a)** O valor médio anual para 2011 corresponde no primeiro trimestre a uma taxa de juro de mercado e nos restantes trimestres deste ano, bem como ao longo do horizonte de projeção, a uma estimativa para a taxa de juro da dívida pública do PAEF.

<sup>1</sup> As hipóteses para a taxa de câmbio nominal efetiva do euro não são diretamente comparáveis com as do Boletim Económico do Inverno, uma vez que esta série foi revista em resultado de uma atualização dos pesos de comércio internacional subjacentes ao seu cálculo. Para mais informações, ver a nota metodológica do BCE sobre esta revisão: [http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/exchange/Methodological\\_note\\_MoBu\\_Jan2012.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/exchange/Methodological_note_MoBu_Jan2012.pdf).

traduz uma revisão em baixa face ao Boletim Económico do Inverno. No que diz respeito às condições de financiamento internas, tem vindo a observar-se um aumento da restritividade nas condições de acesso ao financiamento, traduzido, *inter alia*, num alargamento dos diferenciais das taxas de juro do crédito face às taxas de referência do mercado monetário<sup>2</sup>. No exercício de projeção assume-se a continuação da trajetória de aumento destes diferenciais até ao início de 2013, seguindo-se uma redução moderada até ao fim do horizonte de projeção, embora para níveis ainda muito superiores aos observados antes da crise financeira.

As hipóteses para a taxa de juro de longo prazo da dívida soberana consideram, a partir do segundo trimestre de 2011, uma estimativa da taxa média do custo de financiamento externo no âmbito do PAEF, o que implica uma redução do mesmo em 2012 e uma estabilização em 2013<sup>3</sup>. A atualização dos custos de financiamento internacionais das instituições financiadoras implica uma revisão em baixa destas hipóteses face ao anterior Boletim Económico.

As hipóteses relativas à evolução das finanças públicas têm por base a regra adotada nos exercícios do Eurosistema, de acordo com a qual só são consideradas as medidas já aprovadas pelos parlamentos nacionais ou especificadas em pormenor pelos Governos e com elevada probabilidade de aprovação no âmbito do processo legislativo. Como tal, as atuais projeções incluem, em particular, o conjunto de medidas subjacentes ao Orçamento de Estado para 2012. De acordo com estas hipóteses, o volume de consumo público deverá continuar a contrair-se ao longo do horizonte de projeção, embora a um ritmo mais moderado do que o registado em 2011. A redução no consumo público nominal deverá ser mais significativa, refletindo o comportamento do respetivo deflator, sendo de destacar neste âmbito a suspensão dos subsídios de férias e de Natal para os funcionários públicos em 2012, que assumirá um caráter diferenciado e progressivo.

### **Contração de 1.6 por cento da atividade económica em 2011**

O PIB apresentou uma redução de 1.6 por cento em 2011, em resultado de uma contração de todas as componentes da procura interna. Em particular, é de destacar a evolução do consumo privado e da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que acentuaram a sua tendência de contração em termos homólogos ao longo do ano. O impacto da evolução da procura interna no PIB foi parcialmente compensado pela manutenção de um crescimento robusto das exportações de bens e serviços. Em comparação com o projetado no anterior Boletim Económico, o crescimento do PIB em 2011 permaneceu inalterado, embora se tenha observado uma revisão em baixa de todas as componentes da procura interna, compensada por uma revisão no mesmo sentido das importações de bens e serviços. Estas revisões traduzem em larga medida uma evolução mais desfavorável do que a projetada para a procura interna no quarto trimestre de 2011. Neste contexto, é também de destacar a deterioração das condições no mercado de trabalho registada em 2011, em particular no quarto trimestre, que se traduziu numa redução do emprego idêntica à registada no ano anterior e num aumento muito significativo da taxa de desemprego.

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 com melhor posição financeira e com ligações ao

<sup>2</sup> Para mais informações, ver Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito – Resultados para Portugal: Janeiro 2012.

<sup>3</sup> Para mais informações sobre o PAEF, ver <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ProgramaApoioEconomicoFinanceiro/Paginas/default.aspx>.

exterior conseguiu reforçar o recurso a financiamento externo no final do ano. No conjunto do ano de 2011, o financiamento total por parte de não residentes às empresas privadas ascendeu a cerca de 4300 milhões de euros. Esta evolução explica que o crédito total<sup>4</sup> às empresas privadas tenha aumentado 0.4 por cento no final de 2011 enquanto os empréstimos internos bancários<sup>5</sup> caíram 2.4 por cento.

É crucial que o sistema bancário continue a apoiar as empresas mais dinâmicas e produtivas a superarem eventuais problemas de liquidez temporários e/ou re-estruturarem as suas operações, contribuindo assim para a necessária re-estruturação da economia portuguesa.

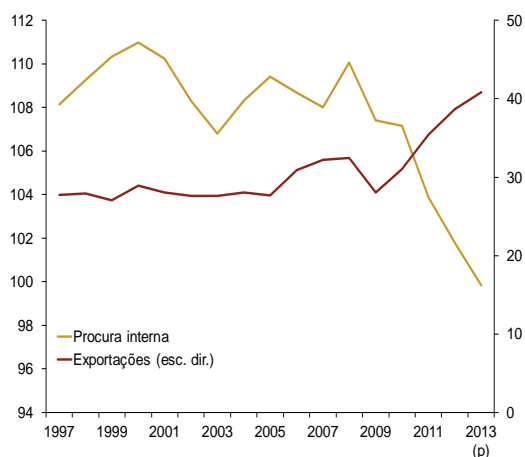
### Redução significativa do PIB em 2012 e estagnação em 2013

As atuais projecções apontam para uma contração significativa da atividade económica em 2012 (3.4 por cento, face a 1.6 por cento em 2011), seguida de uma estagnação em 2013. A evolução projetada reflete a continuação de uma queda muito acentuada da procura interna (cerca de 14 por cento em termos acumulados no período 2011-2013). As exportações deverão continuar a ter um papel determinante na mitigação do impacto da contração da procura interna, embora registando um abrandamento em 2012-2013, num quadro de moderação da atividade económica mundial. Este enquadramento implica uma recomposição da despesa, caracterizada por uma redução significativa do peso da procura interna no PIB, a par de um aumento do peso das exportações (Gráfico 1).

Em particular, após uma contração de 3.9 por cento em 2011, o consumo privado deverá reduzir-se 7.3 por cento em 2012 e 1.9 por cento em 2013. Este perfil reflete em larga medida a evolução projetada para o rendimento disponível, num contexto em que a maior restritividade das condições de financiamento limita a capacidade de muitos consumidores atenuarem flutuações nos níveis de consumo. O rendimento disponível deverá ser condicionado de forma significativa ao longo do horizonte de projecção pelo impacto das medidas de consolidação orçamental, bem como por uma redução dos rendimentos do trabalho, num contexto de deterioração acentuada das condições no mercado de trabalho. As atuais projecções

Gráfico 1

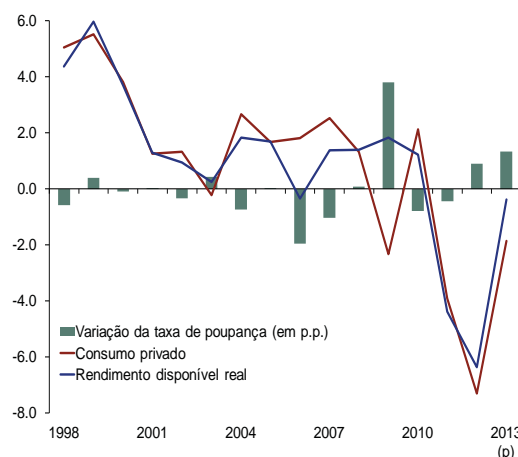
#### PESO DA PROCURA INTERNA E EXPORTAÇÕES NO PIB | EM PORCENTAGEM DO PIB NOMINAL



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

Gráfico 2

#### CONSUMO, RENDIMENTO DISPONÍVEL E TAXA DE POUPANÇA | TAXA DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.  
Notas: (p) – projetado. A taxa de poupança é expressa em percentagem do rendimento disponível.

4 Incluindo crédito interno e externo sob a forma de empréstimos, títulos de dívida e crédito comercial.  
5 Ajustado do efeito das vendas de crédito pelos maiores bancos portugueses, bem como de outras operações sem impacto no efetivo financiamento das empresas.

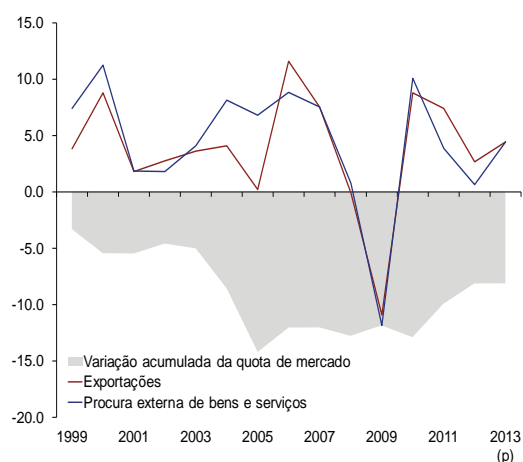
apontam para um aumento da taxa de poupança ao longo do horizonte de projeção (Gráfico 2). Com efeito, para além da manutenção de elevados níveis de poupança forçada associada às amortizações de crédito, as perspetivas de redução do rendimento permanente deverão levar a uma reavaliação das decisões de consumo por parte dos consumidores que não enfrentam restrições de liquidez, incentivando um aumento da poupança por motivos de precaução.

A FBCF deverá apresentar em 2012 uma redução ligeiramente superior à registada no ano anterior (12 por cento, face a 11.4 por cento em 2011), refletindo o perfil projetado para a componente empresarial, que deverá traduzir uma continuação da deterioração das perspetivas de procura por parte das empresas. Ao longo de 2013, a FBCF empresarial deverá apresentar uma trajetória de recuperação, beneficiando da aceleração projetada para a procura externa. No entanto, o total da FBCF deverá ainda apresentar uma redução em termos médios anuais em 2013 (1.7 por cento). Adicionalmente, a FBCF em habitação deverá refletir ao longo do horizonte de projeção a evolução projetada para o rendimento disponível, bem como para as condições de financiamento. No quadro do processo de consolidação orçamental, a FBCF pública deverá apresentar reduções muito significativas em 2012-2013, à semelhança do observado em 2011. A variação de existências deverá apresentar um contributo para o crescimento do PIB de 0.8 pontos percentuais (p.p.) em 2012, na medida em que se considera que a desacumulação de existências muito significativa observada em 2011, em particular no quarto trimestre, assumiu um caráter temporário. Em 2013, o contributo desta componente para o crescimento do PIB deverá ser virtualmente nulo.

Após um crescimento de 7.4 por cento em 2011, as exportações deverão apresentar um abrandamento para 2.7 por cento em 2012 e uma aceleração para 4.4 por cento em 2013. Esta evolução, que é comum às componentes de bens e de serviços, tem implícita uma subida da quota de mercado em 2012. (Gráfico 3). O comportamento das exportações reflete um redirecionamento dos produtores de bens transacionáveis para o mercado externo, uma maior diversificação geográfica, traduzida num aumento do peso dos mercados extracomunitários, cuja dinâmica deverá prosseguir ao longo do horizonte de projeção, e uma melhoria dos custos relativos. Tal como referido anteriormente, as hipóteses consideradas para a procura externa implicam uma revisão em baixa face às do anterior Boletim Económico, uma tendência que se tem vindo a verificar desde o outono de 2011 (Gráfico 4). A sucessiva deterioração das perspetivas para o crescimento económico mundial reflete *inter alia* as tensões associadas à crise da dívida soberana na área do euro, a par da manutenção de elevada incerteza quanto aos mecanismos da sua resolução,

Gráfico 3

EXPORTAÇÕES, PROCURA EXTERNA E QUOTA DE MERCADO | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL

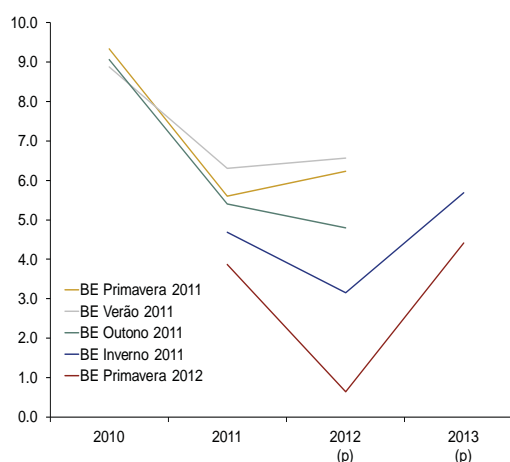


Fontes: BCE, INE e Banco de Portugal.

Nota: (p) – projetado.

Gráfico 4

EVOLUÇÃO DA PROCURA EXTERNA | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL



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

Nota: (p) – projetado.

num quadro de uma interação cada vez mais imediata entre o sistema financeiro e a economia real. Este contexto de elevada volatilidade implica que embora se assuma que a desaceleração da procura externa seja de natureza temporária, a sua evolução poderá influenciar de forma determinante a trajetória de recuperação da economia portuguesa, uma vez que as perspetivas de procura no mercado doméstico se encontram muito condicionadas pela necessidade de ajustamento continuado dos desequilíbrios macroeconómicos.

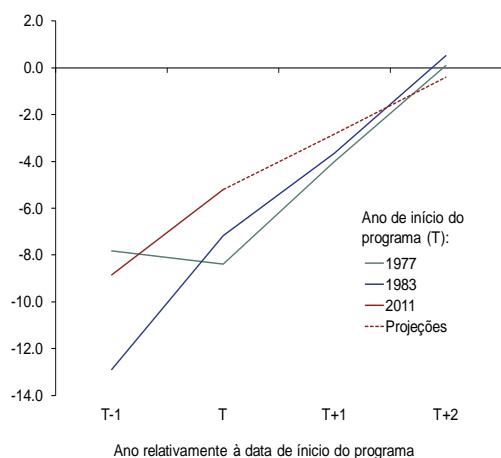
As importações deverão reduzir-se 5.6 por cento em 2012, uma contração de magnitude idêntica à observada em 2011. Para 2013, assume-se uma estabilização desta componente, o que traduz a dinâmica de recuperação de algumas componentes da despesa com conteúdo importado relativamente elevado, como as exportações e a FBCF empresarial. Esta evolução implica uma redução do conteúdo importado da procura final em 2011-2013, a exemplo do observado em anteriores episódios recessivos.

Em relação ao anterior Boletim Económico, as atuais projeções implicam uma revisão em baixa do crescimento do PIB de 0.3 p.p. em 2012 e 2013, refletindo em parte a revisão das exportações motivada por hipóteses menos favoráveis para a evolução da procura externa, bem como o impacto sobre as perspetivas de rendimento, e consequentemente sobre o consumo privado, da deterioração mais acentuada das condições no mercado de trabalho, em particular em 2012.

As necessidades de financiamento da economia portuguesa deverão apresentar uma redução substancial ao longo do horizonte de projeção, de -5.2 por cento do PIB em 2011 para -0.4 por cento do PIB em 2013. Esta trajetória de ajustamento é próxima da observada no contexto dos acordos de estabilização económica realizados com o Fundo Monetário Internacional (FMI) nos anos 70 e 80 (Gráfico 5). Subjacente a esta evolução está uma melhoria significativa do saldo da balança comercial, que deverá aumentar de -3.2 por cento do PIB em 2011 para -1.0 por cento do PIB em 2012 e 1.0 por cento do PIB em 2013 (Gráfico 6). Esta melhoria resulta em larga medida de um efeito volume, que compensa uma perda de termos de troca em 2012, motivada em parte pela componente energética. Para 2013, projeta-se um ligeiro ganho de termos de troca. O défice da balança de rendimentos em percentagem do PIB deverá apresentar uma redução moderada ao longo do horizonte de projeção, traduzindo as hipóteses mais favoráveis assumidas para as taxas de juro.

Gráfico 5

**EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO EXTERNO DURANTE OS PROGRAMAS DE ASSISTÊNCIA EXTERNA | EM PERCENTAGEM DO PIB**

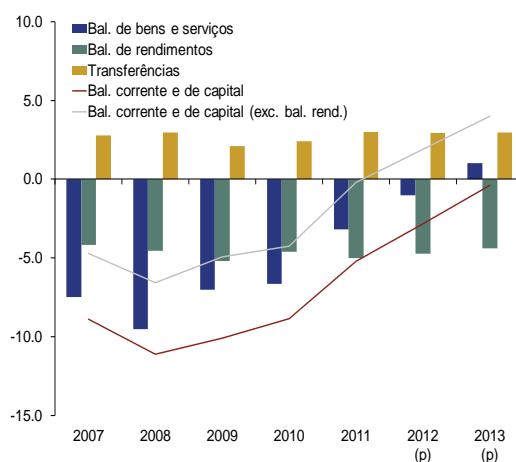


**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Nota:** No caso dos programas de 1977 e 1983, os dados referem-se à Balança de Transações Correntes.

Gráfico 6

**EVOLUÇÃO DAS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO EXTERNO | EM PERCENTAGEM DO PIB**



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

**Nota:** (p) – projetado.

No que diz respeito ao mercado de trabalho, projeta-se uma redução do emprego de 3.6 por cento em 2012 e 0.7 por cento em 2013 (face a uma queda de 1.5 por cento em 2011). A contração significativa do emprego antecipada para 2012 deverá ser mais acentuada no setor privado, refletindo as projeções para a atividade económica, bem como efeitos desfasados resultantes da evolução muito desfavorável registada no quarto trimestre de 2011. O emprego no setor público deverá manter um ritmo de redução relativamente constante ao longo do horizonte de projeção, apresentando uma queda mais acentuada do que a do setor privado em 2013.

No atual contexto, assumem particular relevância as reformas estruturais com o objetivo de potenciar o crescimento da economia portuguesa, cuja implementação se encontra prevista no PAEF. Entre estas encontram-se medidas com o objetivo de favorecer a competitividade, nomeadamente através da promoção da concorrência em alguns setores até agora protegidos e da alteração do quadro institucional do mercado de trabalho, caracterizado por uma marcada segmentação (ver “Tema de Discussão Segmentação”, deste Boletim). Adicionalmente, o Programa contempla também reformas que visam dinamizar o enquadramento institucional da economia, destacando-se a reforma do sistema judicial. Estas medidas afiguram-se essenciais para potenciar os benefícios para a economia portuguesa decorrentes da correção dos desequilíbrios macroeconómicos atualmente em curso.

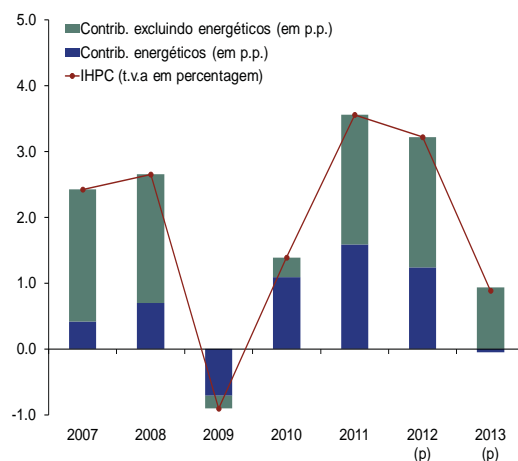
### **Manutenção da inflação num valor próximo de 3 por cento em 2012 e redução para cerca de 1 por cento em 2013 com dissipação de fatores de natureza fiscal**

A inflação, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), deverá permanecer relativamente estável em 2012 (taxa de variação média anual de 3.2 por cento, o que compara com 3.6 por cento em 2011), reduzindo-se para 0.9 por cento em 2013. Esta projeção reflete uma desaceleração da componente energética do IHPC em 2012 (de 12.8 por cento para 9.3 por cento) e uma redução de 0.2 por cento em 2013, que traduz em larga medida as hipóteses assumidas para o preço do petróleo em euros, enquanto a componente não energética deverá manter-se estável em 2012 (em 2.3 por cento), seguindo-se um abrandamento significativo para 1.1 por cento em 2013 (Gráfico 7).

A estabilização da taxa de inflação no período 2011-2012 em valores relativamente elevados face à evolução dos seus fatores explicativos habituais é, em larga medida, o reflexo do crescimento dos preços associado a decisões administrativas e dos aumentos da tributação indireta. Num contexto de deterio-

**Gráfico 7**

**INFLAÇÃO | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DO IHPC**



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

**Nota:** (p) – projetado.

ração da situação no mercado de trabalho, não é expectável que estes aumentos se transmitam aos salários. O crescimento dos preços administrados deve situar-se em 5.5 por cento em 2012, enquanto o contributo da tributação indireta para a inflação em 2012 deverá ser próximo de 2 p.p., refletindo em larga medida as alterações das tabelas do IVA implementadas em outubro de 2011 (no caso do gás natural e eletricidade) e em janeiro deste ano. Em 2013, refletindo a dissipação destes efeitos, o contributo da tributação indireta para a inflação deverá ser aproximadamente nulo e o crescimento dos preços administrados deverá ser inferior a 2 por cento, pelo que o comportamento dos preços no consumidor deverá ser mais alinhado com a evolução macroeconómica.

A atual projeção contempla uma redução dos custos unitários do trabalho no setor privado em 2012 e 2013, num contexto em que a evolução dos salários deverá ser fortemente condicionada pelo agravamento da situação no mercado de trabalho. Adicionalmente, o crescimento dos salários em 2012 será afetado pelo impacto da suspensão dos subsídios de férias e de Natal no setor público, bem como pela redução de 50 por cento nas retribuições por trabalho suplementar que deverá entrar em vigor neste ano. No que diz respeito aos preços de importação de bens não energéticos, projeta-se uma desaceleração ao longo do horizonte de projeção, de 5.2 por cento em 2011 para 3.4 e 1.4 por cento, respetivamente, em 2012 e 2013.

Face ao Boletim Económico do Inverno, as projeções para a taxa de inflação permaneceram virtualmente inalteradas.

### ***Riscos de evolução mais desfavorável da atividade económica e equilibrados para a inflação***

Os riscos inerentes às atuais projeções apontam, predominantemente, para a possibilidade de uma evolução mais desfavorável da atividade económica relativamente ao projetado no cenário central. Estes riscos resultam, em grande medida, de fatores de natureza externa, dado que persiste uma elevada incerteza quanto à resolução da crise da dívida soberana na área do euro. Com efeito, e não obstante o impacto favorável das medidas não convencionais de política monetária adotadas pelo Eurosistema no final de 2011 e início de 2012, persistem riscos de aprofundamento dos mecanismos de interação negativa, quer entre o sistema financeiro e a economia real, quer entre a área do euro e a economia global, em particular no contexto dos processos de consolidação orçamental atualmente em curso em várias economias. Neste contexto, a desaceleração da procura externa considerada na atual projeção poderá vir a assumir um carácter mais expressivo ou persistente, com impacto negativo nas exportações portuguesas. No plano interno, uma deterioração do cenário macroeconómico poderá conduzir à necessidade de adoção de medidas adicionais que garantam o cumprimento do objetivo orçamental. Os riscos associados às projeções para a inflação são equilibrados. Por um lado, a materialização dos riscos relativos às projeções para a atividade económica tenderia a traduzir-se num menor crescimento dos preços. Por outro lado, a possibilidade de aumento de impostos indiretos e preços administrados decorrente da eventual necessidade de medidas adicionais de consolidação orçamental traduzir-se-ia num aumento das pressões inflacionistas. Adicionalmente, a possibilidade de perturbações na oferta de petróleo no atual contexto geopolítico tem vindo a determinar uma incerteza acrescida quanto à evolução do preço desta matéria-prima.

### **Conclusão**

Durante mais de uma década, no contexto de condições financeiras extremamente benignas, a economia portuguesa acumulou importantes desequilíbrios, fruto de políticas económicas e de um comportamento dos agentes profundamente desadequado às exigências do novo regime que resultou da integração de Portugal na área do euro. Esta situação traduziu-se em níveis de endividamento insustentáveis por parte do setor público, das empresas e das famílias e em desequilíbrios importantes na estrutura de financiamento do setor bancário, colocando a economia portuguesa numa situação de grande vulnerabilidade

para fazer face às condições financeiras crescentemente adversas observadas desde 2007-2008. A situação de vulnerabilidade foi agravada pela política orçamental de carácter expansionista, num quadro de custos de financiamento crescentes e de aumento significativo da discriminação do risco de crédito nos mercados financeiros, em particular para devedores da área do euro, o que tornou inevitável o pedido de assistência financeira internacional por parte do Estado português em abril de 2011.

A avaliação da execução do PAEF pela União Europeia e pelo FMI revela que o programa tem sido globalmente cumprido: o défice das administrações públicas situou-se em cerca de 4 por cento do PIB, abaixo do limite máximo previsto no PAEF (5.9 por cento do PIB), ainda que beneficiando de medidas de carácter extraordinário de montante significativo (4 por cento do PIB); o setor bancário prosseguiu o processo de desalavancagem e o reforço da solvabilidade; no plano estrutural, foi dado início a um conjunto de alterações do quadro regulamentar cobrindo áreas tão diversas como o setor financeiro, justiça, política de concorrência e mercado de trabalho.

Estes resultados não devem induzir uma menor atenção quanto aos desafios futuros. A correção dos desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa implica um ajustamento prolongado dos níveis de despesa dos setores público e privado e do grau de alavancagem do setor bancário. No entanto, o processo de desalavancagem deverá assumir um carácter ordenado e gradual, sem comprometer o financiamento dos setores mais competitivos da economia, exigindo assim um acompanhamento constante por parte das autoridades, tal como previsto no PAEF. A forma como sejam alcançados estes objetivos, que são incontornáveis, vai condicionar a trajetória da atividade económica e do emprego nos próximos anos. Um ajustamento bem-sucedido da economia portuguesa requer uma melhoria substancial da qualidade dos fatores que determinam o crescimento potencial e, em particular, da qualidade do enquadramento institucional. A concretização rigorosa das medidas de transformação estrutural previstas no PAEF, não apenas no plano legislativo mas sobretudo no plano da sua aplicação concreta, é, assim, essencial para que a economia portuguesa possa alcançar uma trajetória sustentável de crescimento.