



RELATÓRIO DO  
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

**A Economia Portuguesa em 2012**



*Banco de Portugal*

EUROSISTEMA



RELATÓRIO  
DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO  
A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2012

*Lisboa, 2013*  
*[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

**Design, impressão, acabamento e distribuição**

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 2012

17	AVALIAÇÃO GLOBAL
25	<i>Caixa Uma comparação do ajustamento da economia portuguesa com anteriores experiências nacionais e internacionais</i>
33	1. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL
43	<i>Caixa 1.1 Mudanças recentes na estratégia de política monetária dos Estados Unidos, Reino Unido e Japão</i>
47	2. POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE E CONDIÇÕES MONETÁRIAS E FINANCEIRAS DA ECONOMIA PORTUGUESA
47	2.1. Política monetária do BCE
50	2.2. Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa
61	<i>Caixa 2.1 Diferenças na transmissão da política monetária entre países da área do euro</i>
65	<i>Caixa 2.2 Margens de taxas de juro bancárias: Portugal no contexto da área do euro</i>
69	<i>Caixa 2.3 Diferenciação no crédito às sociedades não financeiras cruzando dimensão de empresa e setor de atividade</i>
73	3. POLÍTICA E SITUAÇÃO ORÇAMENTAL
81	<i>Caixa 3.1 Medidas temporárias e fatores especiais com efeitos na execução orçamental de 2012</i>
83	<i>Caixa 3.2 Composição do ajustamento orçamental estrutural em Portugal no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira</i>
91	<i>Caixa 3.3 Os ajustamentos défice-dívida no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira</i>
93	4. OFERTA
105	<i>Caixa 4.1 Estrutura de custos e margens de lucro das empresas portuguesas</i>

<b>109</b>	<b>5. PROCURA</b>
<b>123</b>	<i>Caixa 5.1 A subida da taxa de poupança das famílias em 2012: uma explicação com base em evidência macro e microeconómica</i>
<b>127</b>	<i>Caixa 5.2 Quotas de mercado das exportações portuguesas em 2012: uma análise com base numa amostra de mercados de exportação</i>
<b>131</b>	<b>6. PREÇOS</b>
<b>135</b>	<i>Caixa 6.1 Impacto mecânico da tributação indireta e dos preços administrados na taxa de inflação</i>
<b>137</b>	<b>7. BALANÇA DE PAGAMENTOS</b>

# 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

### **Administradores**

José António da Silveira Godinho

João José Amaral Tomaz





## **CONSELHO DE AUDITORIA**

### **Presidente**

Emílio Rui da Veiga Peixoto Vilar

### **Membros**

Rui José Conceição Nunes

Amável Alberto Freixo Calhau

## **CONSELHO CONSULTIVO**

Carlos da Silva Costa

Pedro Miguel de Seabra Duarte Neves

José Joaquim Berberan e Santos Ramalho

Manuel Jacinto Nunes

José da Silva Lopes

Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

José Alberto Vasconcelos Tavares Moreira

Luís Miguel Couceiro Pizarro Beleza

António José Fernandes de Sousa

Emílio Rui da Veiga Peixoto Vilar

Valentim Xavier Pintado

Almerindo da Silva Marques

João Moreira Rato

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 Averiguação e Ação Sancionatória (DAS)**

José da Cunha Nunes Pereira

**Departamento de Auditoria (DAU)**

Francisco Martins da Rocha

**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 Gestão de Riscos (DGR)**

Helena Maria de Almeida Martins Adegas

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

Rui Manuel Franco Rodrigues Carvalho

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

António Jacinto S. Nunes Marques

**Departamento de Relações Internacionais (DRI)**

Nuno Homem Leal de Faria

**Departamento de Serviços de Apoio (DSA)**

Eugénio Fernandes Gaspar



**Departamento de Supervisão Comportamental (DSC)**

Maria Lúcia de Almeida Leitão

**Departamento de Supervisão Prudencial (DSP)**

Vasco Manuel da Silva Pereira

**Departamento de Serviços Jurídicos (DJU)**

José Gabriel Cortez Rodrigues Queiró

**Departamento de Sistemas de Pagamentos (DPG)**

Jorge Manuel Egrejas Francisco

**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

# A ECONOMIA PORTUGUESA EM 2012

	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



### ***Prosseguiu o processo de ajustamento da economia portuguesa***

Em 2012 a economia portuguesa registou uma forte quebra do produto e um significativo aumento do desemprego. Esta evolução decorreu num contexto externo marcado pela recessão na área do euro, pelo abrandamento do crescimento económico mundial e, no plano interno, pela manutenção de uma orientação contracionista na política orçamental e por condições monetárias e financeiras restritivas, apesar destas terem registado uma ligeira melhoria. Em contraponto com os custos decorrentes da queda da atividade, observaram-se progressos no processo de ajustamento da economia portuguesa, nomeadamente ao nível do reequilíbrio do saldo conjunto das balanças corrente e de capital, da redução do défice primário e estrutural e, como consequência, da melhoria na perceção de risco por parte dos investidores internacionais.

A evolução recente da economia portuguesa traduz um processo de correção de problemas estruturais e desequilíbrios macroeconómicos acumulados ao longo do tempo que a crise económica e financeira internacional tornou inadiável. Vários fatores concorreram para a acumulação destes desequilíbrios. Estes fatores têm natureza distinta e desenrolam-se em diferentes horizontes temporais mas os seus efeitos sobrepõem-se e reforçam-se mutuamente. Em particular, a economia portuguesa apresentou durante algumas décadas um défice de balança comercial como reflexo de fragilidades na produção de bens transacionáveis. A esta fragilidade estrutural acresceu, a partir do final da década de oitenta, a progressiva entrada no comércio internacional de países da Ásia e do centro e leste da Europa, aliada à fragmentação internacional da cadeia produtiva, a qual implica uma alteração do padrão de vantagens comparativas a nível mundial. Neste contexto, é inevitável uma significativa reestruturação setorial e das empresas que tende a acarretar custos no curto prazo. A existência de debilidades estruturais na economia portuguesa, designadamente os baixos níveis de capital humano e a ineficiente rotação dos trabalhadores ligada à segmentação no mercado de trabalho, avolumaram significativamente as dificuldades de reconversão. Adicionalmente, a participação na área do euro proporcionou estabilidade de preços e taxas de juro mais baixas e menos voláteis, criando um expressivo aumento da procura interna, promovendo a deslocação de recursos produtivos para o setor dos bens não transacionáveis e conduzindo ao agravamento do desequilíbrio externo. O novo regime económico exigia a assunção de novos comportamentos por parte dos agentes e a criação de incentivos apropriados. Só assim seria possível garantir que os maiores níveis de consumo das famílias, dos serviços prestados pelas administrações públicas e a dinâmica de investimento estivessem associados a ganhos estruturais na produtividade. Estes ganhos deveriam estar ancorados num acentuado aumento do grau de abertura da economia, por forma a assegurar a sustentabilidade dos níveis de endividamento. Porém, tal não ocorreu de forma plena, com destaque para a condução da política orçamental que foi em geral pró-cíclica, agravando os desequilíbrios existentes no setor privado. Por outro lado, a fragilidade da economia na captação de investimento direto estrangeiro, as debilidades no funcionamento da justiça e a ineficiência de alguns procedimentos administrativos contribuíram para uma diminuição continuada da taxa de crescimento da produtividade total dos fatores.

Os continuados desequilíbrios nas contas públicas e nas contas externas e o inerente agravamento do endividamento público e da posição de investimento internacional acentuaram substancialmente a exposição da economia portuguesa aos riscos de um choque externo adverso. Este choque veio a materializar-se com a eclosão da crise económica e financeira internacional, o consequente aumento da incerteza e do risco nos mercados financeiros internacionais e, em seguida, o alastramento da crise à dívida soberana em 2010. A iminência da cessação abrupta do financiamento à economia portuguesa forçou a adoção de um programa de ajustamento e a aceleração brusca do processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos e dos problemas estruturais que se afigurava necessário desde há alguns anos.

No momento presente, o ajustamento em curso na economia portuguesa é dificultado pela manutenção de um quadro de estagnação económica na Europa. A mitigação dos custos do processo de ajustamento depende da evolução positiva deste enquadramento macroeconómico, bem como do enquadramento institucional europeu, com progressos no sentido da construção de uma união bancária e de uma união económica e monetária mais sólida e geradora de confiança nos agentes económicos.

***Enquadramento externo marcado pela recessão económica na área do euro, abrandamento do crescimento económico mundial, política monetária expansionista e sincronização da orientação restritiva da política orçamental em algumas economias avançadas***

O enquadramento externo da economia portuguesa foi marcado pela recessão económica na área do euro, pelo abrandamento do crescimento económico mundial, em parte resultado da instabilidade nos mercados financeiros internacionais, e pela sincronização da orientação restritiva da política orçamental em algumas economias avançadas, no contexto da crise da dívida soberana na área do euro e do possível fim dos estímulos orçamentais nos Estados Unidos. A partir da segunda metade do ano, as medidas anunciadas pelas autoridades monetárias contribuíram para o abrandamento das tensões nos mercados financeiros, permanecendo, contudo, alguma incerteza quanto à sua capacidade de implementação (ver “Caixa 1.1 *Mudanças recentes na estratégia de política monetária dos Estados Unidos, Reino Unido e Japão*”, deste Relatório). Já em 2013, ressurgiram algumas tensões e volatilidade na sequência das negociações sobre o programa de ajustamento de Chipre.

Em 2012, a política monetária na área do euro permaneceu largamente acomodatória, com um nível historicamente baixo das taxas de juro oficiais, num contexto de diminuição das pressões inflacionistas no horizonte relevante para a política monetária.

***Melhoria gradual das condições monetárias e financeiras da economia portuguesa, com diminuição dos níveis de risco percebidos pelos investidores internacionais, mantendo-se contudo restritivas***

As condições monetárias e financeiras da economia portuguesa registaram uma melhoria gradual ao longo do ano, mantendo-se contudo restritivas, num quadro de perturbações na transmissão da política monetária (ver “Caixa 2.1 *Diferenças na transmissão da política monetária entre países da área do euro*”, deste Relatório). Esta evolução beneficiou das decisões de política monetária não convencionais adotadas pelo Banco Central Europeu (BCE) e dos aumentos de capital efetuados em vários bancos, os quais permitiram melhorar a sua situação em termos de solvabilidade e de liquidez. No que concerne à dívida soberana, o anúncio por parte do BCE de um programa de Transações Monetárias Definitivas, a par do processo de consolidação orçamental em curso, contribuíram para reduzir a tensão nos mercados financeiros internacionais. Neste contexto, assistiu-se à realização por parte do Estado português de uma operação de troca de dívida pública com maturidade em 2013 por dívida a vencer em 2015 e, já em 2013, a operações de venda de títulos de dívida a 5 e 10 anos. Similarmente, algumas instituições financeiras reiniciaram, ainda que de forma limitada, o financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso.

Neste quadro, as taxas de juro dos novos empréstimos a sociedades não financeiras e a particulares para aquisição de habitação registaram uma diminuição e o crédito bancário ao setor privado não financeiro evidenciou quedas progressivamente menores no final do ano. Em simultâneo, os critérios de concessão de crédito bancário foram alterados, conduzindo à inversão do processo de agravamento iniciado em 2007. No entanto, a taxa de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras em Portugal permaneceu acima da média da área do euro. Para esta situação terá contribuído a mais elevada perceção de risco por parte dos bancos, o seu elevado custo médio de financiamento e a deterioração da situação financeira de muitas empresas, em particular no setor dos bens não transacionáveis, mais afetado pelo processo

de ajustamento em curso na economia. Esta evolução decorre num quadro de redução significativa das taxas de juro praticadas pelos bancos para os novos depósitos, acompanhada por uma redução menos pronunciada das taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos. Tais dinâmicas levaram a um alargamento da margem nas novas operações com clientes que contrasta com a evolução da margem implícita nos saldos, a qual continuou a estreitar-se, situando-se em mínimos históricos (ver “Caixa 2.2 *Margens de taxas de juro bancárias: Portugal no contexto da área do euro*”, deste Relatório).

As grandes empresas mantiveram o acesso ao crédito ou encontraram fontes alternativas de financiamento a um custo mais atrativo, enquanto as pequenas e médias empresas continuaram a enfrentar dificuldades de financiamento. No entanto, existe uma forte inter-relação entre a evolução do crédito por dimensão de empresa e por setor de atividade. Enquanto o crédito à construção, promoção imobiliária e comércio - setores onde é maior o peso das micro e pequenas empresas - regista taxas de variação anuais negativas, o agregado dos restantes setores apresentou em 2012 uma evolução ligeiramente positiva (ver “Caixa 2.3 *Diferenciação no crédito às sociedades não financeiras cruzando dimensão de empresa e setor de atividade*”, deste Relatório).

Em termos globais, no decurso de 2012 prosseguiu o processo de desalavancagem na economia portuguesa. No sistema bancário, a desalavancagem assentou numa redução do crédito a não residentes e ao setor privado residente, enquanto o financiamento às administrações públicas registou um aumento. Neste contexto, observou-se uma significativa diminuição do crédito total a particulares e também um aumento significativo da sua taxa de poupança. O grau de endividamento dos particulares prosseguiu assim a tendência descendente observada após 2009. Por seu turno, a desalavancagem do setor empresarial é ainda bastante moderada em termos agregados, revelando-se essencial o reforço da capitalização das empresas. Neste âmbito, a diversificação das fontes de financiamento poderá também contribuir para uma diminuição do risco e dos custos das empresas portuguesas.

### ***Orientação contracionista e pró-cíclica da política orçamental, traduzindo-se num forte ajustamento estrutural***

A política orçamental continuou a evidenciar uma orientação contracionista e pró-cíclica, traduzida numa variação do saldo primário estrutural excluindo fatores especiais de 3.4 pontos percentuais (p.p.) do Produto Interno Bruto (PIB) em 2012. Em termos acumulados, no quadro do esforço de cumprimento dos objetivos estabelecidos no Programa de Assistência Económica e Financeira, a variação deste indicador reflete um ajustamento orçamental de 7.2 p.p. do PIB entre 2010 e 2012. Na ótica da Contabilidade Nacional, o défice das administrações públicas ascendeu a 6.4 por cento do PIB em 2012, tendo registado uma diminuição de 2.7 p.p. entre 2010 e 2012 quando corrigido de medidas temporárias e fatores especiais. Este valor é particularmente significativo num período de deterioração da posição cíclica da economia portuguesa (ver “Caixa 3.1 *Medidas temporárias e fatores especiais com efeitos na execução orçamental de 2012*”, deste Relatório).

A melhoria do saldo primário estrutural decorreu essencialmente de uma redução da despesa pública. Esta evolução assentou em medidas que não poderão ser repetidas em 2013, em virtude de decisões do Tribunal Constitucional, mas que deverão ser substituídas por outras de montante comparável. Adicionalmente, não obstante as medidas de consolidação incluídas no Orçamento do Estado para 2012 terem representado um forte aumento da carga fiscal, com particular ênfase para o Imposto sobre o Valor Acrescentado, a receita estrutural em percentagem do PIB tendencial quase estabilizou em 2012, ficando substancialmente aquém do valor inicialmente previsto (ver “Caixa 3.2 *Composição do ajustamento orçamental estrutural em Portugal no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira*”, deste Relatório). Tendo presente o elevado nível das taxas de tributação marginal, torna-se necessário que o efeito favorável do crescimento económico sobre as contas públicas sirva para criar um ambiente fiscal favorável ao investimento e à criação de emprego, depois de salvaguardada a trajetória da sustentabilidade das finanças públicas.

O nível da dívida pública continuou a aumentar de forma significativa em 2012, situando-se no final do ano em 123.6 por cento do PIB, que compara com 94.0 por cento em 2010. Este aumento esteve associado à evolução negativa da atividade económica, refletindo também o impacto de ajustamentos défice-dívida de magnitude muito significativa (ver “Caixa 3.3 *Os ajustamentos défice-dívida no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira*”, deste Relatório). Para a evolução do rácio da dívida face a 2010 contribuiu a evolução dos depósitos das administrações públicas, ascendendo o respetivo stock a 11.6 por cento do PIB no final de 2012.

### ***Evolução desfavorável da atividade económica, transversal a todos os setores de atividade, num quadro de heterogeneidade ao nível das empresas***

Em 2012, a contração da atividade económica foi transversal a todos os setores, com destaque para os mais dependentes da procura interna, em particular o setor da construção. No entanto, apesar da contração da atividade em termos agregados, deverá existir um conjunto importante de empresas com crescimento positivo do valor acrescentado bruto (VAB). Esta significativa heterogeneidade na evolução do VAB das empresas é também visível noutras dimensões, designadamente em termos da estrutura de custos (ver “Caixa 4.1 *Estrutura de custos e margens de lucro das empresas portuguesas*”, deste Relatório). A existência de condições estruturais para que as empresas mais flexíveis e inovadoras prossigam o seu processo de crescimento é condição fundamental para a recuperação da atividade na economia portuguesa e implica a prossecução de uma agenda alargada de reformas estruturais.

### ***Acentuada contração da procura interna, mitigada pela evolução das exportações, traduziu-se num saldo positivo da balança corrente e de capital***

O ano de 2012 foi marcado por uma redução do PIB de 3.2 por cento, após uma queda de 1.6 por cento em 2011. Para esta evolução contribuíram todas as componentes da procura interna a qual, no seu conjunto, caiu 6.8 por cento.

O consumo privado registou uma contração de 5.6 por cento, num contexto marcado por uma redução do rendimento disponível das famílias percecionada como permanente, pela deterioração acentuada das condições no mercado de trabalho e pela elevada incerteza relativamente às medidas orçamentais a adotar futuramente. Em consequência, ocorreu um aumento significativo da taxa de poupança em 2012, refletindo também o aumento do número de famílias com restrições de liquidez e efeitos de composição relacionados com o crescimento de alguns tipos de rendimento auferidos por famílias com maiores taxas de poupança (ver “Caixa 5.1 *A subida da taxa de poupança das famílias em 2012: uma explicação com base em evidência macro e microeconómica*”, deste Relatório).

O investimento registou uma queda de 13.7 por cento em 2012, após uma redução semelhante em 2011. A diminuição da formação bruta de capital fixo (FBCF) foi generalizada a todos os setores institucionais. Em particular, a FBCF empresarial registou em 2012 uma descida acentuada, superior à observada nos anos anteriores. Esta evolução resulta da deterioração das perspetivas de procura nos mercados interno e externo e do aumento da incerteza, em conjugação com o baixo nível de utilização da capacidade produtiva, com a necessidade de redução dos níveis de endividamento das empresas e, em menor grau, da manutenção de condições de financiamento restritivas. A FBCF residencial registou uma forte queda, em linha com a tendência observada na última década. O investimento público voltou a apresentar uma acentuada redução em 2012, com particular destaque nas empresas que integraram recentemente o perímetro das administrações públicas.

Por seu turno, a evolução conjunta das exportações e das importações deu um contributo positivo para a atividade económica. As exportações de bens e serviços registaram em 2012 um crescimento em

volume de 3.3 por cento, desacelerando acentuadamente face ao ano anterior, apesar de um significativo ganho de quota de mercado. Não obstante terem ocorrido ganhos de quota nos mercados dos principais parceiros comerciais e apesar da diversificação recente nos destinos de exportação, a especialização geográfica das exportações de bens revelou-se desfavorável (ver “Caixa 5.2 *Quotas de mercado das exportações portuguesas em 2012: uma análise com base numa amostra de mercados de exportação*”, deste Relatório). Num contexto de continuada contração da procura global, as importações voltaram a registar uma queda em 2012.

Em 2012 registou-se um reequilíbrio das contas externas, com o saldo conjunto das balanças corrente e de capital a registar um excedente de 0.8 por cento do PIB, após défices de 5.8 por cento em 2011 e 9.4 por cento em 2010. Destaque-se igualmente que a balança comercial registou um saldo virtualmente nulo, algo inédito na economia portuguesa nas últimas décadas. A redução das necessidades de financiamento externo da economia refletiu o significativo aumento da taxa de poupança interna e, em menor grau, a redução da taxa de investimento e o alargamento do excedente das transferências líquidas de capital. A evolução da balança financeira traduziu essencialmente a recomposição do financiamento externo, com uma significativa redução dos passivos líquidos de investimento de carteira, transversal aos vários setores institucionais residentes, acompanhada por uma significativa entrada líquida de fundos nas administrações públicas associada aos desembolsos dos empréstimos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira.

### ***Marcada deterioração das condições no mercado de trabalho, contenção das remunerações e desaceleração dos preços no consumidor***

Refletindo a evolução da atividade económica, o mercado de trabalho registou uma significativa deterioração em 2012. O emprego na economia portuguesa reduziu-se 4.2 por cento e a taxa de desemprego ascendeu a 15.7 por cento, o que representa uma subida de 3 p.p. face ao ano anterior. Por seu turno, a taxa de desemprego dos jovens ascendeu a 37.7 por cento, o que equivale a um aumento de 7.6 p.p. face a 2011. A deterioração das condições no mercado de trabalho é um dos efeitos mais gravosos do processo de ajustamento da economia portuguesa, traduzindo-se numa elevada quebra acumulada do nível de emprego, na continuação do aumento estrutural da taxa de desemprego e numa diminuição da população ativa. Adicionalmente, os fluxos entre estados no mercado de trabalho apontam no sentido de um aumento da segmentação. Estes aspetos têm implicações relevantes no crescimento potencial, designadamente pela via da depreciação do capital humano associada à situação de desemprego e do menor investimento em formação. A evolução do mercado de trabalho refletiu-se em 2012 numa diminuição dos salários reais no setor privado em termos agregados, observando-se também uma significativa recomposição decorrente da forte destruição de empregos com salários mais baixos. A redução da massa salarial das administrações públicas foi muito significativa em 2012, devido à redução do número de trabalhadores e, sobretudo, à suspensão de subsídios de férias e de Natal.

A taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, situou-se em 2.8 por cento em 2012, representando um decréscimo de 0.8 p.p. face a 2011. De notar que esta evolução foi fortemente condicionada pela evolução da tributação indireta e dos preços dos bens administrados, com impactos mecânicos estimados de cerca de 2 p.p. no crescimento dos preços em 2011 e 2012 (ver “Caixa 6.1 *Impacto mecânico da tributação indireta e dos preços administrados na taxa de inflação*”, deste Relatório). De facto, excluindo estes efeitos, a deterioração da posição cíclica da economia e o agravamento das condições no mercado de trabalho implicaram uma desaceleração dos preços na economia, o que constitui um canal importante no processo de recuperação de competitividade e correção de desequilíbrios macroeconómicos numa união monetária.

### ***O processo de ajustamento em curso na economia portuguesa tenderá a ser prolongado, em especial no que diz respeito à evolução da taxa de desemprego***

O processo de ajustamento em curso na economia portuguesa tem uma natureza diferente dos observados nas décadas de setenta e oitenta. De facto, a absorção do desemprego vai depender da extensão e rapidez do ajustamento estrutural da economia, o que será função do impacto das reformas estruturais em curso sobre o processo de reafetação dos recursos produtivos para o setor de bens transacionáveis e, em particular, sobre o investimento direto estrangeiro. A duração mais longa deste processo decorre também da existência de maiores níveis de endividamento público e privado (ver “Caixa *Uma comparação do ajustamento da economia portuguesa com anteriores experiências nacionais e internacionais*”, deste Relatório).

A correção dos desequilíbrios acumulados no passado, em simultâneo com a reestruturação setorial e das empresas é um desafio comum a muitas economias europeias. A não resolução de problemas de competitividade limita o crescimento potencial e induz o agravamento das assimetrias no nível de rendimento *per capita* dos países da área do euro. Com efeito, a evolução das economias nacionais em áreas monetárias pode apresentar traços semelhantes à divergência inter-regional dentro de um mesmo país, agravada pela inexistência de uma política orçamental integrada e pela persistência de dificuldades na mobilidade de alguns fatores produtivos. Neste contexto, uma forte deterioração da situação económica da economia portuguesa pode ter um impacto negativo e duradouro no crescimento potencial, consubstanciando-se, essencialmente, numa continuada redução do *stock* de capital, na depreciação do capital humano dos trabalhadores desempregados e na emigração de jovens qualificados.

### ***Necessidade de consenso social em torno das linhas orientadoras do processo de ajustamento, num contexto de disciplina imposta pela globalização***

A capacidade para mitigar este cenário depende, entre outros fatores, de um consenso social em torno das linhas orientadoras do processo de ajustamento, condição fundamental para a manutenção da credibilidade junto dos mercados financeiros e autoridades internacionais. Um pressuposto importante nesta análise é o de que uma eventual moderação do esforço de ajustamento, designadamente ao nível orçamental, está condicionada pela necessidade de assegurar o financiamento da economia portuguesa e implica uma maior acumulação de dívida, o que poderá agravar as suas condições de sustentabilidade. É assim importante preservar os equilíbrios macroeconómicos fundamentais numa perspetiva intertemporal, o que contribuirá para a normalização do financiamento do Estado português nos mercados internacionais de dívida soberana.

A economia portuguesa tem registado um ajustamento macroeconómico muito substancial, suportando custos significativos em termos de queda na atividade e subutilização dos fatores produtivos. Apenas a manutenção dum quadro de estabilidade social e a continuação do reforço da competitividade podem permitir o relançamento do emprego e do investimento, incluindo de origem externa. Os custos do ajustamento em curso só poderão ser mitigados com base na dinâmica dos setores transacionáveis, o que exige uma realocação de recursos para estes setores, protagonizada pelo setor privado e beneficiando do papel catalisador do setor público. Neste contexto, a existência de um enquadramento externo favorável constitui também um fator determinante, não apenas em termos do crescimento da procura externa, mas também ao nível da evolução para um quadro institucional europeu mais sólido e gerador de confiança nos agentes económicos.

A dinâmica da economia global, na qual a economia portuguesa se insere, é atualmente bastante exigente. De um ponto de vista estrutural, a aceleração dos processos de inovação e a acrescida concorrência pela captação de investimento direto estrangeiro, aliada a uma maior repercussão de crises económicas e à volatilidade dos mercados financeiros, exige às empresas capacidade de inovação e flexibilidade. As dificuldades macroeconómicas que a economia portuguesa enfrenta no momento presente implicam

custos sociais muito significativos e comportam riscos, mas não devem limitar a capacidade de prosseguir uma alargada agenda de reforma estrutural, que inclua a administração do Estado e o desenho das políticas sociais. Estas reformas devem envolver a redução estrutural de despesa, mas sobretudo assegurar um quadro de eficiência e promoção da competitividade externa que prepare a economia para os desafios atuais. As reformas estruturais constituem momentos de renovação do capital social, que devem promover a estabilidade e previsibilidade do quadro de incentivos existentes na economia. Constantes alterações desse quadro não são conducentes ao aumento do investimento nem à criação sustentada de emprego, pilares fundamentais na promoção do produto potencial.



## Quadro 1

## PORTUGAL – PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS, 2009-2012

	Unidades	2009	2010	2011	2012
<b>I. Preços, salários e custos unitários de trabalho</b>					
Inflação (IHPC)	tva em %	-0.9	1.4	3.6	2.8
Bens	tva em %	-2.4	1.7	4.4	2.5
Serviços	tva em %	1.3	1	2.4	3.2
Inflação (IPC)	tva em %	-0.8	1.4	3.7	2.8
Deflador do PIB	tva em %	0.9	0.6	0.5	-0.1
Deflador do consumo privado	tva em %	-2.2	1.3	3.8	2.1
Deflador das exportações de bens e serviços	tva em %	-5.0	3.9	5.5	1.4
Deflador das importações de bens e serviços	tva em %	-9.2	4.6	8.1	1.6
Remunerações nominais por trabalhador, total da economia <sup>(a)</sup>	tva em %	2.8	2.0	-0.7	-2.7
Remunerações nominais por trabalhador, setor privado <sup>(b)</sup>	tva em %	1.5	2.9	1.1	-0.1
Custos unitários de trabalho, total da economia <sup>(a)</sup>	tva em %	3.1	-1.4	-0.7	-3.8
Custos unitários de trabalho, setor privado <sup>(b)</sup>	tva em %	1.6	-1.3	1.3	-1.2
<b>II. Despesa, rendimento e poupança</b>					
Produto interno bruto (PIB)	tv em %	-2.9	1.9	-1.6	-3.2
Procura interna total	tv em %	-3.3	1.8	-5.8	-6.8
Consumo privado	tv em %	-2.3	2.5	-3.8	-5.6
Consumo público	tv em %	4.7	0.1	-4.3	-4.4
Formação bruta de capital fixo	tv em %	-8.6	-3.1	-10.7	-14.5
Exportações de bens e serviços	tv em %	-10.9	10.2	7.2	3.3
Importações de bens e serviços	tv em %	-10.0	8.0	-5.9	-6.9
Rendimento disponível dos particulares (RD)	tv em %	1.8	1.7	-4.9	-2.9
Rendimento disponível dos particulares, excluindo transferências externas	tv em %	2.3	1.5	-5.0	-3.4
Taxa de poupança interna	em % do PIB	9.4	9.8	10.6	14.1
Setor privado <sup>(d)</sup>	em % do PIB	16.4	16.8	15.4	18.8
Particulares	em % do RD	10.9	10.1	9.1	11.6
Particulares, excluindo transferências externas	em % do RD	9.2	8.3	7.2	9.4
Empresas	em % do PIB	8.4	9.4	8.7	10.0
Administrações públicas	em % do PIB	-6.9	-7.0	-4.9	-4.7
<b>III. Emprego e desemprego</b>					
Emprego total <sup>(d)</sup>	tva em %	-2.7	-1.7	-1.5	-4.2
Emprego por conta de outrem <sup>(d)</sup>	tva em %	-2.6	-0.9	-0.9	-4.7
Taxa de desemprego <sup>(e)</sup>	média anual em %	9.5	10.8	12.7	15.7
<b>IV. Balança de pagamentos</b>					
Balança corrente + Balança de capital	em % do PIB	-10.1	-9.4	-5.8	0.8
Balança corrente	em % do PIB	-10.9	-10.6	-7.0	-1.5
Balança de bens	em % do PIB	-10.6	-11.1	-8.3	-5.2
Balança de capital	em % do PIB	0.8	1.1	1.2	2.3
<b>V. Taxas de câmbio</b>					
Índice cambial efetivo nominal <sup>(f)</sup>	tva em %	0.4	-1.5	-0.1	-1.3
Índice cambial efetivo real					
Ajustado pelos custos unitários de trabalho relativos <sup>(g)</sup>	tva em %	0.1	-2.2	-1.6	-5.8
Ajustado pelo índice de preços no consumidor relativo	tva em %	-0.9	-1.9	0.6	-1.0
<b>VI. Taxas de juro</b>					
Taxa de juro Euribor a 3 meses	em %, Dez.	0.7	1	1.4	0.2
Taxa de rendibilidade das OT a taxa fixa a 10 anos	em %, Dez.	3.9	6.5	13.1	7.3
Taxas de juro sobre saldos de OIFM <sup>(h)</sup>					
Empréstimos a particulares, habitação	em %, Dez.	2	2.1	2.7	1.6
Empréstimos a sociedades não financeiras	em %, Dez.	3.3	3.8	5.1	4.5
Depósitos e equiparados até 2 anos	em %, Dez.	1.7	2.2	3.7	2.9
<b>VII. Índice de cotações de ações (PSI-Geral)</b>					
	tvh 31-Dez.	40	-6.2	-20.4	7.7
<b>VIII. Depósitos e empréstimos bancários ao setor residente<sup>(i)</sup></b>					
Depósitos do setor privado não financeiro	tvh Dez.	2.1	5.4	5.5	-3.8
Empréstimos <sup>(j)</sup>					
Instituições financeiras não monetárias	tva Dez.	4.5	2.5	-7.2	-12.9
Sociedades não financeiras	tva Dez.	1.7	0.7	-1.8	-3.8
Particulares	tva Dez.	2.3	2	-2.2	-4.4
<b>IX. Finanças públicas</b>					
Saldo global das administrações públicas <sup>(k)</sup>	em % do PIB	-10.2	-9.8	-4.4	-6.4
Saldo primário das administrações públicas	em % do PIB	-7.3	-7.0	-0.4	-2.0
Dívida pública bruta consolidada	Dez., em % do PIB	83.7	94.0	108.3	123.6

**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 do 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 empresarializados. (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.

## CAIXA | UMA COMPARAÇÃO DO AJUSTAMENTO DA ECONOMIA PORTUGUESA COM ANTERIORES EXPERIÊNCIAS NACIONAIS E INTERNACIONAIS

A posição cíclica da economia portuguesa apresentou uma deterioração significativa no período recente, no contexto do processo de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos. Esta caixa procura enquadrar o comportamento da economia portuguesa nos últimos anos, procedendo a duas comparações. A primeira consiste numa comparação do recente período recessivo em Portugal com episódios semelhantes em economias avançadas. A segunda confronta o atual processo de ajustamento com os ocorridos na sequência das crises de financiamento e acordos de estabilização económica de 1977 e 1983 com o Fundo Monetário Internacional (FMI)<sup>1</sup>.

### ***Comparação do período recessivo recente em Portugal com recessões históricas em economias avançadas***

Para colocar a evolução recente da economia portuguesa em perspetiva histórica comparativamente a outras economias avançadas é necessário identificar primeiro as características dos ciclos económicos nessas economias. Nessa análise, as recessões e expansões são caracterizadas a partir dos pontos de viragem da atividade económica – pontos máximos e mínimos dos ciclos – identificados utilizando as taxas de variação em cadeia do PIB trimestral. O quadro 1 sumaria os factos estilizados relevantes das recessões e recuperações numa amostra de economias avançadas no período de 1960 a 2008<sup>2</sup>.

As recessões são fenómenos relativamente frequentes em economias avançadas. Numa amostra de 21 economias, foram identificados 122 episódios recessivos, o que representa uma média de cerca de 6 recessões por economia nos últimos cinquenta anos. Existem, no entanto, diferenças consideráveis na frequência de ocorrência de recessões entre os vários países. No período amostral, observou-se uma redução da frequência e da severidade das recessões a partir de meados dos anos 80, período que ficou conhecido como o da “grande moderação”. A ocorrência da grande crise económica e financeira de 2009 veio alterar, no entanto, esta perceção.

Em termos médios, uma recessão nas economias avançadas é caracterizada por uma redução do PIB de 2.7 por cento e prolonga-se por 3.6 trimestres (Quadro 1). Uma análise mais desagregada revela padrões de comportamento distintos de acordo com o tipo de choque subjacente às recessões. As recessões associadas a crises financeiras – identificadas como episódios em que ocorreram perturbações generalizadas em instituições financeiras e no funcionamento de mercados financeiros – tendem a originar quebras de atividade de maior amplitude e que perduram por um período mais longo. As características destas recessões refletem a natureza das expansões que as precederam, que estão frequentemente associadas a expectativas demasiado otimistas sobre o crescimento do rendimento e da riqueza, sendo caracterizadas por um crescimento excessivo do crédito bancário, um sobreaquecimento dos mercados de bens e serviços e do mercado de trabalho, bolhas nos preços dos ativos (incluindo imobiliário) e ainda perdas de competitividade externa. Quando as expectativas são defraudadas, o reequilíbrio dos balanços dos agentes e a correção em baixa dos preços obrigam a um forte ajustamento das decisões de consumo e investimento. Por sua vez, episódios recessivos sincronizados – definidos como aqueles em que 10 ou mais dos 21 países da amostra considerada se encontravam em recessão ao mesmo tempo – também

<sup>1</sup> O primeiro acordo de assistência financeira com o FMI data de 1978 porém o essencial das medidas de estabilização económica foram tomadas logo em 1977, pelo que se considerou 1977 como o ano de referência na análise.

<sup>2</sup> Esta secção baseia-se no “Capítulo 3 *From recession to recovery: How soon and how strong?*”, do *World Economic Outlook* de Abril de 2009 do FMI.

Quadro 1

## CARATERIZAÇÃO DAS RECESSÕES E RECUPERAÇÕES EM ECONOMIAS AVANÇADAS

	Duração (nº de trimestres)		Amplitude (variação percentual do PIB real)	
	Recessões	Recuperações <sup>(a)</sup>	Recessões	Recuperações <sup>(b)</sup>
Todas				
Média	3.6	3.2	-2.7	4.1
Desvio-padrão	2.1	2.7	2.9	3.1
Número de eventos	122	109		
Por determinante da recessão				
Crises Financeiras				
Média	5.7	5.6	-3.4	2.2
Desvio-padrão	3.2	3.3	3.3	1.2
Número de eventos	15	11		
Por grau de sincronização				
Elevada sincronização				
Média	4.5	4.2	-3.5	3.7
Desvio-padrão	2.5	3.6	3.0	1.7
Número de eventos	37	32		
Por memória:				
Recessões associadas a crises financeiras com elevada sincronização				
Média	7.3	6.8	-4.8	2.8

**Fontes:** FMI ("Chapter 3 From recession to recovery: how soon and how strong?" do *World Economic Outlook* de Abril de 2009), Eurostat e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) Número de trimestres de recuperação até retoma do nível do pico anterior. (b) Aumento percentual do PIB real ao fim de um ano.

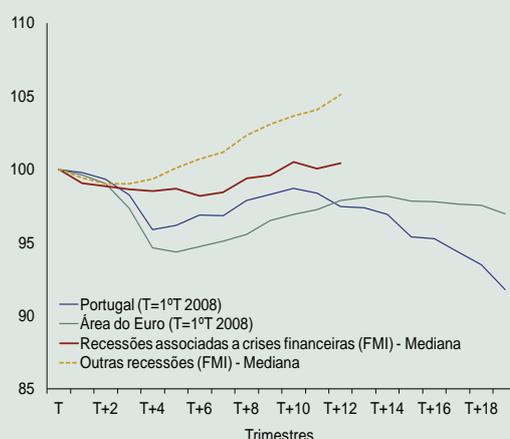
apresentam fases de redução da atividade mais marcadas e prolongadas. A ocorrência em sincronia de recessões em muitas economias implica menor crescimento da procura externa dirigida a cada economia, pelo que o comportamento das exportações tende a ser mais negativo que nas recessões com menor grau de sincronia. Naturalmente, a ocorrência de crises financeiras com elevada sincronização tende a agravar ainda mais os padrões de ajustamento acima identificados.

Por uma questão de comparabilidade, o mesmo procedimento de identificação de ciclos económicos utilizado na análise anterior foi aplicado à economia portuguesa. De acordo com esta metodologia, Portugal terá registado dois episódios de recessão no período de 2008 a 2012. A atividade económica atingiu um pico no primeiro trimestre de 2008, a que se seguiu uma fase de recessão que durou até ao primeiro trimestre de 2009. Observou-se, em seguida, uma recuperação que se prolongou até ao terceiro trimestre de 2010. A segunda fase recessiva identificada está ainda em curso. Note-se que a identificação dos dois episódios recessivos, que resulta da opção metodológica, não impede uma leitura integrada dos seus determinantes quer externos – em particular, a grande crise financeira internacional a que se seguiu a crise da dívida soberana na área do euro – quer internos.

No caso português, a primeira recessão do período 2008-2012 foi mais acentuada e prolongada que a recessão mediana na amostra de episódios históricos em economias avançadas, o que é explicado, em larga medida, pela severidade e abrangência geográfica da crise financeira (Gráfico 1). A redução da atividade em Portugal e também na área do euro – 4.1 e 5.6 por cento, respetivamente, em termos acumulados – está em linha com a queda observada em recessões passadas associadas a crises financeiras com elevada sincronização. Neste episódio recessivo, a redução do PIB prolongou-se por 4 trimestres, uma duração inferior à média de recessões associadas a crises financeiras fortemente sincronizadas, que poderá estar associada ao impacto das políticas económicas contra cíclicas adotadas quer em Portugal quer a nível internacional. Este impacto revelou-se temporário, pois o surgimento da crise da dívida soberana conduziu à posterior adoção de políticas orçamentais contracionistas.

## Gráfico 1

### COMPARAÇÃO DO PERÍODO RECESSIVO RECENTE EM PORTUGAL COM ANTERIORES EPISÓDIOS RECESSIVOS EM ECONOMIAS AVANÇADAS | T – TRIMESTRE DO PICO DO CICLO (PIB=100 EM T)



**Fontes:** FMI (“Chapter 3 From recession to recovery: how soon and how strong?” do *World Economic Outlook* de Abril de 2009), Eurostat e Banco de Portugal.

A partir do segundo trimestre de 2009, observou-se uma recuperação da atividade económica em Portugal. Ao fim de um ano, o PIB real tinha aumentado cerca de 2 por cento, uma amplitude próxima da média de recuperações em economias avançadas após recessões associadas a crises financeiras com elevada sincronização. Esta fase ascendente da atividade viria a revelar-se de curta duração – apenas 6 trimestres – não se chegando a observar uma retoma dos níveis de atividade anteriores à crise.

Ao longo de 2010, verificou-se uma deterioração acentuada das condições de acesso de Portugal aos mercados de financiamento internacionais – associada ao agravamento generalizado das tensões nos mercados de dívida soberana da área do euro e aos desequilíbrios macroeconómicos evidenciados pela economia portuguesa – que acabou por conduzir ao pedido de assistência internacional em Abril de 2011<sup>3</sup>. A atividade económica registou uma queda já no último trimestre de 2010 e continuou a contrair ao longo dos dois anos seguintes. No último trimestre de 2012, o PIB situava-se cerca de 7 por cento abaixo do nível observado no final de 2010 (e mais de 8 por cento abaixo do nível observado no início de 2008). Esta redução acumulada do PIB português excede largamente os padrões relativos à amplitude média das recessões em economias avançadas. Este episódio já se prolonga há 9 trimestres, excedendo também a duração média das recessões históricas em economias avançadas, qualquer que seja a causa associada ou grau de sincronização. Note-se, contudo, que a heterogeneidade em torno destas médias é elevada<sup>4</sup>. A recessão em Portugal está a revelar-se particularmente severa e prolongada devido à conjugação pouco usual de fatores a ela associados.

#### **Comparação do processo de ajustamento em curso com anteriores episódios a nível nacional**

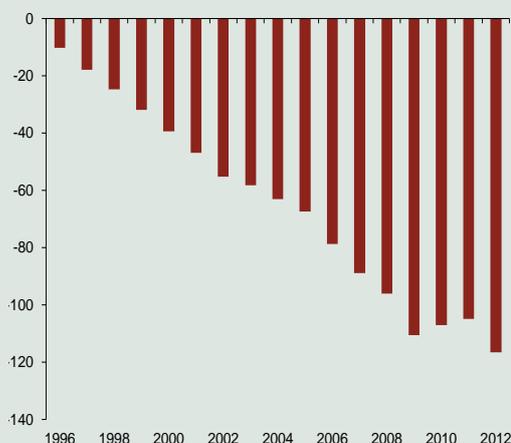
É possível confrontar o atual processo de ajustamento em curso da economia portuguesa com os anteriores episódios de crises de financiamento em Portugal. Contudo, há importantes ressalvas que deverão ser feitas a este exercício de comparação. A primeira prende-se com as diferenças de regime

**3** No final de Abril de 2010, os bancos portugueses perderam acesso aos mercados internacionais de dívida por grosso a médio e longo prazo.

**4** Houve episódios recessivos bastante mais severos e prolongados do que a média histórica, chegando a observar-se, em casos extremos, reduções acumuladas do PIB entre o ponto mais alto e o ponto mais baixo do ciclo de mais de 10 por cento e recessões que se prolongaram por mais de três anos.

Gráfico 2

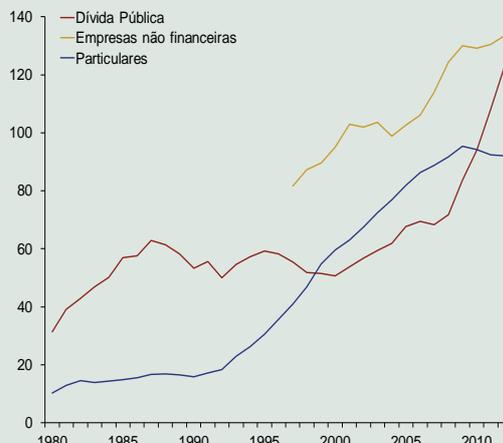
POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL | EM PERCENTAGEM DO PIB



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 3

NÍVEIS DE ENDIVIDAMENTO | EM PERCENTAGEM DO PIB



Fonte: Banco de Portugal.

macroeconómico vigente nos diversos períodos, nomeadamente em termos de instituições, estruturas produtivas e financeiras e de política económica. A segunda tem a ver com diferenças nos próprios programas de assistência financeira. Nos acordos de 1977 e 1983, o objetivo fundamental era a redução do desequilíbrio externo. O atual programa de assistência é muito mais abrangente e complexo em termos de metas a atingir e de medidas a implementar, com a condicionalidade a abranger não só objetivos relacionados com a consolidação orçamental, mas também reformas estruturais destinadas a melhorar o crescimento potencial da economia e a competitividade e políticas destinadas a garantir uma desalavancagem ordenada do setor financeiro. As medidas também refletem as restrições decorrentes do quadro institucional em que Portugal está atualmente inserido, designadamente a participação na área do euro.

No entanto, a maior diferença entre os ajustamentos decorre de uma situação de partida muito mais desfavorável no processo mais recente. O programa de assistência de 2011 reflete desequilíbrios macroeconómicos acumulados muito mais significativos, em particular níveis de endividamento externo, do setor público e do setor privado insustentáveis (Gráficos 2 e 3). Adicionalmente, o desempenho da economia portuguesa em termos de crescimento do produto real no período que antecedeu a atual fase de ajustamento foi muito fraco, contrastando com o observado nos outros períodos em análise.

A correção dos desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa impõe uma recomposição da despesa. Os níveis insustentáveis da posição de investimento internacional da economia e de endividamento público e privado obrigam a um esforço de recomposição de balanços dos agentes económicos mais significativo e prolongado, que se refletirá num ajustamento da procura interna mais marcado que o observado no passado. Num contexto de redução da procura interna, as exportações terão de desempenhar o papel dinamizador da recuperação da atividade económica. No entanto, a evolução das exportações encontra-se atualmente mais condicionada do que em anteriores períodos de ajustamento, principalmente pela conjuntura internacional mais adversa e pela necessidade de concorrer num mercado global em rápida transformação. Adicionalmente, a alteração de preços relativos associada à recomposição da despesa tende a ser mais demorada no atual contexto. Nos acordos de estabilização com o FMI de 1977 e 1983, essa alteração foi facilitada, no curto prazo, pelo recurso à desvalorização cambial, enquanto no processo de ajustamento atual está a resultar da moderação salarial e da melhoria de outros fatores de competitividade. Sublinhe-se que a desvalorização cambial não é um substituto sustentável das reformas estruturais destinadas a melhorar o funcionamento dos mercados de trabalho e de bens e serviços, essenciais para melhorar a competitividade e o nível de crescimento potencial da economia.

O défice das administrações públicas reduziu-se de forma acentuada nos dois últimos anos, em resultado da orientação restritiva da política orçamental (Gráfico 4). O ajustamento do saldo primário estrutural entre 2010 e 2012 ascendeu a cerca de 7 pontos percentuais do PIB. Este ajustamento, que deverá prosseguir, é já mais significativo do que o observado no período de 1983-85. De qualquer forma, os atuais níveis de endividamento público permitem perspetivar a necessidade de um esforço mais expressivo e prolongado da consolidação orçamental no ajustamento atual, por forma a assegurar excedentes primários das contas públicas que permitam uma trajetória de redução da dívida pública para níveis sustentáveis.

O processo de consolidação orçamental tem um impacto recessivo direto sobre a procura interna no curto prazo. Este ajustamento orçamental, que se afigura de caráter mais permanente, contribui igualmente para uma revisão em baixa das expectativas de rendimento permanente dos agentes privados. Esta revisão de expectativas, juntamente com a necessidade de correção dos elevados níveis de endividamento, tem-se traduzido numa forte contração da despesa interna, superior à observada em anteriores períodos de ajustamento.

É ao nível do comportamento do consumo privado que se observam diferenças mais notórias. Para além dos fatores acima enunciados, a redução mais significativa das despesas das famílias no contexto atual reflete também uma deterioração mais marcada das condições do mercado de trabalho. Contudo, a taxa de poupança tem-se mantido resistente, tendo mesmo atingido em 2012 o valor mais alto desde o início da área do euro – em contraste com o observado nos processos de ajustamento de 1977 e 1983, em que se observou uma redução<sup>5</sup>. A evolução recente da taxa de poupança traduzirá a perceção da natureza mais permanente do ajustamento e a manutenção de condições de financiamento restritivas. A incerteza sobre a extensão do ajustamento estará também a contribuir para um maior aumento da poupança por motivos de precaução.

Em contraste, a queda do investimento está mais em linha com a observada nos anos 80. No entanto, deverá ter-se presente que esta componente da despesa já tinha registado reduções significativas nos anos anteriores ao pedido de assistência financeira, o que não aconteceu nos outros períodos de ajustamento. No atual contexto, a evolução deste agregado foi muito afetada pelo quadro de deterioração das perspetivas da procura mundial e, de forma mais marcada, da procura interna. Adicionalmente, os elevados níveis de endividamento das empresas não financeiras e dos particulares, bem como a manutenção de condições de financiamento restritivas, também contribuem para condicionar mais fortemente o investimento empresarial e das famílias no atual quadro de ajustamento.

O crescimento recente das exportações é inferior ao verificado no período dos anteriores acordos de estabilização com o FMI, o que reflete, em larga medida, o crescimento bastante mais reduzido da procura externa dirigida aos produtores portugueses. O comportamento recente das exportações implicou ganhos de quota de mercado, mas estes têm sido inferiores aos observados em anteriores episódios de ajustamento. A evolução recente dos custos unitários de trabalho relativos revela ganhos de competitividade-preço mais limitados que em episódios anteriores. Ainda assim, refira-se que a correção em curso dos custos unitários de trabalho relativos já permitiu reverter a apreciação real acumulada observada desde o início da participação na área do euro.

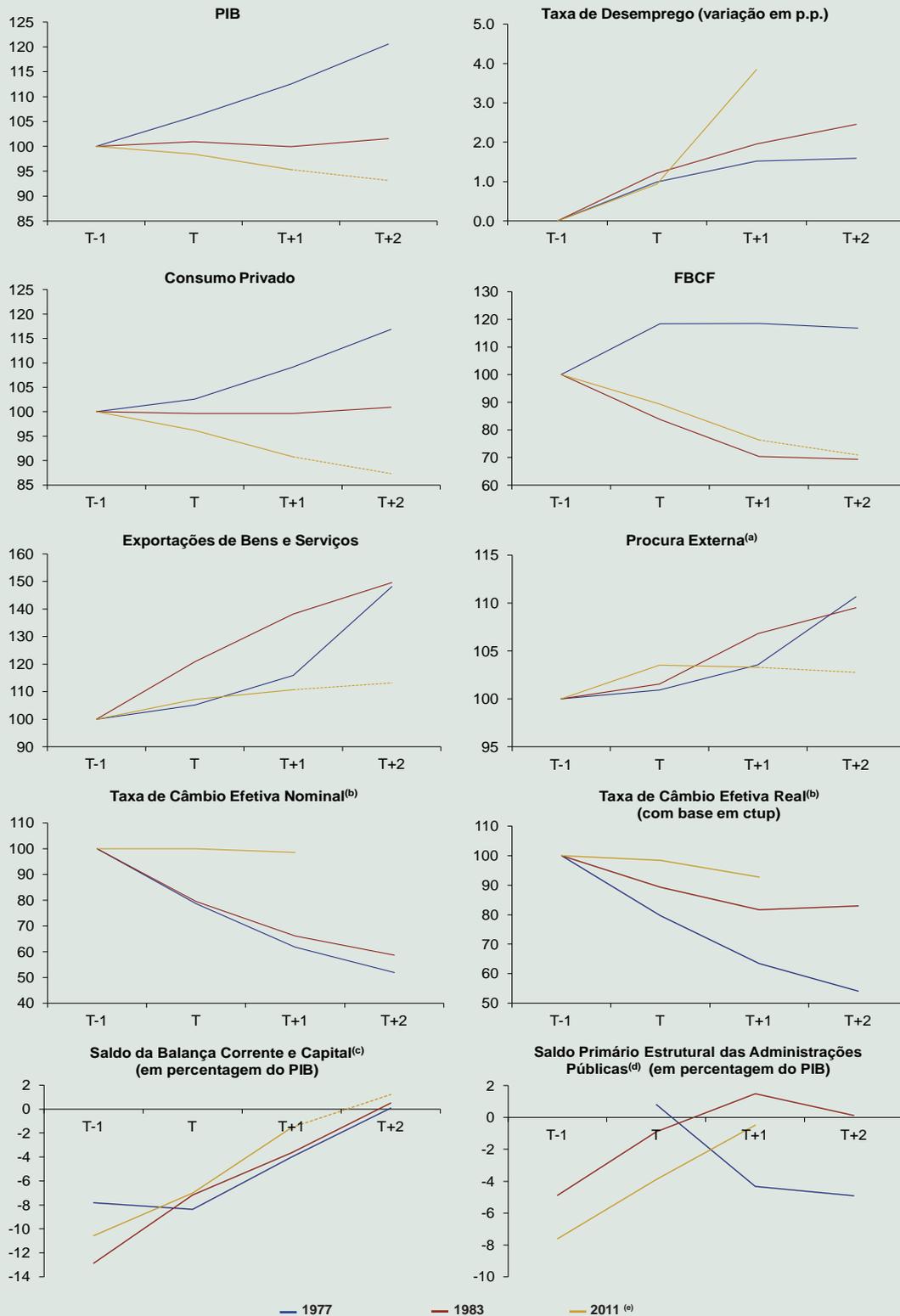
O ajustamento em baixa das importações tem sido mais significativo que o registado no passado, reflexo do comportamento da procura global e, em especial, da procura interna. A evolução do saldo da balança corrente e de capital tem evoluído em linha com o observado nos anos 70 e 80. É importante salientar que o progresso alcançado ao nível da redução do desequilíbrio externo terá de ser mais sustentado que no passado por forma a permitir o regresso da posição de investimento internacional a uma trajetória sustentável.

---

<sup>5</sup> Ver "Caixa 5.1 A subida da taxa de poupança das famílias em 2012: uma explicação com base em evidência macro e microeconómica", deste Relatório.

Gráfico 4

PORTUGAL – COMPARAÇÃO COM ANTERIORES PROGRAMAS DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA | T – ANO DO INÍCIO DO PROGRAMA (VARIÁVEL=100 EM T-1 E DADOS EM TERMOS REAIS, EXCETO ONDE INDICADO)



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

Notas: (a) Procura externa de bens e serviços: fonte OCDE em 1977, fonte BCE em 1983 e 2011. (b) Existem diferenças na metodologia de cálculo das taxas de câmbio efetivas nominais e reais entre o período mais recente e os períodos dos anteriores acordos de assistência financeira, nomeadamente relativamente à cobertura em termos de moedas/países e respetivos pesos. (c) Saldo da balança de transações correntes em 1977 e 1983. (d) O saldo primário estrutural das administrações públicas é corrigido dos efeitos cíclicos. Para o período mais recente, é também ajustado de medidas temporárias e efeitos especiais. Existe uma quebra na série do saldo primário efetivo e na metodologia adoptada para cálculo da componente cíclica entre o período mais recente e os períodos dos anteriores acordos de assistência financeira. (e) Os dados relativos a T+2 (=2013) correspondem a previsões do Banco de Portugal publicadas no Boletim Económico - Primavera 2013.

Em suma, o ajustamento em curso tem-se traduzido em custos muito mais marcados que os observados nos episódios anteriores em termos do produto e desemprego. A evolução recente do desemprego deve ser enquadrada na tendência ascendente registada ao longo da última década, a qual tem assumido em parte um carácter estrutural.

### ***Considerações finais***

O atual processo de ajustamento da economia portuguesa decorre de um conjunto de fatores muito específicos, não comparáveis com os determinantes habituais de recessões em economias avançadas ou com os fatores presentes à época dos anteriores acordos de estabilização económica com o FMI. À data do pedido de assistência financeira, a economia apresentava um conjunto de vulnerabilidades – nomeadamente, um desequilíbrio estrutural das finanças públicas, um elevado nível de endividamento do setor privado e um crescimento económico potencial baixo – cuja resolução implicará, necessariamente, um ajustamento mais complexo e com impacto mais significativo e prolongado que os observados no passado quer a nível nacional, quer, em média, em economias avançadas.

O contexto internacional coloca dificuldades acrescidas ao processo de ajustamento, principalmente pela conjuntura internacional mais adversa e pela necessidade de competir num quadro global em forte mutação. As dificuldades e os riscos decorrentes do processo de ajustamento têm sido agravados pela existência de elevada incerteza quanto à evolução da economia internacional e à resolução da crise da dívida soberana na área do euro. Esta incerteza tem-se manifestado na volatilidade dos mercados financeiros, na deterioração da confiança dos agentes económicos e numa recuperação fraca e frágil da atividade económica a nível mundial. Em particular, a economia da área do euro – região que concentra uma parcela importante dos mercados de destino das exportações portuguesas, não obstante a diversificação geográfica observada nos últimos anos – retornou a uma situação de recessão em 2012. Adicionalmente, o ajustamento em curso veio sobrepor-se a um processo de reestruturação setorial, com um horizonte mais longo associado à integração da economia portuguesa no contexto global.

De salientar que o programa de ajustamento era inevitável e essencial para a correção gradual dos desequilíbrios macroeconómicos fundamentais numa perspetiva intertemporal. A implementação das reformas estruturais contempladas no programa deverá criar as condições para a reversão dos principais bloqueios estruturais ao crescimento potencial da economia e, desta forma, contribuir igualmente para a redução dos níveis de endividamento para valores sustentáveis.





## 1. ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

### ***Abrandamento da atividade económica mundial em 2012 na generalidade das economias avançadas e de mercado emergentes***

O enquadramento externo da economia portuguesa em 2012 foi marcado pelo abrandamento da atividade económica mundial que, sendo comum às economias avançadas e de mercado emergentes, teve diferentes intensidades. De acordo com dados do Fundo Monetário Internacional (FMI) de abril, o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) das economias avançadas manteve-se fraco, situando-se em 1.2 por cento em 2012, menos 0.4 pontos percentuais (p.p.) do que em 2011 (Quadro 1.1). Nestas economias destaca-se o crescimento mais forte nos Estados Unidos, a recuperação da atividade no Japão, o abrandamento no Reino Unido e a contração do PIB na área do euro, o principal mercado das exportações portuguesas. Num contexto de menor procura por parte das economias avançadas, as economias de mercado emergentes e em desenvolvimento registaram também um menor dinamismo. Os dados do FMI apontam, ainda assim, para um crescimento de 5.1 por cento destas economias em 2012, face a 6.4 por cento em 2011. Esta desaceleração da atividade económica foi particularmente acentuada nas economias da Europa central e de leste, mais expostas aos desenvolvimentos na área do euro por via das ligações comerciais e financeiras, mas também na China e no Brasil, responsáveis, em larga medida, pelo abrandamento da atividade económica nas respetivas regiões.

Como reflexo do abrandamento da atividade económica mundial prosseguiu uma desaceleração do comércio internacional. As importações de bens a nível mundial registaram um aumento médio de 2.5 por cento em 2012, o que compara com 5.7 por cento em 2011. Nas economias avançadas, as importações aumentaram cerca de 0.2 por cento em termos anuais (3.5 por cento em 2011), com um cresci-

**Quadro 1.1**

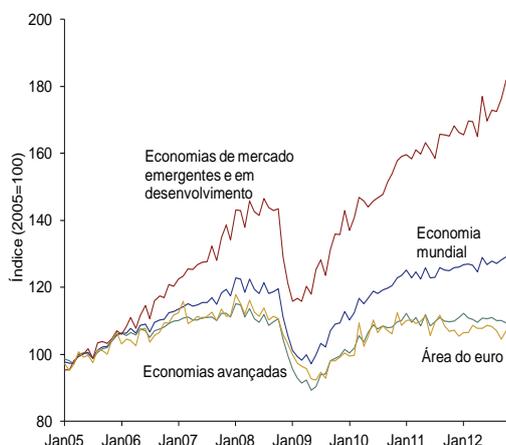
PIB   TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM				
	2009	2010	2011	2012
<b>Economia mundial</b>	-0.6	5.2	4.0	3.2
<b>Economias avançadas</b>	-3.5	3.0	1.6	1.2
Estados Unidos	-3.1	2.4	1.8	2.2
Japão	-5.5	4.7	-0.5	2.0
Área do euro	-4.4	2.0	1.4	-0.6
Alemanha	-5.1	4.2	3.0	0.7
França	-3.1	1.7	1.7	0.0
Itália	-5.5	1.7	0.4	-2.4
Espanha	-3.7	-0.3	0.4	-1.4
Reino Unido	-4.0	1.8	1.0	0.3
<b>Economias de mercado emergentes e em desenvolvimento</b>	2.7	7.6	6.4	5.1
Europa Central e de Leste	-3.6	4.6	5.2	1.6
Comunidade de Estados Independentes	-6.4	4.9	4.8	3.4
Rússia	-7.8	4.3	4.3	3.4
Países Asiáticos em Desenvolvimento	6.9	10.0	8.1	6.6
China	9.2	10.4	9.3	7.8
Índia	5.0	11.2	7.7	4.0
América Latina	-1.5	6.1	4.6	3.0
Brasil	-0.3	7.5	2.7	0.9
Médio Oriente e Norte de África	3.0	5.5	4.0	4.8
África subsariana	2.7	5.4	5.3	4.8

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

**Notas:** FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2013.

Gráfico 1.1

## VOLUME DE IMPORTAÇÕES DE BENS



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

mento mais forte no primeiro trimestre. Os fluxos de comércio das economias de mercado emergentes mantiveram-se mais dinâmicos, tendo ainda assim abrandado em relação ao ano anterior (Gráfico 1.1).

### **Decisões das autoridades europeias contribuíram para a diminuição da volatilidade nos mercados financeiros**

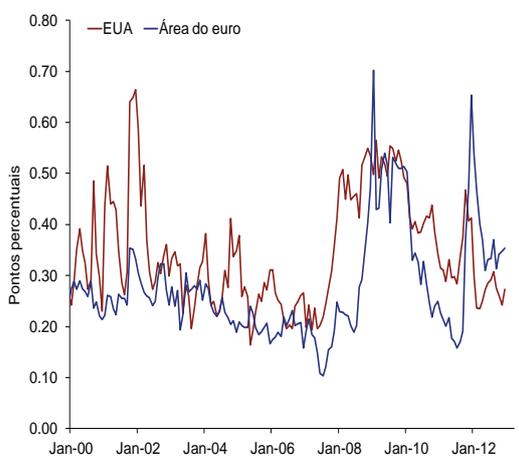
O nível de incerteza na economia e nos mercados internacionais diminuiu a partir do segundo trimestre de 2012, mas manteve-se em níveis elevados (Gráficos 1.2 e 1.3). A elevada incerteza no início do ano esteve associada a receios quanto ao risco de redenominação na área do euro e à capacidade de cumprimento das metas orçamentais em alguns países, num quadro de fraco crescimento económico. A partir do segundo trimestre do ano, as medidas anunciadas pelas autoridades europeias e pelos governos nacionais contribuíram para a diminuição da volatilidade nos mercados financeiros e para uma ligeira melhoria das perspetivas de crescimento.

Para esta evolução contribuíram as decisões de política monetária (ver "Secção 2.1 Política monetária do BCE", deste Relatório), em particular, o anúncio no início de agosto, por parte do Conselho do Banco Central Europeu (BCE) de um novo programa de compra de obrigações soberanas em mercado secundário. Este anúncio foi precedido por declarações do Presidente do BCE que reforçaram a ideia de que a solução para a crise na área do euro passaria por um maior grau de integração europeia, tendo também afirmado a irreversibilidade da área do euro e a intenção do BCE, no âmbito do seu mandato, de salvaguardar a unicidade da política monetária e preservar o euro.

A manutenção de elevados níveis de risco nos mercados financeiros liga-se com a continuação da crise da dívida soberana na área do euro e com a interação bidirecional entre este risco soberano e o risco do sistema bancário. A interrupção destes mecanismos de interação, a nível nacional, é essencial para assegurar a estabilidade financeira na área do euro e garantir a normalização das condições de financiamento das economias. Neste contexto, o Conselho Europeu acordou, em junho de 2012, aprofundar e acelerar o processo de integração europeia na esfera financeira, nomeadamente através da criação de uma união bancária. Como primeiro passo nesse sentido, a Comissão Europeia apresentou, em setembro, propostas legislativas visando a criação de um Mecanismo Único de Supervisão para os bancos da área do euro, cabendo ao BCE a responsabilidade última em matéria de supervisão, a qual deverá assumir, de forma plena, em meados de 2014, salvo se decidir o adiamento dessa data, por razões de operacio-

Gráfico 1.2

NÍVEL DE INCERTEZA ASSOCIADA ÀS PREVISÕES ECONÓMICAS

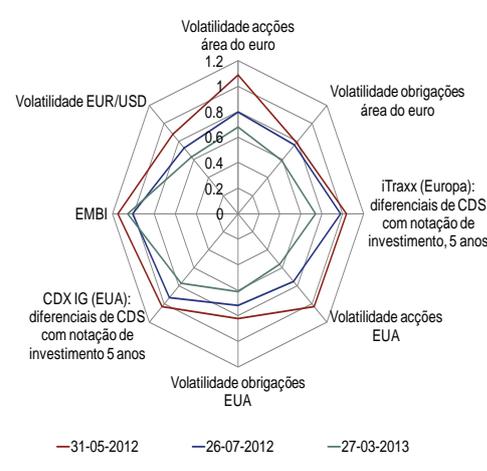


Fontes: Consensus Forecast e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Medida estimada a partir do desvio padrão das previsões individuais do Consensus Forecast da taxa de variação anual do PIB. É considerada uma média ponderada e móvel para a previsão refletir os 12 meses seguintes à data da publicação.

Gráfico 1.3

INDICADORES DE RISCO NOS MERCADOS FINANCEIROS



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

Notas: Rácio entre os valores para o indicador na data indicada e no dia 30/12/2011.

nalização do sistema. Em março de 2013, foi alcançado um acordo entre o Conselho e o Parlamento Europeu no sentido de regulamentar o papel do BCE na supervisão direta das instituições de crédito de maior importância, cabendo às autoridades nacionais de supervisão a responsabilidade pela supervisão direta das restantes instituições<sup>1</sup>.

**Redução das taxas de rentabilidade dos títulos de dívida pública, num contexto de diminuição da perceção de risco soberano**

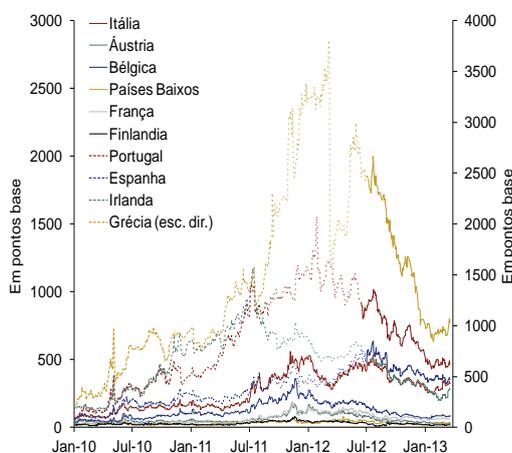
Os mercados financeiros internacionais reagiram favoravelmente às decisões das autoridades europeias, assistindo-se a uma redução das taxas de rentabilidade dos títulos de dívida pública nos países da área do euro mais afetados pela crise de dívida soberana (Gráfico 1.4). Os mercados obrigacionistas refletiram assim uma diminuição da perceção do risco para estes países, reagindo às decisões do BCE e sugerindo uma maior confiança quanto à capacidade de cumprimento das metas orçamentais nestes países. O diferencial face à taxa de rentabilidade dos títulos alemães diminuiu de forma generalizada nos países da área do euro.

Contudo, permanece alguma incerteza quanto à capacidade de implementação das medidas anunciadas, quer a nível europeu quer nacional, e à resolução de focos de instabilidade em alguns países europeus, o que poderá provocar efeitos de contágio negativos sobre a confiança dos agentes económicos. Já em 2013, ressurgiram algumas tensões e volatilidade nestes mercados, no contexto do resultado das eleições em Itália e das negociações do programa de ajustamento de Chipre. Uma resposta credível

1 Para garantir a estabilidade financeira, uma união bancária deverá ainda ser composta por um fundo europeu de resolução dos bancos e um sistema comum de proteção de depósitos. O mecanismo europeu de resolução deverá ser proposto pela Comissão Europeia a partir de junho de 2013. Em relação ao sistema de garantia de depósitos, a orientação dada pelo Conselho Europeu de 13 e 14 de dezembro de 2012 é no sentido de se estabelecer ao nível nacional sob a diretiva europeia. Para mais detalhes sobre a composição da união bancária, ver "Caixa 2.1. A União bancária", Banco de Portugal, Boletim Económico - Outono de 2012.

Gráfico 1.4

TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS | DIFERENCIAIS FACE À ALEMANHA



Fonte: Thomson Reuters.

das autoridades europeias nestas matérias contribuiria para reduzir o elevado grau de incerteza e para melhorar as perspetivas de crescimento económico, mesmo no curto prazo, o que facilitaria o processo de ajustamento da economia portuguesa.

### ***Os ajustamentos macroeconómicos prosseguiram de forma diferenciada entre os países da área do euro***

Num contexto de elevada heterogeneidade no desempenho económico das economias avançadas, as condições macroeconómicas em 2012 foram especialmente adversas para a economia portuguesa e para alguns dos seus principais parceiros comerciais. Em particular, o abrandamento da economia da área do euro, onde se verificou uma queda do PIB a nível agregado e em vários países, condicionou o crescimento da economia portuguesa. Em termos intra-anuais, a área do euro registou uma queda progressivamente maior ao longo do ano, em termos homólogos. No entanto, a redução da instabilidade nos mercados financeiros internacionais, após as declarações do Presidente do BCE e do anúncio de medidas não convencionais de política monetária, teve um efeito positivo, através da redução da perceção de risco.

Apesar da evolução positiva do último ano, a recuperação da confiança dos agentes económicos na área do euro tem prosseguido de forma mais lenta do que em recessões anteriores (Gráficos 1.5 e 1.6). Esta evolução está em linha com o comportamento observado em crises financeiras e bancárias anteriores, caracterizadas por contrações significativas do produto e por recuperações mais lentas da atividade.

Nos principais destinos das exportações portuguesas, Espanha, Alemanha e França, verificou-se uma desaceleração da procura interna. Em Espanha, a atividade económica foi afetada pelo processo de consolidação em curso e pela manutenção de condições financeiras desfavoráveis, resultando na quebra da procura interna em todas as suas componentes: consumo privado e público e investimento. Os resultados orçamentais foram condicionados pelo programa de assistência financeira para a recapitalização das instituições financeiras, acordado a 20 de julho pelo Eurogrupo. Na Alemanha, o crescimento do PIB em 2012 abrandou significativamente em consequência da quebra na procura interna, com um desempenho especialmente negativo do investimento. As exportações líquidas deram um contributo positivo para o crescimento do PIB, mais forte do que no ano anterior. Para este resultado contribuiu a diminuição das importações, refletindo o aumento da incerteza e a diminuição da confiança dos agentes económicos.

Gráfico 1.5

EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DE SENTIMENTO ECONÓMICO

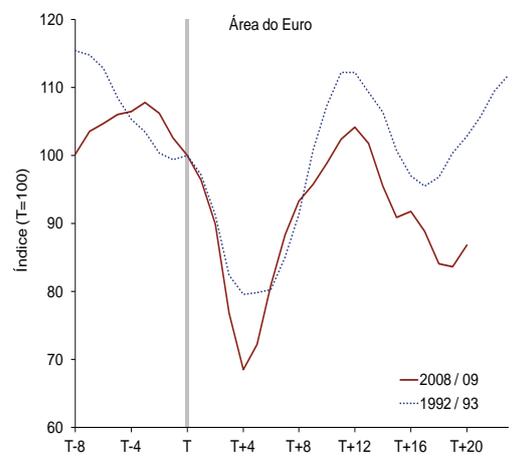
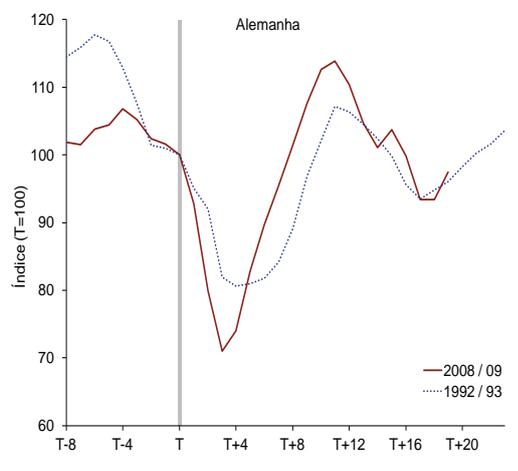


Gráfico 1.6

EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DE SENTIMENTO ECONÓMICO



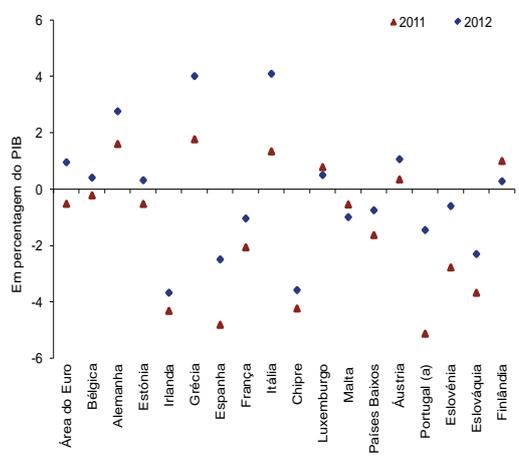
Fontes: Comissão Europeia e *Economic Cycle Research Institute (ECRI)*

Notas: T representa o trimestre correspondente ao pico anterior ao início da recessão respetiva, identificada pela evolução do PIB. As datas dos picos representados no gráfico são 1992 T1 e 2008 T2, de acordo com ECRI. O indicador de sentimento económico corresponde à média ponderada dos indicadores de confiança dos consumidores e dos empresários dos setores da indústria, dos serviços, da construção e do comércio a retalho.

Apesar das condições de financiamento mais favoráveis do que nos restantes países (Gráfico 1.4), a Alemanha também se enquadrou no processo de ajustamento orçamental, em linha com a maioria dos países da área do euro (Gráfico 1.7). Em França, o PIB estagnou, refletindo um contributo negativo da procura interna.

Gráfico 1.7

SALDO PRIMÁRIO ESTRUTURAL NA ÁREA DO EURO



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal

Nota: (a) Para Portugal, é apresentado o valor apurado pelo Banco de Portugal tendo em conta a metodologia do Eurosistema e corrigindo de fatores especiais.

### Em termos de política orçamental, o ano de 2012 ficou marcado por uma elevada sincronização resultante do esforço generalizado de correção dos desequilíbrios acumulados

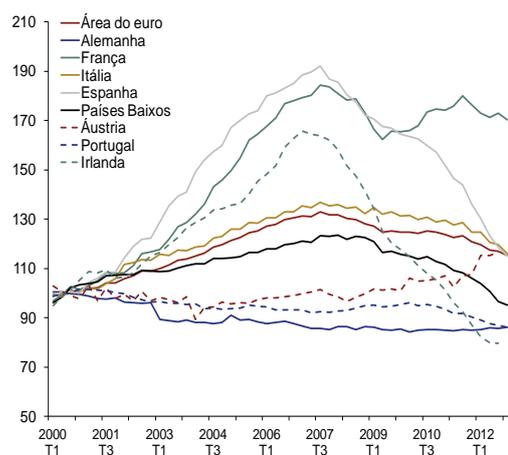
Em 2012, o saldo primário estrutural das administrações públicas no conjunto da área do euro (Gráfico 1.7) situou-se, segundo as estimativas da Comissão Europeia, em 1.0 por cento do PIB, o que representa uma clara melhoria face a 2011 (-0.5 por cento). A melhoria deste agregado reflete a aplicação de políticas orçamentais de cariz fortemente restritivo nos principais países da área do euro.

Adicionalmente, os resultados da primeira notificação do Procedimento dos Défices Excessivos de 2012 indicam que apenas seis países da área do euro apresentaram nesse ano défices inferiores ao valor de referência de 3 por cento do PIB. Tendo em conta que cinco países membros têm atualmente como limite para a correção do défice excessivo o ano de 2013 (Áustria, Países Baixos, Eslovénia, Eslováquia e França) e que existem países com prazos-limite mais alargados, nomeadamente Espanha, Portugal, Irlanda e Grécia, a expectativa para os próximos anos é de manutenção de uma orientação restritiva da política orçamental num conjunto alargado de países da área do euro.

A sincronização do processo de consolidação orçamental nos países da área do euro contribuiu para o abrandamento generalizado da procura interna na área do euro. Em particular, o investimento em construção residencial continuou bastante fraco, dado o continuado processo de correção nos mercados de habitação de vários países. Como exceção, destacam-se o mercado austríaco onde os preços de habitação em termos reais aumentaram e, em menor intensidade, o mercado alemão (Gráfico 1.8). No caso do mercado francês observa-se uma correção muito limitada em 2012, após crescimentos muito elevados na última década. Em linha com a contração da atividade económica, e de forma mais expressiva nas economias condicionadas por processos de ajustamento, observou-se um aumento significativo do desemprego, tornando-se especialmente preocupante a subida do desemprego de longa duração. A taxa de desemprego na área do euro situou-se em 11.8 por cento em dezembro de 2012 (o que compara com 10.7 por cento no período homólogo), um nível particularmente elevado em termos históricos (Gráfico 1.9).

Gráfico 1.8

PREÇO REAL DE HABITAÇÕES | ÍNDICE 2000=100

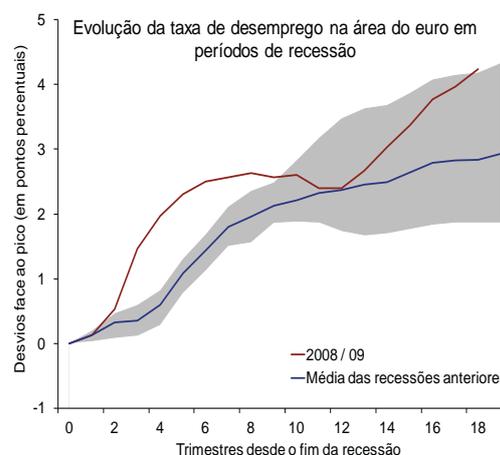


Fontes: Eurostat e BCE.

Notas: Preços de habitações deflacionados pelo Índice de Preços no Consumidor. Os preços em França e Países baixos referem-se a habitações existentes. Nos restantes países dizem respeito a todas as habitações (novas e existentes). Na Alemanha os dados anteriores a 2003 são anuais.

Gráfico 1.9

TAXA DE DESEMPREGO



Fontes: BCE, ECRI e Eurostat.

Notas: A média, máximo e mínimo dizem respeito aos ciclos desde 1973, excluindo o atual.

Na área do euro, o excedente da balança corrente e de capital aumentou para 1.4 por cento do PIB em 2012, refletindo uma evolução diferenciada entre os vários países. O ajustamento do desequilíbrio externo foi comum à maioria dos países que têm apresentado défices da balança corrente e de capital; em contraste, a maioria dos países com excedente reforçaram esta posição, com destaque para a Alemanha. Os processos de ajustamento dos desequilíbrios externos nos países da área do euro tornaram-se mais urgentes para os países com défice externo e com elevados custos e dificuldades de acesso aos mercados de financiamento da dívida soberana. A disparidade entre países em termos de saldo da balança corrente e de capital reduziu-se em 2012, apesar de se manter elevada (Gráficos 1.10 e 1.11).

**Contrastando com a recessão da área do euro e o abrandamento no Reino Unido, o crescimento económico intensificou-se nos EUA**

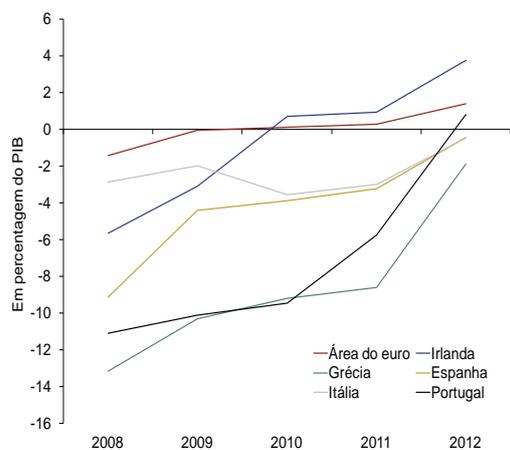
No Reino Unido, o abrandamento da atividade económica em 2012 deveu-se em larga medida ao contributo negativo das exportações líquidas, num contexto de aumento dos custos unitários de trabalho e diminuição da produtividade. A procura interna registou uma dinâmica positiva, em todas as suas componentes, observando-se também uma melhoria do sentimento económico

Nos Estados Unidos, a atividade económica em 2012 recuperou em relação ao ano anterior, contrariando as previsões de abrandamento. Esta recuperação foi alcançada com o contributo positivo da procura interna, em particular do consumo e do investimento privados. Destaca-se a continuada recuperação no mercado de habitação, observando-se um contributo positivo do investimento residencial para a taxa de crescimento do PIB. De facto, em 2012, os preços das habitações atingiram níveis comparáveis a 2007. Contrastando com estes desenvolvimentos favoráveis, o crescimento do emprego continua aquém do crescimento médio observado nas recessões anteriores (Gráfico 1.12).

As perspetivas para o crescimento económico nos Estados Unidos foram afetadas pela incerteza relativamente à política orçamental, em particular no último trimestre de 2012 com a aproximação do termo de vários estímulos orçamentais, aprovados durante a crise financeira. No último dia do ano foi alcançado um acordo que permitiu o prolongamento de parte da redução de impostos. Contudo, a partir de 2013, a ativação automática de restrições à despesa pública e a ausência de um compromisso a médio prazo

**Gráfico 1.10**

**SALDO DA BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL | PAÍSES DA ÁREA DO EURO SOB PRESSÃO**

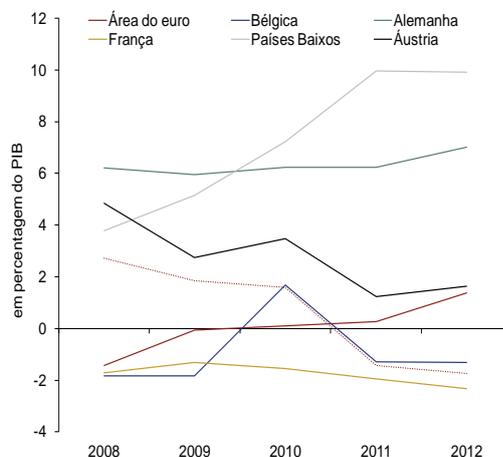


Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Para a área do euro a série apenas inclui transações extra área do euro.

**Gráfico 1.11**

**SALDO DA BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL | PAÍSES DA ÁREA DO EURO COM ELEVADA NOTAÇÃO DE CRÉDITO**



Fontes: Eurostat e cálculos do Banco de Portugal.

Nota: Para a área do euro a série apenas inclui transações extra área do euro.

quanto à consolidação orçamental poderá condicionar o crescimento económico. De acordo com o FMI, o défice orçamental nos Estados Unidos situou-se em 8.7 por cento do PIB em 2012 e o nível da dívida pública em 107.2 por cento do PIB.

### **Evolução robusta da atividade económica nas economias de mercado emergentes**

Angola, China e Brasil constituem alguns dos principais destinos de exportação da economia portuguesa fora da União Europeia e dos Estados Unidos. O crescimento económico nestes países manteve-se elevado, embora com dinâmicas diferenciadas. Em Angola, de acordo com o FMI, o PIB aumentou 8.4 por cento em 2012 (o que compara com 3.9 por cento em 2011), num contexto em que se concluiu o programa de ajustamento macroeconómico com recurso ao financiamento do FMI. Na China, apesar do abrandamento do PIB de 9.3 por cento para 7.8 por cento, manteve-se um nível de crescimento económico elevado. Em contraste, no Brasil, a atividade económica abrandou de 2.7 por cento para 0.9 por cento, uma desaceleração mais acentuada do que a observada em geral na América Latina.

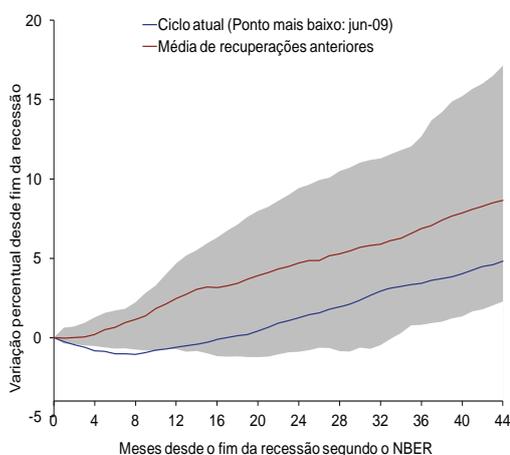
### **Diminuição dos preços das matérias-primas e abrandamento da inflação mundial**

Num contexto de abrandamento económico mundial, os preços das matérias-primas diminuíram em 2012, em termos médios anuais. Esta evolução refletiu, entre outros fatores, a redução mais acentuada dos preços dos bens não energéticos, visível sobretudo nos preços avaliados em dólares, dado que o euro depreciou cerca de 8 por cento em relação ao dólar durante o ano. Os preços das matérias-primas mantiveram-se, contudo, em níveis elevados em termos históricos, registando-se apenas uma ligeira correção após os aumentos dos dois anos anteriores. Os preços dos bens energéticos permaneceram elevados em 2012, condicionados por algumas perturbações do lado da oferta na sequência do embargo da União Europeia às importações de petróleo do Irão e à interrupção das exportações da Líbia.

O crescimento médio anual dos preços no consumidor foi mais moderado do que no ano anterior (ver Gráfico 1.13). Apesar da tendência generalizada de diminuição da inflação, permanece uma significativa diferença de nível entre regiões, mantendo-se a inflação nas economias de mercado emergentes em

**Gráfico 1.12**

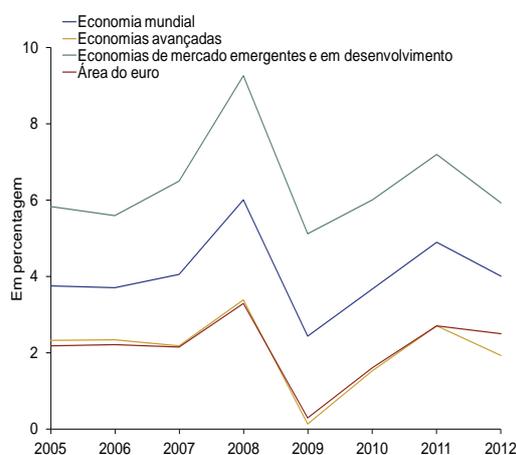
**EMPREGO: ESTADOS UNIDOS | COMPARAÇÃO COM CICLOS ANTERIORES**



**Fontes:** National Bureau of Economic Research (NBER) e Thomson Reuters.  
**Nota:** A média, máximo e mínimo dizem respeito aos ciclos desde 1950, excluindo o ciclo atual.

**Gráfico 1.13**

**INFLAÇÃO**



**Fonte:** Thomson Reuters.

níveis relativamente mais elevados. Nestas economias, a inflação situou-se em 6 por cento, em termos médios anuais, diminuindo 0.8 pontos percentuais em relação ao ano anterior. Nas economias avançadas, a inflação situou-se em 1.9 por cento, o que compara com 2.7 por cento no ano anterior. Este abrandamento dos preços foi comum à maioria das economias, com a exceção de algumas economias da área do euro e do Japão onde, em termos médios, se deixou de observar a queda dos preços. No conjunto da área do euro, a inflação situou-se em 2.3 por cento, em termos médios anuais.

***Num contexto de redução da volatilidade, os índices acionistas subiram em relação ao final de 2011 e o euro depreciou em termos nominais efetivos***

Os índices acionistas das principais economias valorizaram em comparação com o final de 2011, em particular no Japão e, já em 2013, nos Estados Unidos, onde foram anunciadas medidas de política monetária expansionistas e programas de compras de títulos governamentais por parte das autoridades monetárias (ver “Caixa 1.1 *Mudanças recentes na estratégia de política monetária dos Estados Unidos, Reino Unido e Japão*”, deste Relatório). Este enquadramento poderá sugerir o aumento da procura em mercados com maior rentabilidade em economias avançadas. De acordo com os índices *Morgan Stanley Capital International*, os mercados acionistas de economias de mercado emergentes registaram subidas, mas em menor dimensão do que o agregado mundial. Na área do euro, a valorização foi mais visível nos países com elevada notação de crédito e, em sentido contrário, destaca-se a queda nos índices de Chipre e, com menor intensidade, de Espanha, este último penalizado pela evolução negativa do setor bancário, apesar da recapitalização das instituições financeiras acordada no âmbito do programa de assistência financeira. No mercado cambial, em termos médios anuais, o euro depreciou em relação aos principais parceiros comerciais, o que se traduziu numa depreciação em termos nominais efetivos. Em dados de fim de período, entre final de 2011 e de 2012, o euro apreciou ligeiramente em relação ao dólar e a depreciação nominal efetiva foi muito ligeira.



## CAIXA 1.1 | MUDANÇAS RECENTES NA ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DOS ESTADOS UNIDOS, REINO UNIDO E JAPÃO

A crise financeira internacional, em particular após a falência do banco *Lehman Brothers* em setembro de 2008, desencadeou uma descida das taxas de juro oficiais dos principais bancos centrais para níveis próximos de zero e levou à adoção crescente de medidas de política monetária não convencionais ao longo dos últimos cinco anos. As medidas adotadas e as alterações substantivas nos quadros operacionais de alguns dos principais bancos centrais em 2012 e no início de 2013 configuram uma mudança significativa na estratégia de política monetária das principais economias avançadas.

Um primeiro conjunto de alterações está relacionado com mudanças da definição quantitativa da estabilidade de preços e com alguma flexibilização do horizonte temporal relevante para a política monetária. Neste contexto, é de destacar a especificação por parte da Reserva Federal norte-americana de uma meta de 2 por cento para a inflação no longo prazo e de uma estimativa para a taxa de desemprego de longo prazo entre 5.2 e 6 por cento (Quadro 1)<sup>1</sup>. Por seu turno, o Banco do Japão introduziu um objetivo explícito de 2 por cento para a inflação, em substituição da meta anterior de 1 por cento<sup>2</sup>. No caso do Banco de Inglaterra, o mais recente mandato do governo para o Comité de Política Monetária confirmou o objetivo de 2 por cento para a inflação, refletindo a primazia da estabilidade de preços sobre os objetivos de crescimento e emprego do governo<sup>3</sup>. No entanto, no que respeita ao horizonte relevante para a prossecução do objetivo principal, é explicitamente reconhecido no mandato do Banco de Inglaterra que a inflação poderá desviar-se temporariamente do objetivo devido à ocorrência de choques cujos efeitos persistam durante algum tempo. Nestes casos, a redução do desvio da inflação em relação ao objetivo terá que ser equacionada levando em conta os potenciais riscos para a estabilidade macroeconómica e financeira.

Um segundo conjunto de alterações prende-se com os instrumentos de política monetária, dado o nível reduzido das taxas de juro oficiais – tradicionalmente consideradas como um instrumento suficiente na prossecução do objetivo de política monetária. O facto de as taxas oficiais se situarem próximo do seu limiar inferior não implica necessariamente que a política monetária se torne ineficaz. Alguns bancos centrais têm procurado condicionar as expectativas dos agentes em relação à evolução da taxa de juro através de uma orientação de mais longo prazo na comunicação das decisões de política monetária (*forward guidance*). É o caso da Reserva Federal que, a partir de dezembro de 2008, começou por anunciar que o nível reduzido das taxas de juro oficiais seria mantido por um período alargado de tempo e, posteriormente, durante um horizonte temporal específico. Em dezembro de 2012, a Reserva Federal foi um pouco mais além e subordinou a orientação futura da política monetária ao estado da economia, anunciando que os níveis reduzidos das taxas de juro se manteriam adequados pelo menos enquanto a taxa de desemprego se situasse acima de 6.5 por cento, desde que a previsão de inflação entre 1 e 2 anos não excedesse 2.5 por cento e que as expectativas de inflação de longo prazo se mantivessem ancoradas<sup>4</sup>. Este tipo de estratégia de comunicação está presentemente a ser estudada pelo Banco de Inglaterra, tal como requerido no mandato mais recente do governo, e os resultados da avaliação deverão ser apresentados em agosto de 2013.

<sup>1</sup> Para mais informação, ver comunicado *FOMC statement of longer-run goals and policy strategy*, de 25 de janeiro de 2012.

<sup>2</sup> Para mais informação, ver o comunicado *Introduction of the Price Stability Target*, de 22 de janeiro de 2013.

<sup>3</sup> O mandato do Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra é reiterado numa base anual pelo governo do Reino Unido. Para mais informação, ver *Remit for the Monetary Policy Committee*, de 20 de março de 2013.

<sup>4</sup> Para mais informação, ver comunicado *Federal Reserve Issues FOMC Statement*, de 12 de dezembro de 2012.

O reduzido nível das taxas de juro implicou igualmente uma maior importância das medidas não convencionais de cedência de liquidez enquanto instrumento de política monetária. Neste contexto, o ano de 2012 foi marcado pela adoção de uma série de novas medidas tais como o programa *Funding for Lending* do Banco de Inglaterra, um novo programa de compra de ativos por parte da Reserva Federal e o programa *Stimulating Bank Lending* do Banco do Japão (Quadro 1)<sup>5</sup>. Mais recentemente, em abril de 2013, o Banco do Japão anunciou que objetivo operacional da política monetária deixará de ser a taxa de juro oficial, passando a ser a base monetária (moeda em circulação e depósitos junto do banco central), e esta será duplicada nos próximos dois anos. Simultaneamente, o Banco do Japão anunciou a compra maciça de ativos, incluindo dívida pública de longo prazo<sup>6</sup> e que este tipo de medidas será mantido pelo período que for necessário para atingir o objetivo de 2 por cento para a inflação.

**5** No caso do Banco Central Europeu, assinala-se o programa de transações de títulos de dívida pública de curto prazo (Transações Monetárias Definitivas). Para uma descrição mais detalhada destas medidas, ver “Caixa 1.2 Política Monetária não convencional nas principais economias avançadas”, Banco de Portugal, *Boletim Económico - Outono 2012*.

**6** A maturidade média das obrigações de dívida pública no balanço do banco central deverá aumentar de menos de 3 anos para cerca de 7 anos. Para mais informação, ver o comunicado *Introduction of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing*, 4 abril de 2013.

## Quadro 1

## ESTRATÉGIA DE POLÍTICA MONETÁRIA DOS ESTADOS UNIDOS, REINO UNIDO E JAPÃO

Autoridade monetária	Reserva Federal	Banco de Inglaterra	Banco do Japão
Mandato legal	Promover as metas de máximo emprego, preços estáveis e taxas de juro de longo prazo moderadas	Manter a estabilidade de preços e, sujeito a esse objetivo, apoiar os objetivos de crescimento económico e emprego do governo	Alcançar a estabilidade de preços e, deste modo, contribuir para o desenvolvimento da economia nacional
Quantificação do objetivo	Meta de inflação de longo prazo = 2% Não existe uma meta fixa para o emprego máximo mas estima-se que a taxa de desemprego normal de longo prazo se situe entre 5.2 e 6%	Taxa anual de inflação = 2%, em todos os períodos	Objetivo de inflação = 2%, o mais cedo possível com um horizonte temporal de cerca de 2 anos
Medida de inflação	Taxa de variação anual do deflator do consumo privado	Taxa de variação anual do Índice de Preços no Consumidor (IPC)	Taxa de variação homóloga do IPC
Taxa de juro oficial	Taxa <i>Federal funds</i>	<i>Bank Rate</i>	Taxa <i>overnight</i> não colateralizada
Nível atual	0% - 0.25%	0.5%	0% - 0.10%
Última alteração	-(75-100) p.b. (Dez-08)	-50 p.b. (Mar-09)	-(0-10) p.b. (Oct-10)
Pico recente	5.25% (Jun-06)	5.75% (Jul-07)	0.5% (Feb-07)
Principais medidas não convencionais atuais	Programa de compra de ativos, principalmente títulos garantidos por empréstimos hipotecários, a um ritmo de 40 mil milhões de dólares por mês até que se verifique uma melhoria substancial das condições do mercado de trabalho (desde Set-12).  Utilização da comunicação para influenciar as expectativas dos agentes económicos relativamente à taxa de juro oficial futura ( <i>forward guidance</i> ).	Programa de compra de ativos, principalmente dívida soberana ou " <i>gilts</i> " num montante total de 325 mil milhões de libras (desde Mar-09).  Programa <i>Funding for Lending</i> lançado em conjunto com o governo do Reino Unido que visa incentivar a concessão de crédito à economia. O programa fornece financiamento aos bancos por um período alargado a custos inferiores aos de mercado (Jul-12 a Jan-14).	Programa de compra de ativos (desde Mai-10) substituído pelo programa <i>Quantitative and Qualitative Monetary Easing</i> que inclui a duplicação da base monetária nos próximos dois anos a um ritmo de 60-70 bilhões de ienes por ano e a compra de títulos de dívida pública de longo prazo, fundos negociados em bolsa e de fundos de investimento imobiliário (desde Abr-13).  Programa de apoio ao crédito: inclui a <i>Growth-Supporting Funding Facility</i> que fornece empréstimos até 4 anos a instituições financeiras que emprestem ou invistam com o objetivo de fortalecer a economia japonesa (Mai-10) e a <i>Stimulating Bank Lending Facility</i> que fornece financiamento de longo prazo às instituições financeiras a uma taxa de juro reduzida com o objetivo de promover a concessão de crédito à economia real (Out-12).
Balanco do banco central - ativos totais			
Jun-07	6% do PIB	6% do PIB	19% do PIB
Dez-12	18% do PIB	27% do PIB	34% do PIB
Varição entre Jun-07 e Dez-12	230%	400%	60%

Fontes: Banco de Inglaterra, Banco do Japão, Reserva Federal e Banco de Portugal.



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

### 2.1. Política monetária do BCE

Num contexto de expectativas inflacionistas baixas e ancoradas, de abrandamento económico e de fraco dinamismo dos agregados monetários e de crédito na área do euro, o BCE manteve o cariz acomodaticio da política monetária do Eurosistema ao longo do ano, através dos seus instrumentos convencionais. Em paralelo, para fazer face às dificuldades na transmissão das decisões de política monetária à economia da área do euro, num contexto de instabilidade e fragilidade nos mercados financeiros, o BCE recorreu a um conjunto variado de medidas de política monetária não convencionais, de natureza temporária.

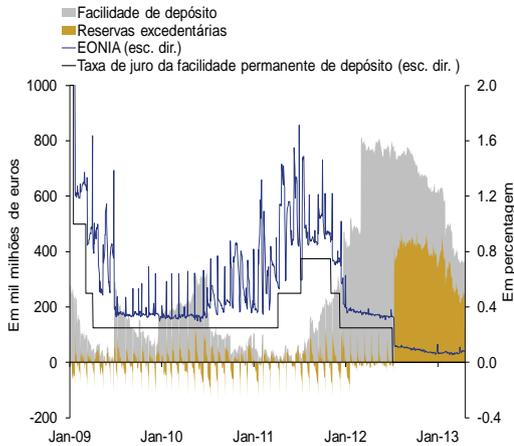
No que se refere às medidas convencionais, o Conselho do BCE decidiu, em julho de 2012, reduzir em 25 pontos base as taxas de juro de referência da política monetária: a taxa de juro das operações principais de refinanciamento (OPR) diminuiu para 0.75 por cento e as taxas de juro das facilidades permanentes de depósito e de cedência marginal de liquidez foram reduzidas para 0 por cento e 1.5 por cento, respetivamente. Esta decisão reforçou o nível historicamente baixo das taxas de juro oficiais e justificou-se no contexto de diminuição das pressões inflacionistas no horizonte relevante da política monetária e de materialização de riscos descendentes para o crescimento económico na área do euro. Neste enquadramento, as expectativas de inflação mantiveram-se ancoradas ao longo do ano e de acordo com o objetivo de estabilidade de preços da área do euro, isto é, de manutenção de uma taxa de inflação, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), abaixo mas próxima de 2 por cento no médio prazo. Ao longo de 2012, a taxa de variação homóloga do IHPC diminuiu de 2.7 por cento em janeiro para 2.2 por cento em dezembro, tendência que se prolongou nos primeiros meses de 2013. A persistência de níveis de inflação anual acima de 2 por cento foi sustentada pela dinâmica dos preços dos bens energéticos, pela depreciação do euro e por aumentos dos preços administrados e de impostos indiretos em alguns países da área do euro, no âmbito dos respetivos processos de consolidação orçamental.

#### ***Em 2012, manteve-se um nível elevado de refinanciamento dos bancos junto do BCE***

No que se refere às medidas não convencionais, o BCE continuou, ao longo de todo o ano, a realizar as OPR através de leilões de taxa fixa com colocação total da procura, tendo decidido, na sua reunião de dezembro de 2012, manter essa modalidade de cedência de liquidez enquanto tal for necessário e pelo menos até ao final de julho de 2013. Em relação às operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA), a taxa de juro prevalecte corresponderá à média das taxas de juro das OPR conduzidas durante o período de vigência de cada uma daquelas operações. Ainda no domínio das medidas não convencionais, a 29 de fevereiro de 2012 o BCE realizou a segunda operação de cedência de liquidez com maturidade de 3 anos, dois meses após a realização da primeira, tendo sido observada elevada procura. Num contexto de elevado recurso dos bancos ao refinanciamento do BCE, as condições de liquidez tornaram-se muito excedentárias, o que contribuiu para a convergência da taxa Eonia para a taxa da facilidade permanente de depósito (Gráfico 2.1.1). A condução destas operações de cedência de liquidez com maturidade de 3 anos foi acompanhada da opção de reembolso antecipado a partir de 12 meses; para a operação realizada em dezembro de 2011, esta opção começou a ser exercida a partir de finais de janeiro de 2013, enquanto para a operação realizada em fevereiro de 2012, a possibilidade de reembolso iniciou-se no final de fevereiro de 2013. Em consequência, verificou-se uma ligeira redução do saldo destas operações (Gráfico 2.1.2).

Gráfico 2.1.1

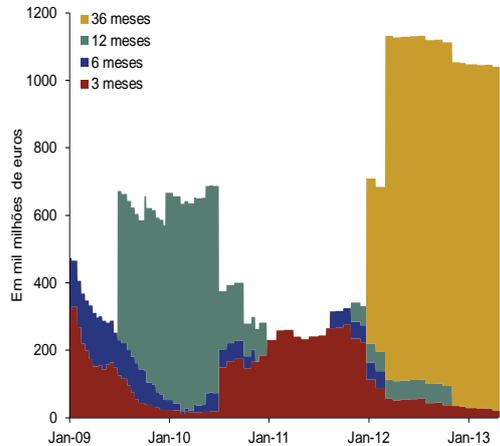
RECURSO ÀS OPERAÇÕES DO EUROSISTEMA E TAXAS DE JURO



Fonte: BCE.

Gráfico 2.1.2

RECURSO A OPERAÇÃO DE REFINANCIAMENTO DE PRAZO ALARGADO

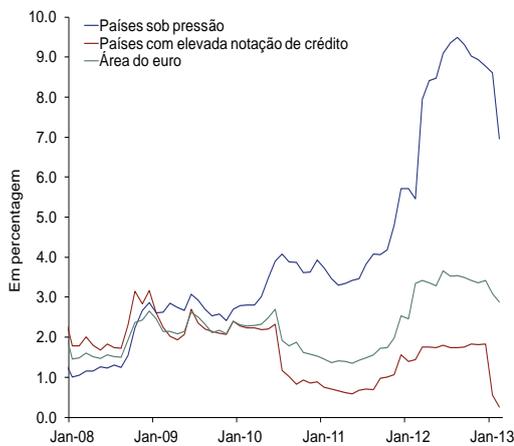


Fonte: BCE.

O recurso ao financiamento do Eurosistema manteve-se elevado, em particular para os bancos dos países mais afetados pela crise da dívida soberana, embora denotando alguma redução a partir de meados do ano (Gráfico 2.1.3). Por outro lado, as taxas de juro do mercado monetário diminuíram significativamente, reduzindo-se também o diferencial entre as taxas de juro de operações sem garantia (Euribor) e as taxas de juro de operações com garantia (Eurepo), de forma mais visível nos prazos mais longos (Gráfico 2.1.4). O estreitamento deste diferencial sugere alguma melhoria das condições de funcionamento do mercado monetário, uma vez que evidencia a redução da perceção do risco implícito nas operações sem garantia. Contudo, de acordo com o inquérito sobre o mercado monetário da área do euro conduzido

Gráfico 2.1.3

RECURSO ÀS OPERAÇÕES REGULARES DO EUROSISTEMA | EM PORCENTAGEM DO ATIVO DO SISTEMA BANCÁRIO

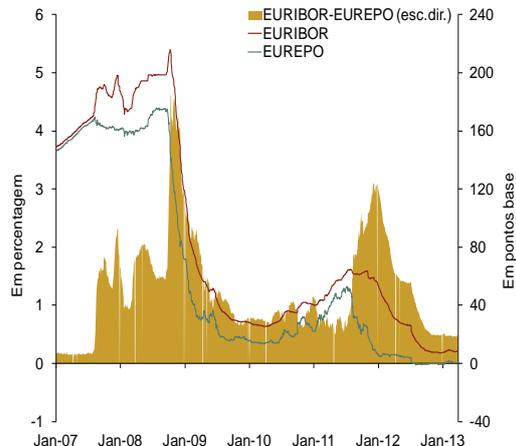


Fontes: BCE, Euro Crisis Monitor – Osnabrück University e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Países com elevada notação de crédito: Áustria, Bélgica, Alemanha, França, Finlândia, Países Baixos. Países sob pressão: Espanha, Portugal, Itália, Grécia, Irlanda.

Gráfico 2.1.4

TAXAS DE JURO DO MERCADO MONETÁRIO A 3 MESES | DIFERENCIAIS ENTRE OPERAÇÕES SEM GARANTIA E COM GARANTIA



Fonte: BCE.

pelo BCE, o volume movimentado nos mercados sem garantia continuou a diminuir em 2012 e a larga maioria dos inquiridos considera que este mercado não é eficiente ou tem limitações à eficiência. Em relação ao mercado com garantia, os participantes no inquérito do BCE consideraram também que houve uma deterioração das condições de eficiência em relação ao ano anterior; contudo, a maioria considera suficiente a eficiência deste mercado.

***O BCE adotou medidas não convencionais adicionais, destacando-se o programa de Transações Monetárias Definitivas, tendo em vista a melhoria das condições de financiamento no mercado interbancário e na economia real***

Com o objetivo de procurar uma transmissão adequada da política monetária e a sua unicidade na área do euro, o BCE aprovou novas medidas não convencionais em 2012, em particular um programa de transações definitivas de títulos de dívida pública em mercado secundário (Transações Monetárias Definitivas). É condição necessária de acesso às Transações Monetárias Definitivas que os governos cumpram os seus compromissos macroeconómicos e fiquem sujeitos a um conjunto de condicionalidades, no âmbito de um Programa de Assistência Económica e Financeira enquadrado pelo Fundo Europeu de Estabilidade Financeira ou pelo Mecanismo Europeu de Estabilidade. Não foram fixados limites quantitativos para o montante das transações, as quais se deverão concentrar em obrigações soberanas com maturidade residual de 1 a 3 anos. Além disso, no contexto destas operações, o Eurosistema aceitará receber o mesmo tratamento que os restantes credores em caso de ativação de evento de crédito. Por último, e à semelhança do *Securities Market Programme*, a liquidez criada pelas operações será totalmente esterilizada. O programa de Transações Monetárias Definitivas não foi ativado em 2012, mas o seu anúncio teve um forte efeito estabilizador sobre os mercados, contribuindo especialmente para estreitar os *spreads* das taxas de rendibilidade dos títulos soberanos dos países sob pressão face aos países com mais elevada notação de crédito da área do euro.

O Conselho do BCE tomou também várias iniciativas ao longo de 2012 (em fevereiro, julho e setembro) no sentido de aumentar a disponibilidade de ativos de garantia nas operações de refinanciamento, na linha das decisões já tomadas no ano precedente. Em particular, o Conselho decidiu: (i) aceitar um conjunto mais alargado de empréstimos bancários com requisitos de elegibilidade definidos pelos Bancos Centrais Nacionais; (ii) reduzir o limiar mínimo de notação de crédito admissível de certos *Asset Backed Securities* (ABS); (iii) suspender o limiar mínimo de notação de crédito para instrumentos de dívida transacionáveis emitidos ou garantidos pelos governos de países elegíveis para as Transações Monetárias Definitivas ou que se encontrem ao abrigo de um programa de assistência da União Europeia e Fundo Monetário Internacional e que cumpram a condicionalidade associada, sob aprovação do Conselho do BCE. De referir que os instrumentos de dívida transacionáveis emitidos ou garantidos pelo governo português já se encontravam isentos do limiar mínimo de notação de crédito, por decisão específica do Conselho do BCE de julho de 2011; (iv) aceitar como ativos elegíveis instrumentos de dívida transacionáveis denominados em moeda estrangeira (USD, GBP e JPY), desde que emitidos e detidos na área do euro e cumpridos os demais requisitos de elegibilidade, à semelhança das decisões tomadas em outubro de 2008 e dezembro de 2010.

***Apesar das novas medidas anunciadas, o saldo dos empréstimos concedidos ao setor privado não monetário diminuiu significativamente em 2012***

Os empréstimos ao setor privado não monetário da área do euro diminuíram em 2012, refletindo a queda nos empréstimos concedidos às empresas não financeiras e o abrandamento do crédito concedido às famílias. Esta tendência foi comum à maioria dos países da área do euro, sendo no entanto de registar uma elevada heterogeneidade no acesso ao financiamento, para o que terão contribuído diferentes condições do lado da oferta e da procura de crédito. De facto, enquanto nos países com elevada notação

Gráfico 2.1.5

## CRESCIMENTO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS ÀS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS

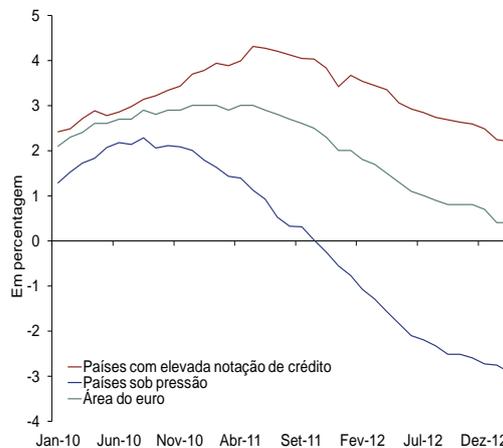


**Fontes:** BCE e cálculos do Banco de Portugal.

**Notas:** Países com elevada notação de crédito: Áustria, Bélgica, Alemanha, França, Finlândia, Países Baixos. Países sob pressão: Espanha, Portugal, Itália, Grécia, Irlanda.

Gráfico 2.1.6

## CRESCIMENTO ANUAL DOS EMPRÉSTIMOS ÀS FAMÍLIAS



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

**Notas:** Países com elevada notação de crédito: Áustria, Bélgica, Alemanha, França, Finlândia, Países Baixos. Países sob pressão: Espanha, Portugal, Itália, Grécia, Irlanda.

de crédito se observou uma moderação nas taxas anuais de crescimento dos empréstimos, nos países sob pressão acentuou-se a redução do crédito concedido, quer às empresas não financeiras quer às famílias (Gráficos 2.1.5 e 2.1.6).

Esta heterogeneidade é também visível ao nível das taxas de juro dos empréstimos bancários. De facto, apesar da diminuição generalizada destas taxas na área do euro, a diminuição foi mais acentuada nos países com elevada notação de crédito. Como resultado, o diferencial entre as taxas de juro nos países sob pressão e nos países com elevada notação de crédito aumentou em 2012. A análise deste diferencial sugere a existência de condições idiossincráticas nos países sob pressão, mas também perturbações no mecanismo de transmissão da política monetária (ver "Caixa 2.1 Diferenças na transmissão da política monetária entre países da área do euro", deste Relatório).

## 2.2 Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa

### *Diminuição significativa da perceção do risco país ao longo de 2012*

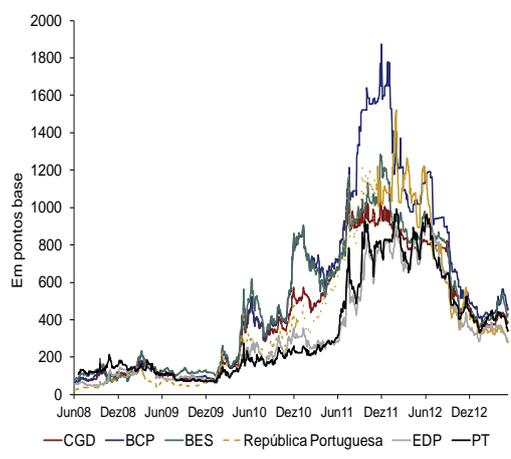
Em 2012, observou-se uma forte diminuição dos prémios de risco associados aos emitentes portugueses (Gráfico 2.2.1). A contribuir para esta melhoria estiveram vários fatores inter-relacionados.

A execução por parte do BCE de um conjunto de medidas não convencionais de política monetária traduziu-se numa melhoria da posição de liquidez por parte dos bancos portugueses e na diminuição do risco de redenominação na área do euro. Em particular, o anúncio de um programa de Transações Monetárias Definitivas teve um efeito imediato de descompressão das condições nos mercados de dívida soberana da área do euro (ver "Secção 2.1 Política monetária do BCE", deste Relatório).

As operações de capitalização do sistema bancário executadas ao longo de 2012 contribuíram também para melhorar a posição de liquidez e, sobretudo, para reforçar a solvência do setor (Gráficos 2.2.2 e 2.2.3). O aumento de capital dos bancos constitui um fator importante para aumentar a sua resiliência a choques negativos, especialmente num contexto de ajustamento estrutural da economia.

Gráfico 2.2.1

CREDIT DEFAULT SWAP SPREADS DE EMITENTES PORTUGUESES (5 ANOS SENIOR)



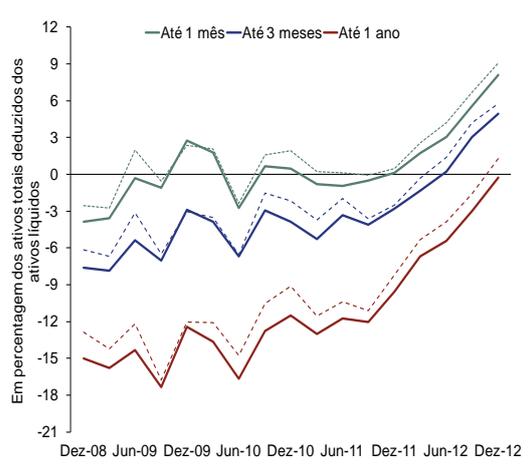
Fonte: Thomson Reuters.  
 Nota: Última observação: 9 maio de 2013.

Adicionalmente, o processo de consolidação orçamental em Portugal estará também a contribuir para a melhoria progressiva da perceção de risco dos investidores internacionais relativamente aos emitentes portugueses.

A conjugação destes fatores permitiu que alguns bancos conseguissem voltar aos mercados de dívida de médio e longo prazo no último trimestre de 2012 e no primeiro trimestre de 2013, o que é particularmente relevante dado o atual contexto de segmentação dos mercados financeiros da área do euro e a necessidade de reduzir as potenciais restrições à oferta de crédito relacionadas com problemas

Gráfico 2.2.2

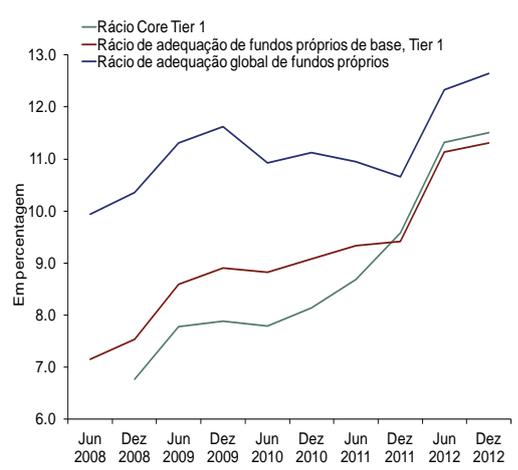
GAPS DE LIQUIDEZ DO SISTEMA BANCÁRIO EM ESCALAS CUMULATIVAS DE MATURIDADE



Fonte: Banco de Portugal.  
 Notas: Gap de liquidez definido como (Ativos líquidos - Passivos voláteis)/(Ativo - Ativos líquidos)x100 em cada escala cumulativa de maturidade residual. O indicador foi calculado com base nos dados e nos conceitos definidos na Instrução do Banco de Portugal nº 13/2009, em base consolidada. Os resultados para as instituições domésticas surgem a tracejado. Última observação: dezembro de 2012.

Gráfico 2.2.3

ADEQUAÇÃO DE FUNDOS PRÓPRIOS DO SISTEMA BANCÁRIO



Fonte: Banco de Portugal.  
 Notas: As séries apresentadas excluem os bancos BPN e BPP. Note-se que o BPP entrou em liquidação em abril de 2010, deixando, a partir dessa data, de ser incluído no universo de instituições bancárias.

de liquidez. Em simultâneo, assistiu-se à realização com sucesso por parte do Estado de um conjunto de operações de financiamento de médio e longo prazo, as primeiras desde o início do Programa de Assistência Económica e Financeira. Assim, o Estado procedeu em outubro de 2012 a uma operação de troca de dívida pública com maturidade em 2013 por dívida a vencer em 2015 e, em janeiro de 2013, realizou-se uma operação de venda de títulos de dívida a 5 anos. Mais recentemente, realizou-se uma emissão de dívida a 10 anos. Estas últimas duas emissões foram especialmente importantes, não só por terem sido as primeiras desde o início do programa, mas por terem evidenciado uma forte procura por parte de investidores internacionais.

### ***Bancos prosseguiram o processo de ajustamento dos seus balanços por via de um forte aumento de capital e redução do crédito a clientes***

Os bancos portugueses prosseguiram em 2012 o processo de ajustamento dos seus balanços, com vista a atingir uma estrutura de financiamento mais resistente a choques adversos e menos sensível a alterações na perceção de risco por parte dos investidores internacionais. Neste sentido, assistiu-se em 2012 à realização de diversas operações de aumento de capital, o que, em conjunto com a subscrição pelo Estado de instrumentos de capital contingente de vários bancos, permitiu aumentar o rácio *Core Tier 1* do sistema bancário de 9.6 por cento em dezembro de 2011 para 11.5 por cento no final de 2012. Dado o elevado valor dos aumentos de capital, estas operações tiveram um impacto bastante relevante tanto em termos de solvência como de liquidez.

O rácio médio de crédito sobre depósitos dos oito principais grupos bancários atingiu cerca de 120 por cento no final de 2012, o que representa uma diminuição de quase 40 pontos percentuais (p.p.) face ao máximo observado em junho de 2010 e de aproximadamente 10 p.p. face ao valor registado em dezembro de 2011. A diminuição deste rácio em 2012 foi conseguida, no entanto, de forma diferente da ocorrida no ano anterior. Assim, enquanto em 2011 se observou um forte contributo dos depósitos de clientes, em 2012 a diminuição deste rácio ocorreu sobretudo por via de uma significativa redução do crédito a clientes, uma vez que os depósitos de particulares tenderam a estabilizar ao longo do ano (Gráfico 2.2.4)<sup>1</sup>. Note-se que, em 2011, o forte aumento dos depósitos de particulares esteve associado a um movimento de recomposição de carteira a favor de depósitos bancários em substituição de unidades de participação em fundos de investimento, instrumentos emitidos por seguradoras e títulos de dívida pública. Como esperado, o efeito deste movimento sobre as taxas de crescimento dos depósitos tendeu a dissipar-se ao longo de 2012. Adicionalmente, neste mesmo ano, alguns bancos retomaram a emissão de obrigações para colocação junto dos seus clientes e várias empresas não financeiras procederam à emissão de volumes significativos de obrigações para colocação pelos bancos junto dos seus clientes de retalho. Ambos os fatores contribuíram para mitigar o crescimento dos depósitos de particulares.

A redução do crédito bancário, a par da relativa estabilidade dos recursos de clientes, permitiu compensar a diminuição do financiamento junto de outras instituições de crédito, quer sobre a forma de empréstimos quer sobre a forma de títulos, contribuindo assim para que, no conjunto do ano, o recurso ao financiamento junto de bancos centrais por parte dos bancos domésticos não tivesse aumentado.

<sup>1</sup> Ao contrário dos depósitos de particulares, os depósitos de sociedades não financeiras registaram uma diminuição significativa em 2012. Esta diminuição é, no entanto, em parte, justificada pela deslocalização de depósitos de empresas anteriormente localizadas na zona franca da Madeira. Eliminando esse efeito, e após uma diminuição no primeiro semestre de 2012, os depósitos de sociedades não financeiras estabilizaram no segundo semestre. Adicionalmente, observou-se ao longo de 2012 uma redução de depósitos de instituições financeiras não monetárias a mais de 2 anos. Esta evolução não configura, no entanto, uma queda efetiva de depósitos, dado que esta rubrica corresponde apenas à contrapartida contabilística das titularizações de créditos. Num contexto de alteração do regime dos títulos elegíveis como garantia nas operações de política monetária do Eurosistema, os bancos desfizeram, em larga medida, as operações de titularização de créditos, o que se refletiu numa redução da respetiva contrapartida contabilística.

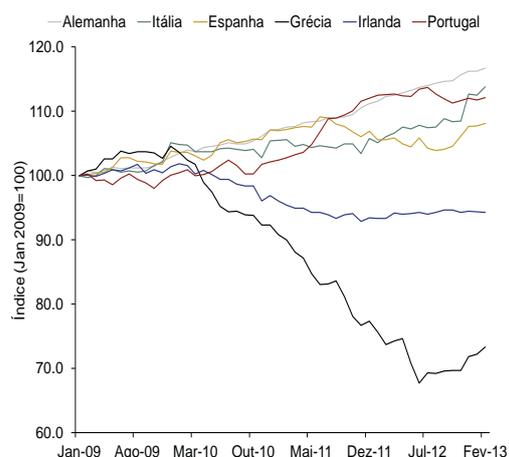
**Ligeira e gradual melhoria das condições de financiamento do setor privado não financeiro, com diminuição das taxas de juro e ligeira atenuação do grau de restritividade dos critérios de concessão de crédito**

As taxas de juro das novas operações e dos saldos de empréstimos, tanto a sociedades não financeiras (Gráfico 2.2.5) como a particulares para aquisição de habitação, registaram ao longo do ano uma tendência descendente, em linha com o observado em média na área do euro. Esta diminuição foi particularmente acentuada no caso dos novos empréstimos a sociedades não financeiras e nos empréstimos a particulares para aquisição de habitação, os quais registaram uma diminuição de aproximadamente 1 p.p.. A maior diminuição da taxa de juro sobre saldos de empréstimos para aquisição de habitação, tipicamente com prazos muito longos, quando em comparação com a taxa de juros sobre saldos de empréstimos a sociedades não financeiras, resulta do maior peso dos empréstimos concedidos antes da atual crise financeira, os quais tendem a apresentar *spreads* muito inferiores aos praticados atualmente. Esta situação estará a ser bastante importante na transmissão da política monetária em Portugal por via da redução das prestações do crédito à habitação das famílias<sup>2</sup>.

A tendência de diminuição observada nas taxas de juro dos empréstimos ao longo de 2012 deveu-se a dois fatores. Por um lado, observou-se uma forte diminuição das taxas Euribor, as quais se encontram em mínimos históricos e muito próximas de zero. Por outro lado, após três anos de aumento, assistiu-se em 2012 a uma estabilização dos *spreads* praticados nos novos empréstimos. Este facto é particularmente relevante dado que o aumento dos *spreads* ocorrido em alguns países nos últimos anos é justificado, em parte, por alterações da perceção de risco nos mercados financeiros, as quais contribuíram para uma transmissão não uniforme da política monetária (ver “Caixa 2.1 Diferenças na transmissão da política monetária entre países da área do euro”, deste Relatório). A melhoria da perceção do risco do Estado e dos bancos estará assim a começar a repercutir-se, ainda que de forma pouco expressiva, nas condições de oferta de crédito ao setor privado não financeiro. Esta conclusão é também evidenciada pelos últimos

**Gráfico 2.2.4**

**DEPÓSITOS DE PARTICULARES NA ÁREA DO EURO**

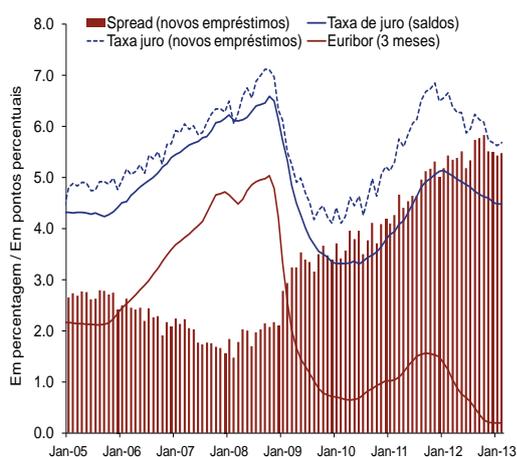


**Fonte:** BCE.

**Nota:** Última observação: fevereiro de 2013.

**Gráfico 2.2.5**

**TAXA DE JURO DE EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS**



**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** O *spread* é calculado como a diferença entre a taxa de juro e a média móvel de 3 meses da Euribor a 3 meses. Última observação: fevereiro de 2013.

<sup>2</sup> Ver “Caixa 4.1 O impacto das taxas de juro do mercado monetário no rendimento disponível das famílias portuguesas”, Banco de Portugal, *Boletim Económico - Outono 2012*.

inquéritos aos bancos sobre o mercado de crédito, os quais indicam uma progressiva estabilização dos critérios de concessão de empréstimos bancários ao longo do ano. Note-se que no último trimestre de 2012, no caso dos empréstimos a particulares para consumo e outros fins, e no primeiro trimestre de 2013, no caso dos empréstimos a empresas, registou-se pela primeira vez desde 2007 uma redução, ainda que ligeira, do grau de restritividade dos critérios de concessão de crédito bancário (Gráfico 2.2.6).

Os bancos continuaram a diferenciar as empresas de acordo com o seu nível de risco por via do preço do crédito. Analisando a distribuição da taxa de juro de novos empréstimos a sociedades não financeiras privadas, observa-se que, apesar da moda da distribuição se ter mantido inalterada, a fração de crédito concedido a taxas de juro mais baixas (altas) aumentou (diminuiu) em dezembro de 2012 em comparação com dezembro de 2011 (Gráfico 2.2.7). Adicionalmente, e ao contrário do observado em outros países em processo de ajustamento, não se observaram ao longo de 2012 alterações significativas no diferencial de taxa de juro entre empréstimos de pequena e grande dimensão a sociedades não financeiras (Gráfico 2.2.8). Esta evidência, conjuntamente com informação disponível sobre a evolução dos empréstimos bancários a sociedades não financeiras, indicia que uma eventual diferenciação adicional em relação a empresas de maior risco terá sido feita por via da quantidade de crédito concedido.

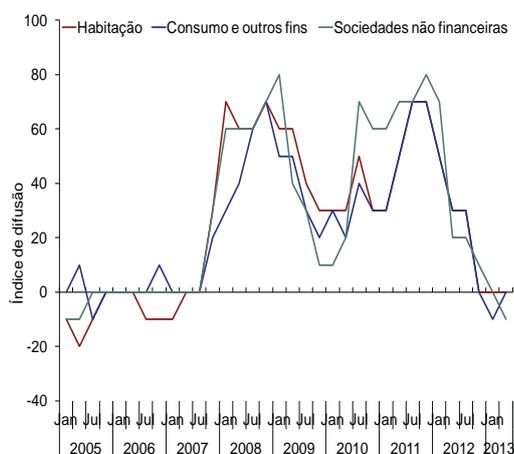
### **As taxas de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras permaneceram, no entanto, claramente acima da média da área do euro**

Apesar da tendência de diminuição, as taxas de juro dos empréstimos a sociedades não financeiras permaneceram ao longo de 2012 significativamente acima do observado em média na área do euro. Esta divergência observa-se tanto ao nível dos saldos, com o diferencial de taxa de juro face à média da área do euro a aumentar 1.4 p.p. em relação à situação observada no final de 2009, altura em que os efeitos da crise da dívida soberana na área do euro ainda não eram notórios, como ao nível dos novos empréstimos, caso em que o diferencial face à média na área do euro aumentou 1.7 p.p. no mesmo período.

A justificar a manutenção de taxas de juro nos empréstimos a sociedades não financeiras superiores à média da área do euro estarão sobretudo três fatores, que se conjugam com a existência de distorções na transmissão da política monetária na área do euro (ver "Caixa 2.1 Diferenças na transmissão da política monetária entre países da área do euro", deste Relatório).

**Gráfico 2.2.6**

INQUÉRITO AOS BANCOS SOBRE O MERCADO DE CRÉDITO | OFERTA DE CRÉDITO

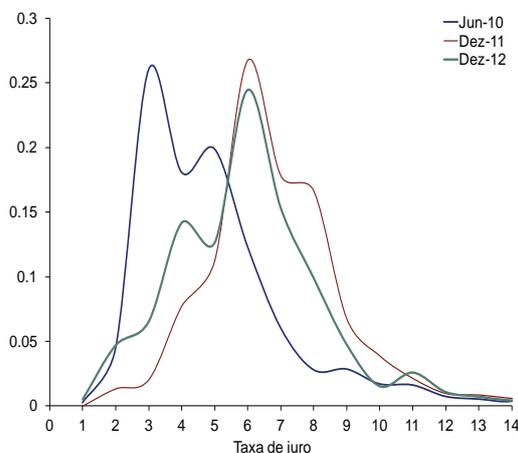


**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** O índice de difusão agrega as respostas dos bancos inquiridos no inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito de acordo com a intensidade e sentido da sua resposta. O índice de difusão assume valores entre -100 e 100, sendo que, nas questões referentes à oferta, valores inferiores a 0 indicam critérios menos restritivos e valores superiores a 0 indicam critérios mais restritivos.

Gráfico 2.2.7

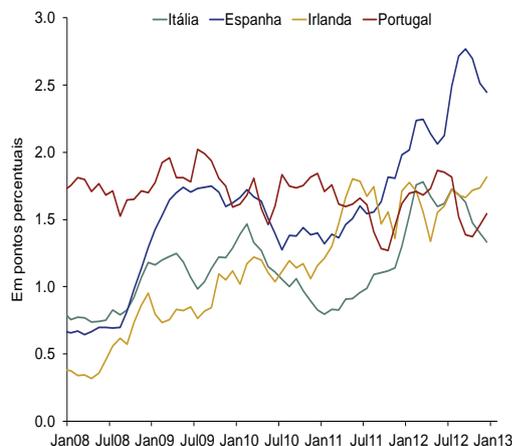
DISTRIBUIÇÃO DA TAXA DE JURO NOS NOVOS EMPRÉSTIMOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS PRIVADAS



Fonte: Banco de Portugal. Nota: Histograma das taxas de juro nos novos empréstimos a sociedades não financeiras privadas utilizando o montante das operações como ponderador.

Gráfico 2.2.8

DIFERENCIAL DE TAXA DE JURO ENTRE PEQUENAS E GRANDES EXPOSIÇÕES (NOVAS OPERAÇÕES)



Fonte: BCE. Notas: Pequenas exposições correspondem a empréstimos inferiores a 1 milhão de euros e grandes exposições correspondem a empréstimos superiores a 1 milhão de euros. Note-se que o nível de taxa de juro é muito afetado por vários fatores, com particular destaque para a maturidade dos empréstimos concedidos.

Em primeiro lugar, o ajustamento em curso na economia portuguesa, com consequências significativas ao nível da atividade económica e da situação financeira das empresas, conduziu a uma diminuição da qualidade do crédito e a um aumento significativo da perceção de risco por parte dos bancos, num quadro de persistência da crise das dívidas soberanas na área do euro (Gráfico 2.2.9).

Em segundo lugar, o balanço dos bancos portugueses continuou a ser afetado pelos efeitos de operações conduzidas no passado, tanto do lado do ativo como do passivo, as quais contribuíram para que o custo de financiamento permanecesse elevado face à rendibilidade dos ativos geradores de juros (ver "Caixa 2.2 Margens de taxas de juro bancárias: Portugal no contexto da área do euro", deste Relatório). Assim, do lado do passivo, os juros pagos pelos bancos no stock de depósitos permaneceram elevados, em resultado da forte competição por depósitos ocorrida em 2011 e do aumento da importância dos depósitos com prazos mais longos. As taxas de juro nas novas operações de depósitos têm estado, no entanto, a convergir para a média da área do euro, o que se deverá à atuação do BCE e à imposição por parte do Banco de Portugal de uma penalização, em termos de rácio de capital, aos depósitos com taxas de juro excessivas<sup>3</sup>. No caso de alguns bancos, o elevado custo associado à sua capitalização através de capitais públicos concorreu também para aumentar o seu custo de financiamento. Em simultâneo, do lado do ativo, os bancos têm tido alguma dificuldade em proceder ao repricing da sua carteira de crédito em virtude do forte peso dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação concedidos antes do início da crise financeira, os quais ao apresentarem taxas de juro inferiores ao custo de financiamento

3 Com o objetivo de assegurar a estabilidade do sistema financeiro português, o Banco de Portugal impôs no final de 2011 uma dedução ao rácio Core Tier 1 dos bancos tendo por base o montante dos depósitos contratados com taxas de juro mais de 300 pontos base acima do valor da taxa Euribor relevante para o período de referência da operação (Instrução do Banco de Portugal nº28/2011). Esta medida prudencial teve um impacto significativo nas taxas máximas de depósitos oferecidas pelos bancos, bem como no volume global de depósitos com taxas de remuneração acima do limiar definido. Este regime foi reforçado no segundo trimestre de 2012, inter alia através da duplicação das anteriores exigências de capital regulamentar e de uma maior penalização dos depósitos de curto prazo e dos depósitos menos estáveis (Instrução do Banco de Portugal nº15/2012).

atual dos bancos estão a contribuir negativamente para a sua margem financeira. O elevado *spread* nos novos empréstimos a sociedades não financeiras, tipicamente com prazos mais curtos, deverá estar, assim, a contribuir para mitigar a baixa rendibilidade de alguns ativos bancários, em particular os empréstimos para aquisição de habitação.

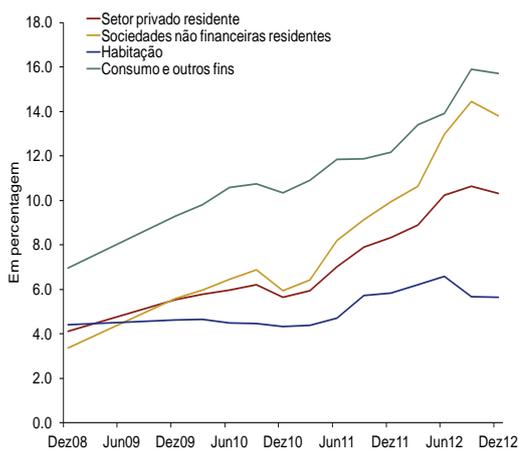
Por último, existem sinais que indiciam alterações no funcionamento do mercado de crédito a sociedades não financeiras. A este respeito note-se que os bancos não-domésticos estão desde o terceiro trimestre de 2011 a diminuir a concessão de empréstimos a sociedades não financeiras a um ritmo substancialmente superior ao observado no caso dos bancos domésticos (Gráfico 2.2.10). Adicionalmente, e após um significativo aumento entre 2009 e 2011, o número médio de relações bancárias está a diminuir desde o primeiro trimestre de 2011, situando-se, ainda assim, acima do valor observado em 2009. Estas alterações poderão ter impacto no custo de financiamento de algumas empresas por via de uma potencial diminuição do seu poder negocial com os bancos.

**Num contexto de forte contração da atividade económica, o crédito total às sociedades não financeiras desceu apenas ligeiramente, mas evidenciando uma elevada heterogeneidade por dimensão de empresa e setor de atividade**

Uma análise completa do crédito ao setor privado não financeiro requer que seja feita uma avaliação da evolução de todas as fontes de dívida, incluindo não apenas os empréstimos concedidos por instituições financeiras residentes, mas também os empréstimos concedidos por não residentes, emissões de dívida (detidas por residentes e não residentes), créditos comerciais (por residentes e não residentes), empréstimos de particulares e empréstimos do Tesouro, no caso das empresas públicas que não consolidam nas Administrações Públicas. Ao englobar todas estas fontes, o conceito de crédito total é equivalente

**Gráfico 2.2.9**

**RÁCIO DE CRÉDITO EM RISCO**

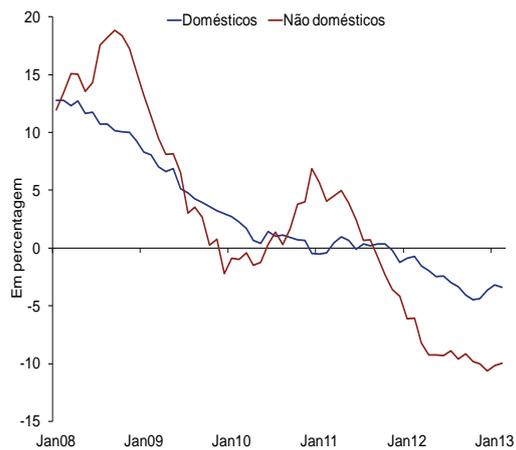


**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** O rácio de crédito em risco engloba três elementos, o valor em dívida de um crédito que tenha prestações de capital ou juros vencidos por um período igual ou superior a 90 dias, o valor em dívida dos créditos reestruturados não abrangidos no ponto anterior e que preencham determinadas características e, por último, o valor do crédito com prestações de capital ou juros vencidos há menos de 90 dias, mas sobre o qual exista evidência que justifique a sua classificação como crédito em risco, designadamente a falência ou liquidação do devedor.

**Gráfico 2.2.10**

**EMPRÉSTIMOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS POR BANCOS RESIDENTES DOMÉSTICOS E NÃO DOMÉSTICOS | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL**



**Fonte:** Banco de Portugal.

**Notas:** A taxa de variação anual é calculada 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. Quando relevante, os valores são ajustados de vendas de carteiras de crédito. Última observação: fevereiro de 2013.

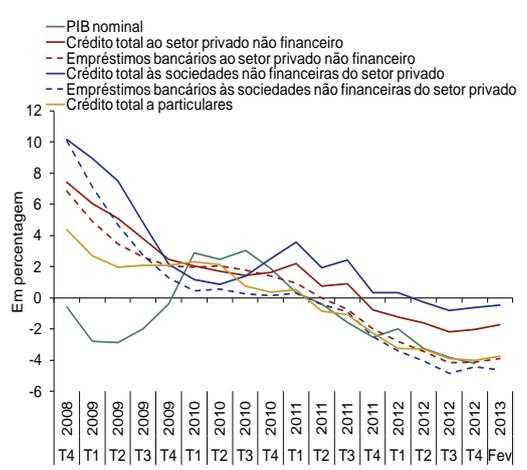
ao de endividamento, permitindo, no entanto, analisar alterações ao nível das fontes de financiamento das empresas. O crédito total concedido ao setor privado não financeiro (Gráfico 2.2.11) registou uma diminuição gradual ao longo de 2012 (taxa de variação anual de -2.0 por cento em dezembro de 2012). Esta diminuição deveu-se, sobretudo, a uma significativa diminuição do crédito total a particulares (-4.0 por cento), uma vez que o crédito total a sociedades não financeiras desceu de forma menos acentuada (-0.6 por cento). A diminuição do crédito total a sociedades não financeiras observou-se tanto no caso das empresas privadas, como nas empresas públicas que não consolidam nas administrações públicas (Gráfico 2.2.12), embora com composições diferentes. Assim, enquanto nas empresas privadas se registou uma diminuição do financiamento bancário, o qual tendeu a ser substituído por crédito de não residentes, no caso das empresas públicas ocorreu o oposto. No início de 2013, no caso das empresas públicas, ao contrário das privadas, observou-se uma forte aceleração do crédito total.

Apesar do crédito total a sociedades não financeiras se ter reduzido apenas ligeiramente ao longo de 2012, observou-se uma elevada diversidade quer por dimensão de empresa quer por setor de atividade (Quadro 2.2.1). As grandes empresas privadas, com atividade internacional e/ou fazendo parte de grupos internacionais, tenderam a encontrar fontes de financiamento alternativas ao crédito bancário interno, como sejam o crédito de não residentes e a emissão de títulos de dívida colocados pelos bancos junto dos seus clientes de retalho. O acesso a estas fontes alternativas permitiu que, apesar do contexto adverso, o crédito total a estas empresas tenha registado um crescimento relevante ao longo de 2012. Em contrapartida, verificou-se uma significativa redução do crédito total às micro e pequenas empresas, e, em menor grau, às médias empresas, tipicamente mais dependentes do crédito bancário. Em termos comparativos, as pequenas e médias empresas portuguesas apresentam um nível de dificuldade no acesso ao crédito superior à média do euro, mas inferior ao registado em outros países sob pressão, como a Grécia, Espanha e Itália (Gráfico 2.2.13).

A análise da evolução do crédito total por dimensão de empresa não deve, no entanto, ser dissociada do peso dos diferentes setores de atividade em cada uma das dimensões consideradas. Assim, a diminuição significativa do crédito total às micro, pequenas e médias empresas estará relacionada com o forte peso que os setores da construção, promoção imobiliária e comércio têm nas empresas de menor dimensão. Note-se que estes setores foram os que apresentaram a taxa de variação anual do crédito total mais negativa. Excluindo estes três setores, a taxa de variação anual do crédito total às micro, pequenas e médias empresas seria substancialmente menos negativa e, à luz da evolução dos fluxos trimestrais,

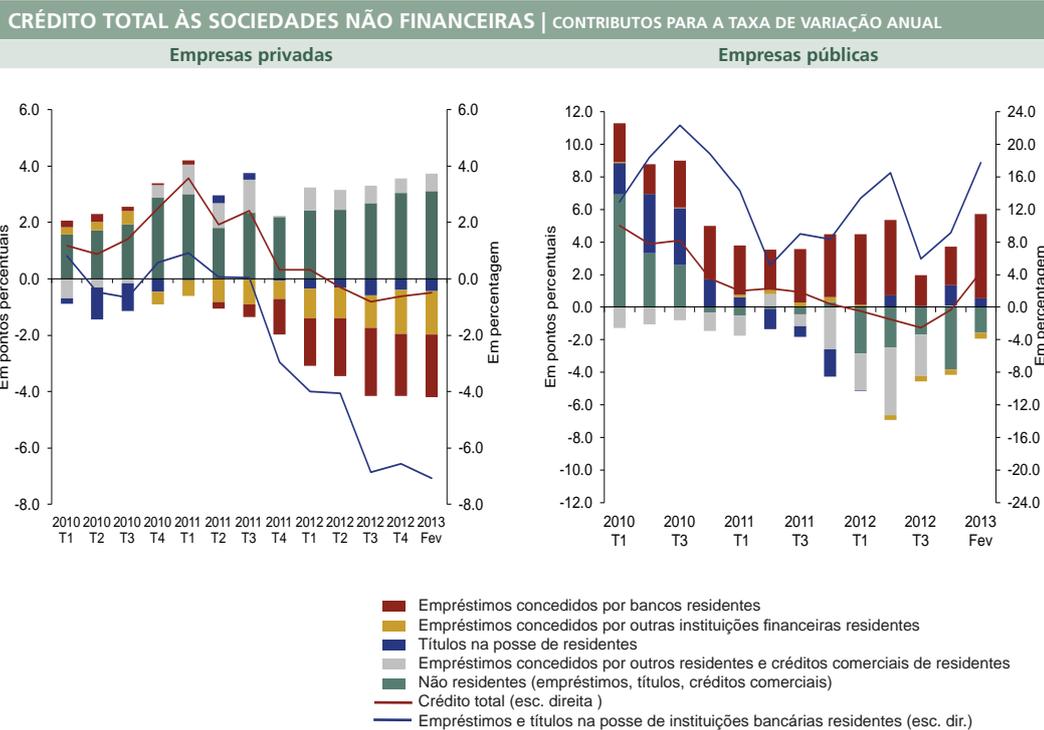
**Gráfico 2.2.11**

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



**Fonte:** Banco de Portugal.  
**Nota:** Ver definições dos agregados de crédito em Indicadores de Conjuntura.

Gráfico 2.2.12



apresentaria no início de 2013 uma inversão na tendência de queda (ver “Caixa 2.3 Diferenciação no crédito às sociedades não financeiras cruzando dimensão de empresa e setor de atividade”, deste Relatório). Do mesmo modo, a maior dimensão das empresas e o menor peso do crédito bancário no caso do crédito às empresas dos setores da eletricidade, gás e água, transportes e armazenagem e atividades de Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) não financeiras deverá ter contribuído para que a taxa de variação anual do crédito total a estes setores tenha sido superior à dos restantes.

### ***Diminuição dos empréstimos bancários ao longo de 2012, embora de forma menos acentuada no período mais recente***

Analisando apenas os empréstimos bancários, e em linha com o observado em outros países em ajustamento, registou-se ao longo do ano uma diminuição significativa dos empréstimos quer a sociedades não financeiras (Gráfico 2.2.14) quer a particulares. No caso das sociedades não financeiras, apesar dos empréstimos bancários continuarem a diminuir, o facto da taxa de variação trimestral anualizada corrigida de sazonalidade se encontrar desde o final de 2012 acima da taxa de variação anual constitui um indício de que esta tendência estará a abrandar. Segundo o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito, a redução dos empréstimos bancários deverá estar relacionada com fatores tanto do lado da oferta, como sejam uma elevada perceção de risco e o elevado custo do capital, como do lado da procura. A este respeito, os bancos inquiridos indicaram que as empresas continuaram a evidenciar pouca procura de crédito para novos investimentos. Ao invés, as empresas têm procurado, sobretudo, crédito para responder a necessidades de fundo de maneio e reestruturações de dívida. No caso dos particulares, a falta de confiança dos consumidores tem tido um efeito adverso sobre a procura, designadamente em relação ao mercado de habitação.

## Quadro 2.2.1

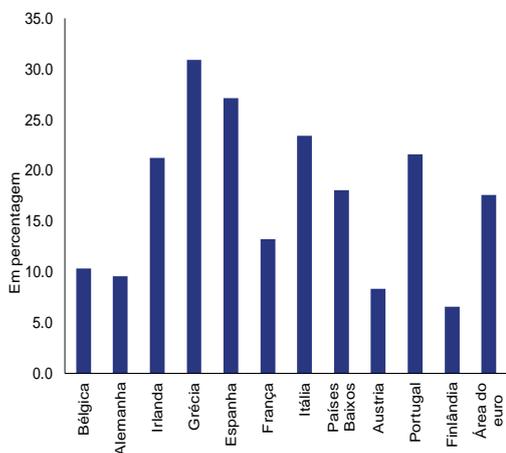
CRÉDITO A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS POR SETOR DE ATIVIDADE E DIMENSÃO DE EMPRESA								
TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL								
	Crédito bancário			Crédito total			Peso setor/ dimen- são (% crédito total)	Peso crédito bancário (% crédito total)
	2011 Dez.	2012 Dez.	2013 Fev.	2011 Dez.	2012 Dez.	2013 Fev.	2012 Dez.	2012 Dez.
<b>Total</b>	<b>-2.4</b>	<b>-5.8</b>	<b>-5.8</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>100.0</b>	<b>50.5</b>
<b>Setores</b>								
Indústrias transformadoras e extrativas	-3.0	-7.8	-5.6	-2.2	-0.8	0.3	11.0	66.1
Eletricidade, gás, vapor, água, gestão de resíduos e despoluição	5.4	-4.5	-10.4	5.7	6.6	1.4	9.1	32.7
Construção	-3.1	-8.7	-8.9	-2.7	-7.1	-7.5	13.6	69.6
Comércio por grosso e a retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos	-5.9	-10.6	-10.1	-1.1	-4.7	-4.1	11.0	56.9
Transportes e armazenagem	4.4	7.6	15.5	8.7	3.2	10.9	9.0	47.6
Alojamento, restauração e similares	9.5	-4.0	-3.4	5.4	-4.1	-4.1	3.5	69.7
Atividades de informação e de comunicação	-23.5	-8.3	-9.8	-25.6	24.9	21.0	2.8	24.3
Atividades das Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) não financeiras	-6.3	-6.6	-11.3	5.9	5.3	2.2	17.9	43.3
Atividades imobiliárias	-5.4	-3.9	-3.7	-2.4	-6.9	-6.6	10.8	61.2
Atividades de consultoria técnicas e administrativas	4.6	-15.1	-14.3	7.6	-4.8	-3.7	6.4	50.2
Educação, saúde e outras atividades de serviços sociais e pessoais	-4.2	-4.7	-4.1	-6.6	-2.0	-1.8	3.0	65.4
Outros	4.1	4.0	2.4	-27.2	0.4	-0.3	1.8	55.3
<b>Dimensão</b>								
Micro empresas	-3.3	-9.9	-9.2	-3.7	-4.5	-3.8	25.9	56.5
Pequenas empresas	-4.3	-9.8	-8.2	-1.0	-6.7	-5.2	14.8	71.6
Médias empresas	-2.3	-5.1	-4.7	-5.2	-2.8	-2.3	17.1	66.9
Grandes empresas	2.9	0.8	0.6	4.1	3.4	2.9	24.2	39.0
SGPS	-5.2	-6.6	-11.3	5.4	5.0	1.9	18.1	42.8

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Ver definições dos agregados de crédito em Indicadores de Conjuntura. O crédito bancário engloba todo o crédito concedido por bancos residentes, o que inclui, para além dos empréstimos (ajustados de titularizações), os títulos de dívida e papel comercial na posse dos bancos. Não existe informação relativa a créditos comerciais por dimensão de empresa e setor. Última observação: fevereiro de 2013.

**Gráfico 2.2.13**

**ACESSO A FINANCIAMENTO POR PARTE DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS | PERCENTAGEM DE EMPRESAS A INDICAR O ACESSO A FINANCIAMENTO COMO O SEU PRINCIPAL PROBLEMA**

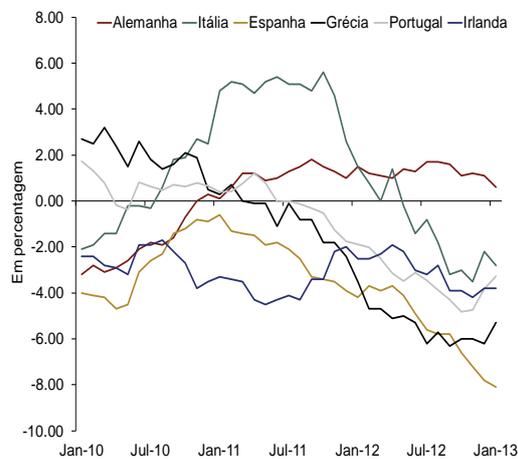


**Fonte:** BCE.

**Nota:** Informação relativa aos meses de abril a setembro de 2012.

**Gráfico 2.2.14**

**EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS DA ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIÇÃO ANUAL**



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

**Notas:** A taxa de variação anual encontra-se ajustada da venda de carteiras de crédito e titularizações. Contraparte dos empréstimos corresponde à área do euro. No caso de Portugal, a informação apresentada corresponde à publicada nos Indicadores de Conjuntura.

## CAIXA 2.1 | DIFERENÇAS NA TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA ENTRE PAÍSES DA ÁREA DO EURO

Desde o início da crise de dívida soberana observada na área do euro a partir do final de 2009, os observadores e investidores internacionais têm-se interrogado sobre se haverá justificação para os súbitos aumentos na taxa de rendibilidade em mercado secundário de algumas dessas dívidas. O aumento das taxas de rendibilidade pode ser justificado pelos fundamentos económicos dos países afetados mas pode também ser o resultado de uma situação de pânico generalizado que deve ser rapidamente combatida. As duas visões podem estar certas num sentido muito particular. Por um lado, parece evidente que, com tudo o resto igual, um país com dívida elevada terá maior probabilidade de incumprimento. Por outro lado, a volatilidade das expectativas dos agentes económicos relativamente a determinado soberano afeta a probabilidade de incumprimento por parte desse soberano. Nesse sentido, parte do aumento das taxas de rendibilidade dos soberanos afetados durante a crise poderá ter ficado a dever-se somente a flutuações nas expectativas dos agentes relativamente a um possível incumprimento do soberano, e não a dados objetivos sobre a economia. Esta dicotomia entre países com dívida soberana sob pressão e os restantes países levanta problemas ao normal funcionamento dos mercados financeiros, e em particular a uma transmissão uniforme da política monetária em toda a área do euro. De um ponto de vista económico, esta questão é importante porque os custos de financiamento do sistema bancário e, por essa via, do setor produtivo dependem dessa transmissão<sup>1</sup>.

No gráfico 1 pode-se observar uma das manifestações desta segmentação de mercados de dívida soberana. Nele está representada a taxa de juro praticada em novos empréstimos a empresas não financeiras para dois grupos de países: os que estão sob pressão na dívida soberana (Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal) e um conjunto de outros países da área do euro de elevada notação de crédito (Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França e Países Baixos). Verificam-se duas características notórias. Em primeiro lugar, a taxa de juro praticada em países correntemente sob pressão tem sido, historicamente, mais elevada do que a dos restantes; por exemplo, entre janeiro de 2008 e outubro de 2008, o *spread* médio entre os dois grupos de países foi de 34 pontos base. Em segundo lugar, verifica-se um alargamento muito forte do *spread* entre meados de 2010 e o início de 2013. A questão inicial volta a colocar-se: poderá este alargamento ser explicado pelo agravamento das condições macroeconómicas e financeiras destes países, ou haverá uma componente importante decorrente de outros fatores, incluindo a perceção, sempre volátil, do risco de incumprimento por parte dos países sob pressão e os consequentes problemas na transmissão da política?

A identificação dos fatores que determinam estes diferenciais não é simples. Uma forma de abordar este problema é decompor as taxas de juro em três fatores: um fator comum a todos os países, mas variável no tempo; uma componente fixa ao longo do tempo para cada país, de forma a remover da análise as diferenças seculares entre países; e uma componente idiossincrática do país, variando no tempo e com informação relevante para a formação de taxas de juro no mercado de crédito. Para além destas componentes, há ainda, como é usual em modelos empíricos, uma componente aleatória, independente de país para país e temporalmente não correlacionada.

A interpretação das diversas componentes é muito simples. A componente comum capta movimentos nas taxas de juro comuns a todos os países. A componente fixa por país capta aqueles fatores que, ao longo do intervalo de análise, não mudaram e eram próprios a cada país. A componente idiossincrática capta aquilo que é explicado pelas variáveis relevantes para a formação de taxas de juro e não pertencentes

<sup>1</sup> Sobre esta questão, ver "Tema em Destaque *Transmissão de política monetária na área do euro*", Banco de Portugal, *Boletim Económico - Outono 2012*.

às duas componentes anteriores. A componente aleatória é simplesmente a diferença entre a taxa de juro que se quer explicar e as componentes observáveis referidas anteriormente.

Que variáveis idiossincráticas incluir? Na formação das taxas de juro de empréstimos há, ao nível do país, pelo menos dois fatores a considerar: (i) o custo de financiamento das instituições financeiras que irão conceder os empréstimos; e (ii) as expectativas sobre a atividade económica do país. Para o primeiro fator, incluíram-se duas variáveis explicativas: os *spreads* médios dos *Credit Default Swaps* (CDS) dos principais bancos de cada país, uma medida frequentemente usada para aferir o risco associado a cada banco (que necessariamente afetará o respetivo custo de financiamento), e o montante de Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado (ORPA)<sup>2</sup> (em logaritmo), que indica uma maior probabilidade de os bancos que recorrem a estas operações terem dificuldade em se financiar. Em relação às expectativas sobre a atividade económica, usaram-se as previsões sobre a taxa de crescimento do PIB do país no ano seguinte<sup>3</sup>.

A estimação deste modelo permite concluir que um aumento dos *spreads* dos CDS está associado a um aumento da taxa de juro, que previsões mais desfavoráveis sobre a atividade económica estão associadas a maiores taxas de juro, e que maiores montantes de ORPA para os bancos do país em questão estão associados a taxas de juro mais altas.

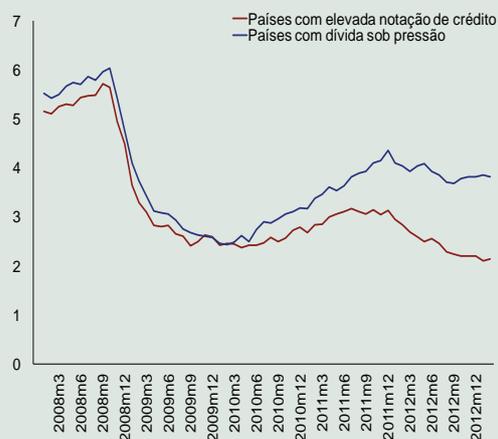
O gráfico 2 ajuda a interpretar os resultados obtidos com esta abordagem. Os efeitos fixos temporais acompanham, como se pode verificar, a evolução das taxas diretas de política monetária do Banco Central Europeu (BCE), representadas também no gráfico. Este é um efeito esperado e é notável a proximidade entre as duas curvas. O gráfico ilustra também a diferença entre a média ponderada dos resíduos dos países sob pressão e a média ponderada dos resíduos dos restantes países considerados. Se todas as hipóteses atrás enunciadas se verificassem, este resíduo deveria ser aproximadamente nulo em todos os momentos, visto tratar-se de uma diferença entre variáveis aleatórias independentes e não correlacionadas temporalmente. O facto de este hiato aumentar progressivamente no final da amostra significa que os fatores idiossincráticos considerados na análise e os efeitos temporais comuns não são suficientes para explicar a diferença de taxas de juro observada. Podemos interpretar este hiato como uma medida rudimentar da heterogeneidade da transmissão da política monetária, o que deve ser feito tendo em conta as limitações do modelo. O hiato obtido é de 74 pontos base, que compara com 167 pontos base da diferença inicial. Esta pode ser uma medida, ainda que imperfeita e acautelada as insuficiências da análise, dos problemas de transmissão da política monetária associados a expectativas dos agentes sobre a capacidade de os soberanos reembolsarem os seus empréstimos a que se aludiu no início desta caixa, expurgados alguns fatores objetivos ligados às condições reais das economias em questão.

**2** Ver “Tema em Destaque *Transmissão de política monetária na área do euro*”, Banco de Portugal, *Boletim Económico - Outono 2012*; os resultados apresentados nesta caixa diferem daqueles incluídos nesta referência por duas razões: (i) os dados dizem agora respeito ao período até fevereiro de 2013, e (ii) incluíram-se dados adicionais relativos a alguns países.

**3** A inclusão de variáveis relacionadas com a dívida pública foi também usada em formulações alternativas do modelo, sem impacto significativo nos resultados. Para além disso, os regressores utilizados sofrem de problemas de endogeneidade, pelo que os resultados devem ser tomados com o devido cuidado.

Gráfico 1

TAXAS DE JURO DE EMPRÉSTIMOS A EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PARA PAÍSES COM DÍVIDA SOB PRESSÃO E PAÍSES COM ELEVADA NOTAÇÃO DE CRÉDITO | MÉDIAS PONDERADAS PELO PIB DE CADA PAÍS

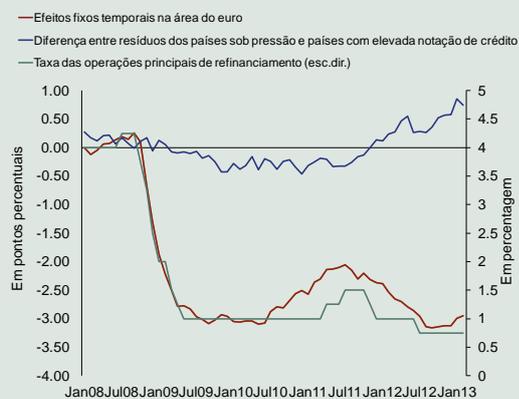


**Fontes:** BCE, *Consensus Forecasts*, *Thomson Reuters* e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** Países com dívida sob pressão: Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal; países com elevada notação de crédito: Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França e Países Baixos.

Gráfico 2

RESULTADOS DA DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE JURO EM DIFERENTES COMPONENTES. RESÍDUOS DOS PAÍSES SOB PRESSÃO E DE ELEVADA NOTAÇÃO PONDERADOS PELO RESPECTIVO PIB



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

**Nota:** Países com dívida sob pressão: Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal; países com elevada notação de crédito: Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França e Países Baixos.



## CAIXA 2.2 | MARGENS DE TAXAS DE JURO BANCÁRIAS: PORTUGAL NO CONTEXTO DA ÁREA DO EURO

No decurso de 2012 assistiu-se a uma redução significativa das taxas de juro praticadas pelos bancos portugueses nas novas operações de depósitos (Gráfico 1). Em simultâneo, as taxas de juro aplicadas aos novos empréstimos, em especial a sociedades não financeiras, reduziram-se de forma muito menos pronunciada, o que levou a um alargamento da margem nas novas operações, medida como a diferença entre as taxas de juro dos empréstimos e o custo dos depósitos captados. O alargamento da margem em novas operações com clientes contrasta com a evolução da margem implícita nos saldos, que continuou a estreitar-se e se situa em mínimos históricos. Esta caixa pretende analisar quais os fatores subjacentes a esta evolução, contrastando as principais diferenças entre a situação portuguesa e a de outros países da área do euro também particularmente afetados pela crise da dívida soberana.

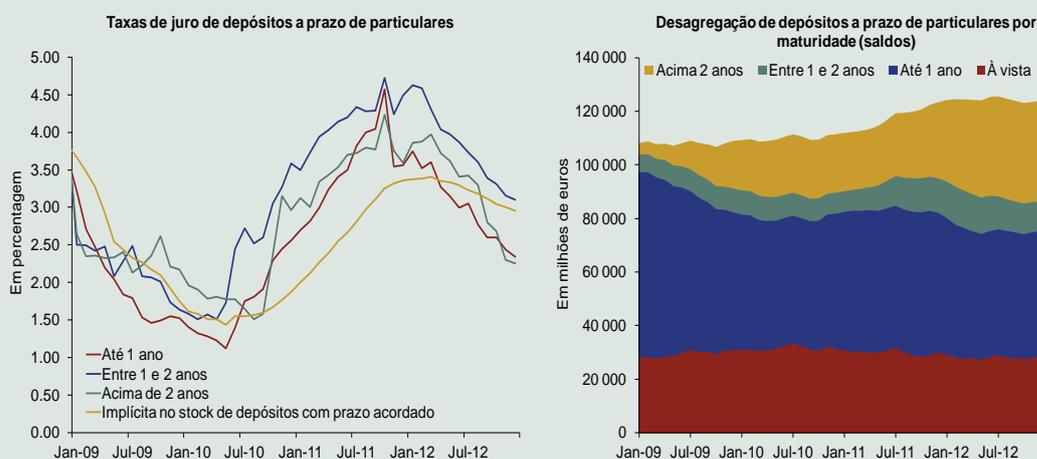
Conforme se pode observar no gráfico 2, a margem total das novas operações tem vindo a aumentar em Portugal desde o segundo semestre de 2011, situando-se no final de 2012 em 4.0 pontos percentuais (p.p.), ou seja, cerca de 2 a 3 p.p. acima dos valores nos países da área do euro apresentados no gráfico (Quadro 1). Note-se também que, ao contrário de Portugal e Irlanda, a margem sobre novas operações tem-se mantido relativamente estável em Espanha. No caso da Grécia, a margem registou uma tendência de descida em consequência do aumento acentuado do custo dos depósitos captados, possivelmente refletindo a necessidade de contrariar a saída de depósitos por parte das instituições bancárias gregas.

Em contrapartida, a margem total com clientes em Portugal, implícita nos saldos das operações ativas e passivas tem vindo a reduzir-se desde o segundo semestre de 2011, situando-se num mínimo histórico de 1.4 p.p. em dezembro de 2012 e entre 0.5 e 1.5 p.p. abaixo da registada pelos países da área do euro selecionados. Fazendo a decomposição da margem implícita no balanço por operação, é possível detetar que existe um efeito de persistência de balanço associado a operações conduzidas no passado, que explicam o esmagamento da margem de taxas de juro bancárias em Portugal face à de outros países.

Em primeiro lugar, os bancos portugueses têm limitações na possibilidade de gerir o diferencial médio da carteira de crédito à habitação – cujo *stock* de empréstimos é caracterizado por maturidades longas, indexação à Euribor e *spreads* fixos e baixos – face ao custo de financiamento atual. Neste contexto, o diferencial de juros dos empréstimos a particulares para aquisição de habitação entre Portugal e os restantes países é muito negativo e tem vindo a alargar-se desde final de 2011, sendo superior a 1 p.p.

Gráfico 1

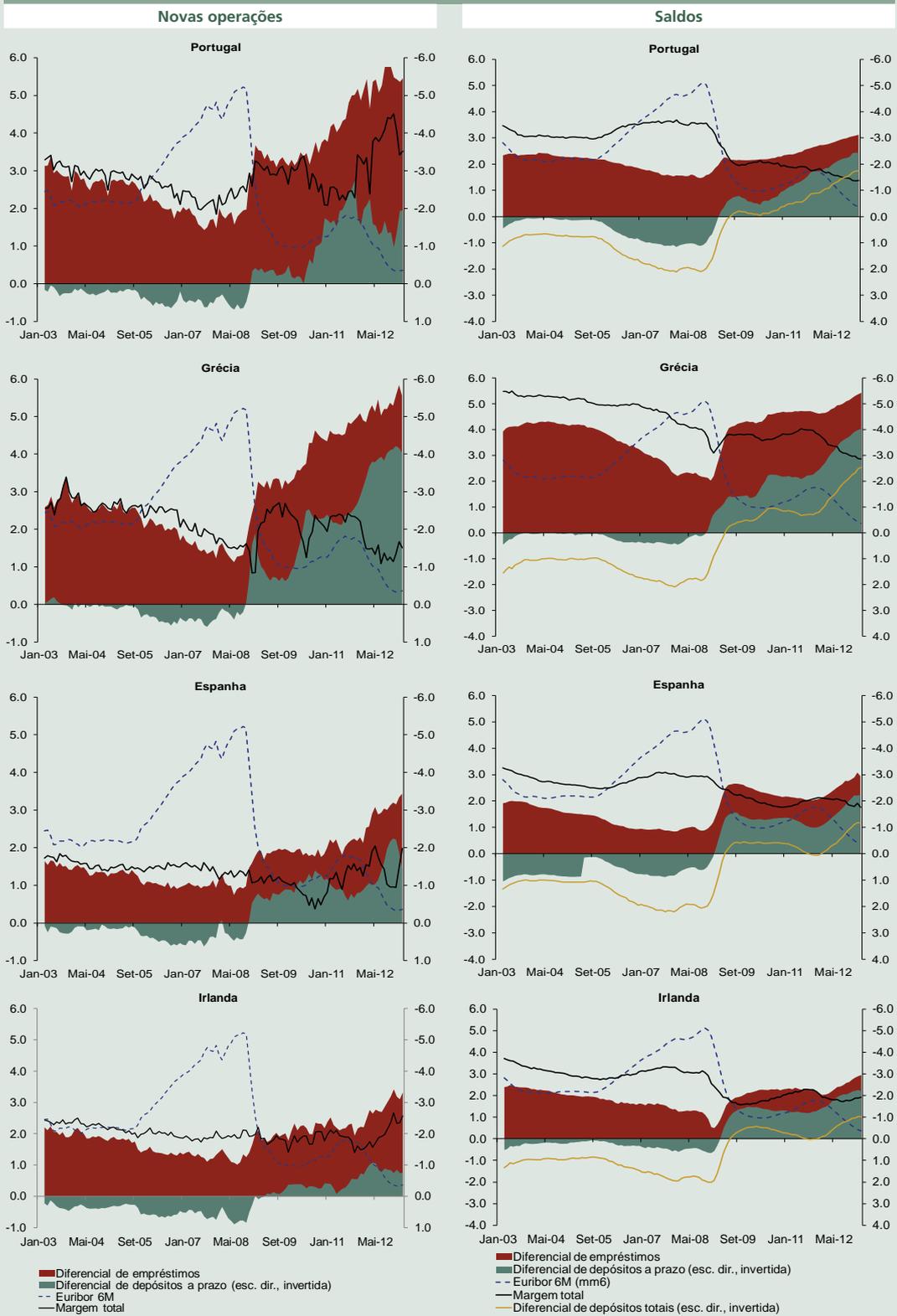
### DEPÓSITOS A PRAZO DE PARTICULARES



Fonte: Banco de Portugal.

Gráfico 2

MARGENS DE TAXAS DE JURO BANCÁRIAS NAS OPERAÇÕES COM CLIENTES: NOVAS OPERAÇÕES E STOCKS | POR CENTO, PONTOS PERCENTUAIS



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

**Notas:** Diferencial das operações ativas foi calculado como a diferença entre as taxas de juro dos empréstimos e a Euribor a 6 meses (média móvel a 6 meses no caso dos saldos). Diferencial das operações passivas foi calculado como a diferença entre a Euribor a 6 meses (média móvel a 6 meses no caso dos saldos) e as taxas de juro dos depósitos.

## Quadro 1

### MARGEM DE TAXAS DE JURO BANCÁRIAS NAS OPERAÇÕES COM CLIENTES | COMPARAÇÃO INTERNACIONAL, PONTOS PERCENTUAIS, POR CENTO

	Portugal			Grécia			Espanha			Irlanda		
	Dez.09	Dez.11	Dez.12									
<b>Novas operações</b>												
<b>Margem total (1)+(2)</b>	<b>2.6</b>	<b>3.3</b>	<b>4.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>2.3</b>
(1) Dif. nos empréstimos	3.1	4.9	5.4	3.2	5.1	5.6	1.9	2.3	3.1	1.8	2.2	3.2
<i>Sociedades não Financeiras (SNF)</i>	3.1	4.8	5.4	2.7	5.1	5.8	1.7	2.1	3.0	1.7	2.3	2.8
<i>Particulares</i>	3.2	5.1	5.8	4.3	5.1	4.7	3.5	3.3	3.8	2.0	2.1	3.5
<i>Habituação</i>	1.3	2.6	3.1	2.4	2.4	2.7	1.5	1.9	2.5	1.8	1.4	3.3
<i>Consumo e outros fins</i>	5.4	6.4	7.1	7.9	7.3	6.8	5.6	5.2	6.3	2.7	4.0	5.6
(2) Dif. nos dep. a prazo	-0.5	-1.5	-1.4	-0.7	-2.9	-4.2	-0.9	-0.8	-2.2	-0.4	-0.7	-0.8
<i>memo: 6M Euribor</i>	1.0	1.7	0.3									
<b>Saldos</b>												
<b>Margem total (1)+(3)</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.4</b>	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>	<b>3.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>
(1) Dif. nos empréstimos	2.1	2.7	3.1	4.3	4.6	5.3	2.6	2.1	2.9	2.1	2.1	2.8
<i>SNF</i>	2.3	3.4	4.0	3.7	4.5	5.3	2.3	2.2	3.0	2.0	2.0	2.5
<i>Particulares</i>	2.0	2.1	2.3	4.8	4.7	5.3	2.9	2.0	2.8	2.2	2.2	3.1
<i>Habituação</i>	0.9	1.0	1.1	2.9	2.0	2.7	2.3	1.4	2.1	1.6	1.3	2.5
<i>Consumo e outros fins</i>	6.3	6.9	7.8	9.1	8.5	9.1	4.6	4.0	5.3	4.5	4.6	5.2
(2) Dif. nos dep. a prazo	-0.7	-1.7	-2.4	-1.5	-2.4	-3.9	-1.4	-1.0	-2.2	-1.5	-1.4	-2.2
(3) Dif. nos dep. totais	-0.2	-0.9	-1.7	-0.5	-0.8	-2.3	-0.4	0.1	-1.1	-0.5	0.0	-1.0
<i>memo: 6M Euribor (mm6)</i>	1.1	1.7	0.5									

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

**Notas:** Diferencial das operações ativas foi calculado como a diferença entre as taxas de juro dos empréstimos e a Euribor a 6 meses (média móvel a 6 meses no caso dos saldos). Diferencial das operações passivas foi calculado como a diferença entre a Euribor a 6 meses (média móvel a 6 meses no caso dos saldos) e as taxas de juro dos depósitos. Depósitos a prazo são constituídos por depósitos com pré-aviso e depósitos com prazo acordado no caso dos saldos e por depósitos com prazo acordado no caso das novas operações. Depósitos totais são constituídos por depósitos à ordem, depósitos com pré-aviso e depósitos com prazo acordado no caso dos saldos.

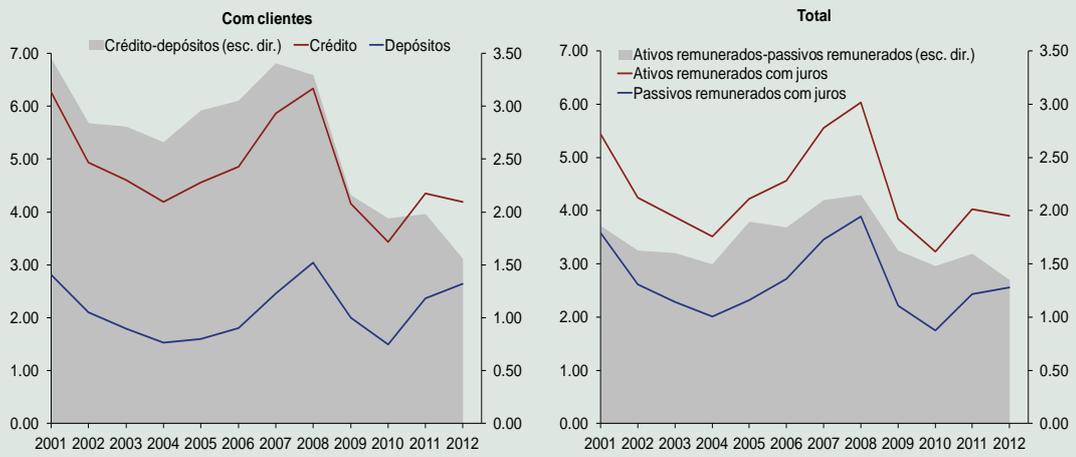
em dezembro de 2012. Note-se que, em contrapartida, o diferencial de juros sobre saldos de empréstimos às sociedades não financeiras é superior ao praticado nos restantes países selecionados, excetuando a Grécia, em cerca de 1 p.p., o que mitiga o efeito na margem dos bancos decorrente da baixa taxa de juro dos empréstimos à habitação. Será, contudo de referir que o baixo nível das taxas de juro do crédito à habitação tem um efeito favorável na rentabilidade da banca por via do impacto sobre o nível de incumprimento nestes empréstimos, aspeto que não é analisado nesta caixa.

Em segundo lugar, o custo médio dos depósitos dos bancos portugueses, não obstante a redução acentuada das taxas de juro praticadas nos novos depósitos, está ainda a ser afetado pela captação no passado de depósitos a prazos mais longos e com taxas de remuneração elevadas (Gráfico 1). Em larga medida isto resultou da intensificação da concorrência na captação de recursos de clientes ao longo de 2011, não só ao nível das taxas de juro oferecidas, mas também pelo alargamento das maturidades, a que acresce o facto de o peso dos depósitos à vista ser baixo em comparação com o de outros países selecionados. O custo dos depósitos totais captados em Portugal é superior ao dos outros países (excetuando a Grécia) em cerca de 0.75 p.p..

Por último, refira-se que, não obstante a redução acentuada da margem de taxas de juro bancárias com clientes, a margem implícita em todos os ativos e passivos remunerados com juros apresenta uma redução muito menos pronunciada (Gráfico 3). Alguns dos fatores que têm contribuído para mitigar o impacto da evolução da margem de intermediação com clientes sobre a margem implícita em todos os ativos e passivos remunerados são o financiamento significativo junto do Eurosistema, conjugado com o aumento das aplicações em títulos de dívida pública.

Gráfico 3

MARGENS DE JUROS | EM PORCENTAGEM



Fonte: Banco de Portugal.

## CAIXA 2.3 | DIFERENCIAÇÃO NO CRÉDITO ÀS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS CRUZANDO DIMENSÃO DE EMPRESA E SETOR DE ATIVIDADE

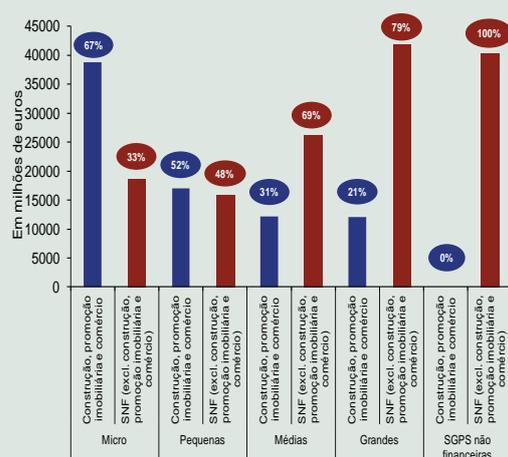
No decurso de 2012 assistiu-se a uma ligeira redução do crédito total às sociedades não financeiras<sup>1</sup>. Esta diminuição esconde, no entanto, diferentes dinâmicas cruzando dimensão de empresa e setor de atividade. Esta caixa pretende contrastar o caso específico dos setores da construção, promoção imobiliária e comércio, os quais têm sido particularmente afetados pela queda da procura interna com o agregado dos outros setores de atividade. O gráfico 1 decompõe o crédito total a sociedades não financeiras por dimensão de empresa e divide os setores de atividade nestes dois grupos. Conforme é visível no gráfico, estes dois grupos têm pesos muito distintos no crédito a sociedades não financeiras por dimensão de empresa, com os setores da construção, promoção imobiliária e comércio a representar a maioria do crédito a micro e pequenas empresas e os restantes setores a representar a larga maioria do crédito a médias e grandes empresas.

Uma análise do crédito a estes dois grupos (Gráfico 2) mostra dois perfis evolutivos distintos. Enquanto o crédito aos setores da construção, promoção imobiliária e comércio regista taxas de variação anuais negativas desde o primeiro trimestre de 2010, o agregado dos restantes setores apresenta taxas de variação positivas, ainda que exibindo um perfil descendente ao longo de 2012.

A contribuir para que os setores da construção, promoção imobiliária e comércio registem maiores reduções de financiamento estão fatores tanto do lado da procura, como seja a forte dependência das empresas destes setores em relação ao mercado interno, como do lado da oferta, onde se observa uma maior restritividade no crédito bancário a estes setores, em particular, no caso do setor da construção (Gráfico 3). A este respeito note-se que o facto de estas empresas serem geralmente mais pequenas reduz as suas alternativas em termos de financiamento, tornando-as assim mais dependentes do crédito

Gráfico 1

### DECOMPOSIÇÃO SETORIAL DO CRÉDITO TOTAL A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS POR DIMENSÃO DE EMPRESA

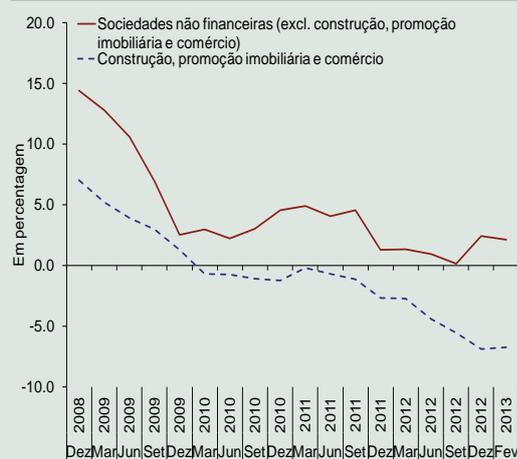


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: Os valores de crédito total apresentados excluem o crédito comercial, uma vez que não existe informação de crédito comercial por setor de atividade. Dados relativos a fevereiro de 2013.

Gráfico 2

### CRÉDITO TOTAL A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS | TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL

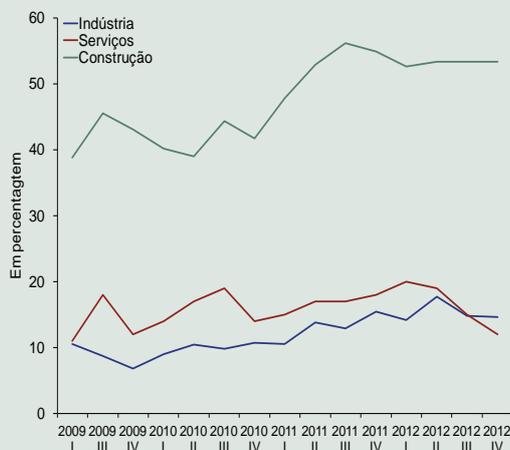


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A taxa de variação anual foi calculada como a taxa de variação dos saldos de crédito total a sociedades não financeiras. Os valores de crédito total apresentados excluem o crédito comercial, uma vez que não existe informação de crédito comercial por setor de atividade.

<sup>1</sup> Ver definição de crédito total em “Secção 2.2 Condições Monetárias e Financeiras da Economia Portuguesa”, deste Relatório.

Gráfico 3

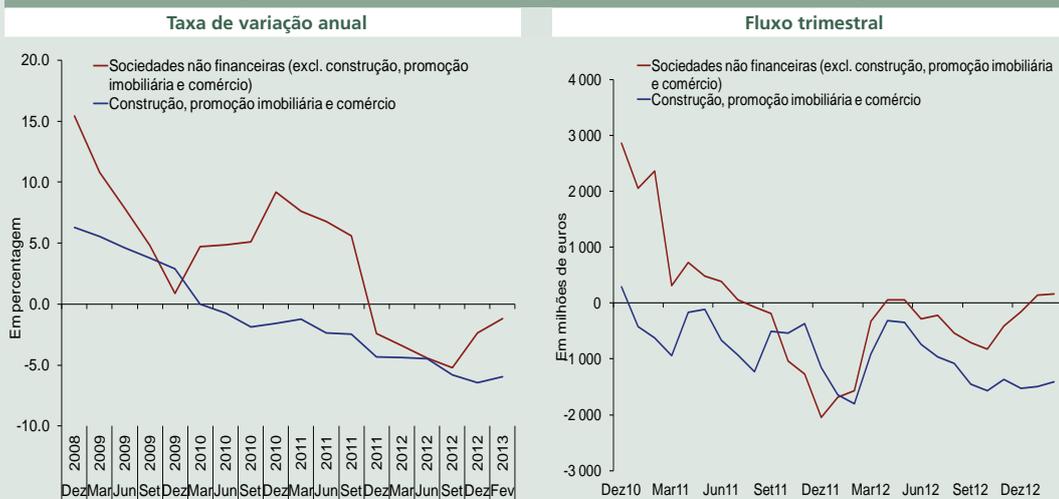
**INQUÉRITO À DIFICULDADE DE ACESSO AO CRÉDITO BANCÁRIO | PERCENTAGEM DE EMPRESAS A INDICAR DIFICULDADE NO ACESSO A CRÉDITO BANCÁRIO**


Fonte: INE.

Nota: Percentagem de empresas que declara que a dificuldade de acesso ao crédito é um dos principais fatores limitativos da sua atividade.

bancário interno. Existe, portanto, uma relação entre a evolução do crédito a sociedades não financeiras por setor de atividade e dimensão de empresa. O reconhecimento desta relação é especialmente relevante dado a diferente composição setorial do crédito por dimensão de empresa. No caso das pequenas e médias empresas (incluindo micro empresas), por exemplo, o forte peso dos setores da construção, promoção imobiliária e comércio acaba por determinar substancialmente a evolução do crédito (Gráfico 4). No entanto, desagregando o crédito total nos dois grupos atrás referidos, observa-se que o crédito total aos setores que não a construção, promoção imobiliária e comércio, embora tenha apresentado

Gráfico 4

**CRÉDITO TOTAL A PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS (INCLUINDO MICRO EMPRESAS)**


Fonte: Banco de Portugal.

Notas: A taxa de variação anual foi calculada como a taxa de variação dos saldos de crédito total a sociedades não financeiras. Os valores de crédito total apresentados excluem o crédito comercial, uma vez que não existe informação de crédito comercial por setor de atividade e dimensão de empresa.

Fonte: Banco de Portugal.

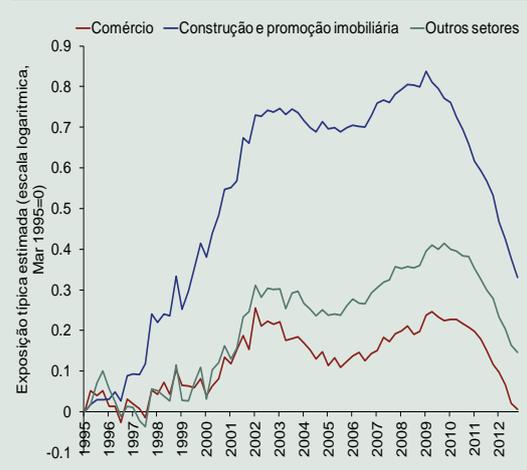
Notas: O fluxo trimestral não pode ser ajustado de sazonalidade dado o número reduzido de observações disponível. Última observação: fevereiro de 2013.

uma taxa de variação anual negativa ao longo de 2012, registou no segundo semestre uma aceleração significativa. Adicionalmente, o fluxo trimestral é positivo desde janeiro de 2013<sup>2</sup>.

Uma análise mais alargada no tempo sugere que o maior grau de restritividade na concessão de crédito por parte dos bancos residentes aos setores da construção e promoção imobiliária não deve ser dissociado do significativo crescimento registado nos anos que precederam a atual recessão, estando neste momento em curso um processo de ajustamento (Gráfico 5). Dado que a exposição acumulada pelos bancos à empresa típica de construção e promoção imobiliária continua substancialmente acima do registado nos restantes setores e que o montante de crédito típico da empresa típica dos restantes setores continua também ele a diminuir, é de esperar que o ajustamento tenda a prosseguir durante mais algum tempo.

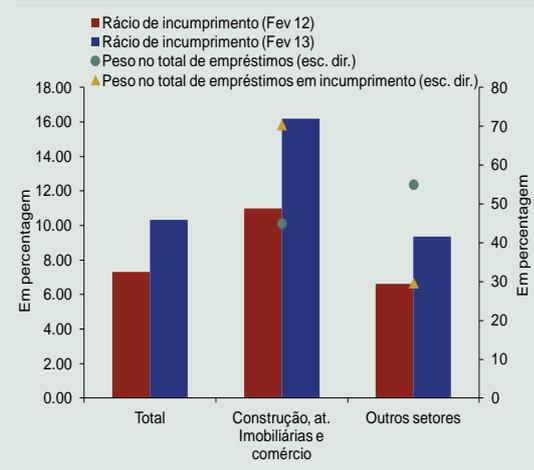
A diferenciação em termos de quantidade de crédito a empresas não financeiras alocada a cada um destes grupos estará relacionada com o seu diferente perfil de risco. Neste sentido, o gráfico 6 mostra que a deterioração da situação financeira das empresas e correspondente materialização do risco de crédito, apesar de transversal à generalidade dos setores de atividade, foi especialmente acentuada nos setores da construção, promoção imobiliária e comércio. Este aumento é particularmente relevante dado que, em conjunto, estes setores representam cerca 70 por cento do total de empréstimos a sociedades não financeiras em incumprimento, mas apenas 45 por cento do total de empréstimos concedidos pelo setor bancário a sociedades não financeiras.

**Gráfico 5**  
**EXPOSIÇÃO BANCÁRIA À EMPRESA TÍPICA**



**Fonte:** Banco de Portugal.  
**Nota:** Ver definição de empresa típica em Antunes, A. e Martinho, R. (2012), "Acesso ao crédito por empresas não financeiras", Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira - Maio*.

**Gráfico 6**  
**INCUMPRIMENTO NOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS A SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS | RÁCIO DE INCUMPRIMENTO**



**Fonte:** Banco de Portugal.  
**Nota:** O rácio de incumprimento é definido como o total de empréstimos vencidos há mais de 30 dias e outros de cobrança duvidosa em percentagem do saldo dos empréstimos ajustados de titularização.

2 O fluxo trimestral não se encontra ajustado de sazonalidade, uma vez que o número de observações disponível é muito reduzido.



### 3. POLÍTICA E SITUAÇÃO ORÇAMENTAL<sup>1</sup>

A evolução das finanças públicas é influenciada por diversos fatores relacionados com o enquadramento macroeconómico, a demografia, o contexto legal e institucional, as decisões de política orçamental, entre outras. Assim, o ajustamento orçamental realizado no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira deve ser enquadrado nas especificidades do período atual. Em particular, a forte contração da atividade económica no período recente aumenta a relevância da análise dos efeitos da posição cíclica da economia nas diferentes rubricas orçamentais. Adicionalmente, importa ter em conta outros efeitos de natureza transitória, seguindo o quadro analítico utilizado no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Finalmente, é ainda relevante contextualizar a evolução estrutural das diferentes rubricas com a informação relativa ao impacto previsto de medidas orçamentais.

#### ***Em 2012, a política orçamental continuou a evidenciar um caráter acentuadamente restritivo, no quadro de um esforço de consolidação com uma magnitude muito elevada***

Em 2012, o défice das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional ascendeu a 6.4 por cento do PIB (4.4 por cento em 2011) – Quadro 3.1. O défice orçamental de 2012 corrigido do impacto de medidas temporárias e fatores especiais situou-se em 6.0 por cento do PIB, que compara com 7.1 por cento em 2011 (“Caixa 3.1 *Medidas temporárias e fatores especiais com efeitos na execução orçamental de 2012*”, deste Relatório). As estimativas do Banco de Portugal, baseadas na metodologia de ajustamento cíclico adotada pelo Eurosistema, apontam para que a evolução da atividade económica tenha dado em 2012 um forte contributo negativo para os desenvolvimentos orçamentais do ano. Em particular, a estimativa para a variação da componente cíclica do saldo orçamental em 2012 situa-se em -2.0 pontos percentuais (p.p.) do PIB<sup>2</sup>. Assim, o saldo estrutural corrigido também de fatores especiais registou em 2012 uma melhoria de 3.1 p.p. do PIB face a 2011. A despesa com juros continuou a registar um aumento em percentagem do PIB, pelo que a variação do saldo primário estrutural ascendeu a 3.4 p.p. do PIB. Deste modo, a orientação da política orçamental foi claramente restritiva e pró-cíclica (Gráfico 3.1). Destaque-se que, em termos acumulados, a variação deste indicador, utilizado na medição do esforço orçamental, evidencia um ajustamento de magnitude muito significativa entre 2010 e 2012, tendo ascendido a 7.2 p.p. do PIB.

#### ***A melhoria do saldo primário estrutural em 2012 decorreu em larga medida de uma redução da despesa pública***

O gráfico 3.2 evidencia que o ajustamento orçamental observado em 2012 resulta essencialmente da redução da despesa primária estrutural, tendo a receita estrutural permanecido num nível próximo ao observado no ano anterior (para maior detalhe ver “Caixa 3.2 *Composição do ajustamento orçamental estrutural em Portugal no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira*”, deste Relatório).

- <sup>1</sup> Na análise desenvolvida ao longo do capítulo, as referências a valores estruturais corrigem o efeito cíclico, bem como o impacto de medidas temporárias e fatores especiais. Os últimos correspondem a operações que não se enquadram na definição de medidas temporárias adotada no Eurosistema, mas que, nos casos considerados, têm um impacto negativo transitório no saldo das administrações públicas. Note-se, contudo, que os valores estruturais incluem o impacto em 2012 da medida de suspensão de subsídios de férias e de Natal a parte dos funcionários públicos e pensionistas, que será revertida na sequência de decisões do Tribunal Constitucional.
- <sup>2</sup> Note-se que este valor é mais negativo do que a estimativa obtida sem ter em conta os efeitos da composição do crescimento económico (-1.3 p.p. do PIB).

## Quadro 3.1

PRINCIPAIS INDICADORES ORÇAMENTAIS   EM PORCENTAGEM DO PIB					
	2010	2011	2012	Variação 2011-2012 <sup>(d)</sup>	Variação 2010-2012 <sup>(d)</sup>
<b>Saldo total</b>	<b>-9.8</b>	<b>-4.4</b>	<b>-6.4</b>	<b>-2.0</b>	<b>3.4</b>
Medidas temporárias <sup>(a)</sup>	1.7	3.9	0.6	-3.4	-1.2
Fatores especiais <sup>(b)</sup>	-2.8	-1.2	-1.0	0.2	1.9
<b>Saldo total excluindo medidas temporárias e fatores especiais</b>	<b>-8.7</b>	<b>-7.1</b>	<b>-6.0</b>	<b>1.1</b>	<b>2.7</b>
Componente cíclica	1.7	0.8	-1.1	-2.0	-2.8
<b>Saldo estrutural excluindo fatores especiais<sup>(c)</sup></b>	<b>-10.4</b>	<b>-8.0</b>	<b>-4.9</b>	<b>3.1</b>	<b>5.6</b>
Despesa em juros	2.8	4.1	4.4	0.3	1.6
<b>Saldo primário estrutural excluindo fatores especiais</b>	<b>-7.6</b>	<b>-3.9</b>	<b>-0.5</b>	<b>3.4</b>	<b>7.2</b>
<b>Dívida pública</b>	<b>94.0</b>	<b>108.3</b>	<b>123.6</b>	<b>15.3</b>	<b>29.6</b>
Variação da dívida pública (em p.p.)	10.3	14.3	15.3	-	-
Contributo do saldo primário	7.0	0.4	2.0	-	-
Diferencial entre efeitos dos juros e do crescimento do PIB	0.7	5.0	8.1	-	-
Ajustamentos défice-dívida	2.6	8.9	5.2	-	-

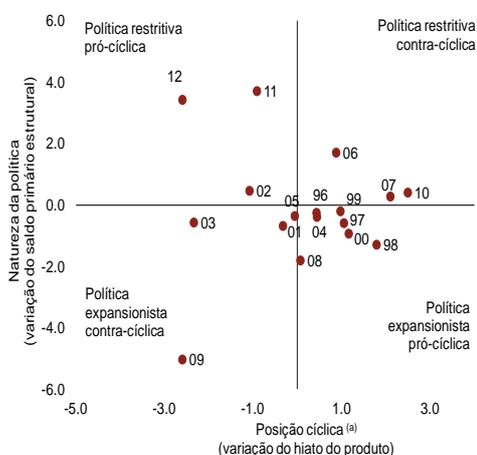
**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Notas:** (a) De acordo com a definição adotada no Eurosistema. Ver "Caixa 3.1 Medidas temporárias e fatores especiais com efeitos na execução orçamental orçamental de 2012", deste Relatório. (b) São considerados fatores especiais operações 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 "Caixa 3.1 Medidas temporárias e fatores especiais com efeitos na execução orçamental orçamental de 2012", deste Relatório. (c) 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. (d) As variações não correspondem necessariamente às diferenças dos valores em percentagem do PIB devido a arredondamentos.

A despesa primária estrutural registou uma diminuição pelo segundo ano consecutivo. Esta evolução esteve associada a poupanças significativas nas principais rubricas, com destaque para as despesas com pessoal, consumo intermédio e investimento. A diminuição das despesas com pessoal decorreu sobretudo da redução do número de funcionários públicos e da suspensão do pagamento de subsídios de férias e de Natal. No caso da despesa em pensões, o impacto da suspensão de subsídios foi contrabalançado pela dinâmica de crescimento desta rubrica e pelas pensões do setor bancário que passaram a ser responsabilidade da Segurança Social. Globalmente, a suspensão dos subsídios de férias e de Natal gerou uma

## Gráfico 3.1

**POLÍTICA ORÇAMENTAL E POSIÇÃO CÍCLICA: 1996-2012 | EM PONTOS PERCENTUAIS DO PIB**

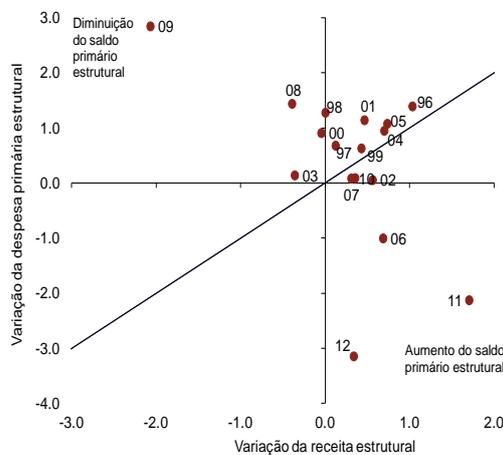


**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**Nota:** (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.

## Gráfico 3.2

**VARIAÇÃO DA RECEITA E DESPESA PRIMÁRIA ESTRUTURALS: 1996-2012 | EM PONTOS PERCENTUAIS DO PIB TENDENCIAL**



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

diminuição da despesa no montante de 2.0 p.p. do PIB, explicando em termos líquidos uma redução do défice primário estrutural em 1.3 p.p. do PIB, em 2012<sup>3</sup>. De notar que esta medida será revertida em 2013, na sequência das decisões do Tribunal Constitucional<sup>4</sup>.

Por seu turno, depois de ter registado em 2011 um aumento muito significativo, a receita estrutural em percentagem do PIB tendencial apresentou em 2012 um crescimento moderado. Esta evolução está associada à ligeira diminuição da carga fiscal estrutural que ocorreu não obstante as medidas de consolidação incluídas no Orçamento do Estado para 2012 se traduzirem num forte aumento da tributação, sobretudo em sede de Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) (Gráfico 3.3). De facto, verificou-se uma diminuição da receita fiscal não explicada pelos fatores habituais e que, em certa medida, poderá advir de limitações metodológicas na captação de efeitos cíclicos não lineares, bem como da sobrestimação do impacto das alterações na legislação.

### ***O défice em contas nacionais situou-se acima do objetivo, enquanto os limites estabelecidos para o défice em contabilidade pública e para o stock de dívida pública foram cumpridos***

No âmbito da quinta avaliação do Programa, que decorreu em agosto de 2012, os critérios de desempenho orçamentais foram revistos. O objetivo para o défice orçamental em contabilidade nacional foi alterado para 5.0 por cento do PIB (4.5 por cento do PIB no Memorando de Entendimento inicial). A discrepância entre o objetivo oficial e o défice observado (que corresponde a 1.4 p.p. do PIB) é quase totalmente explicada por fatores especiais de natureza transitória, cujo impacto (1.0 por cento do PIB) no contexto das contas nacionais não tinha sido antecipado (*"Caixa 3.1 Medidas temporárias e fatores especiais com efeitos na execução orçamental de 2012"*, deste Relatório). A execução orçamental de 2012 tem implícito um crescimento da receita fiscal consideravelmente inferior ao subjacente ao Orçamento do Estado para 2012 e um aumento superior ao antecipado das transferências sociais para as famílias, mas estes desenvolvimentos foram em larga medida compensados por poupanças na maioria das rubricas da despesa, as quais foram muito concentradas no final do ano. De salientar, ainda, que no início de 2013 os objetivos oficiais para o défice das administrações públicas no período de 2013 a 2015 foram novamente revistos em alta e fixados em, respetivamente, 5.5, 4.0 e 2.5 por cento do PIB (que compara com 4.5, 2.5 e 1.9 por cento do PIB, definidos em agosto de 2012) (Gráfico 3.4).

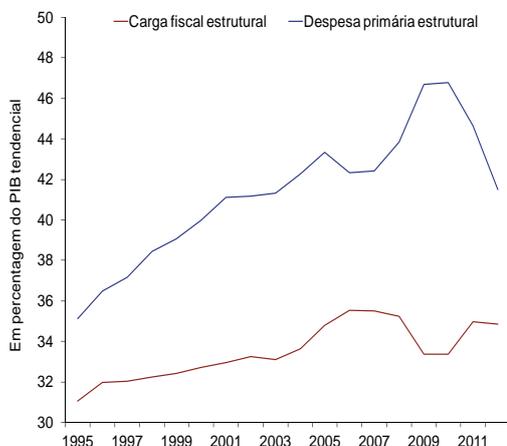
Relativamente aos limites anuais para o défice na ótica da contabilidade pública e para o *stock* de dívida pública em 2012, os mesmos foram igualmente revistos e fixados em, respetivamente, 9.028 e 180.000 milhões de euros. Em ambos os casos, os limites foram respeitados<sup>5</sup>.

**3** Esta quantificação corresponde à estimativa do Banco de Portugal para as poupanças geradas na despesa primária líquidas da diminuição resultante na coleta de impostos sobre o rendimento e património das famílias e de contribuições sociais.

**4** No seu Acórdão nº 353/2012, de 20 de julho de 2012, o Tribunal Constitucional declarou a inconstitucionalidade da medida de suspensão do pagamento de subsídios de férias e de Natal a parte dos funcionários públicos e pensionistas (incluída no Orçamento do Estado para 2012), mas, de acordo com o mesmo Acórdão, tal declaração não produziria efeitos durante o ano de 2012. No Orçamento do Estado para 2013, o governo estabeleceu a reversão parcial da suspensão do pagamento dos subsídios, com efeitos a partir de janeiro de 2013. Contudo, no Acórdão nº 187/2013, de 5 de abril de 2013, o Tribunal Constitucional declarou a inconstitucionalidade da medida constante do Orçamento para 2013 e determinou a reversão total da suspensão, com efeitos retroativos a janeiro do mesmo ano.

**5** O valor provisório do défice das administrações públicas numa ótica de contabilidade pública e de acordo com a definição relevante para efeitos da aferição do cumprimento do respetivo critério de desempenho situou-se em 8.329 milhões de euros. Relativamente ao *stock* de dívida pública, o valor apurado de acordo com os critérios definidos no âmbito do Programa situou-se em 177.181 milhões de euros. Recorde-se que a definição de dívida pública relevante para a aferição do cumprimento deste critério não coincide com a definição utilizada no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos, uma vez que exclui: (i) a dívida contraída para efeitos de recapitalização de bancos; (ii) depósitos da Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública, EPE (IGCP); (iii) pagamento antecipado das margens dos empréstimos do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira; (iv) revisões ao valor da dívida posteriores ao momento da definição dos limites; e (v) o impacto da reavaliação da dívida às "taxas de câmbio do Programa" (aplicáveis a 5 de maio de 2011).

Gráfico 3.3

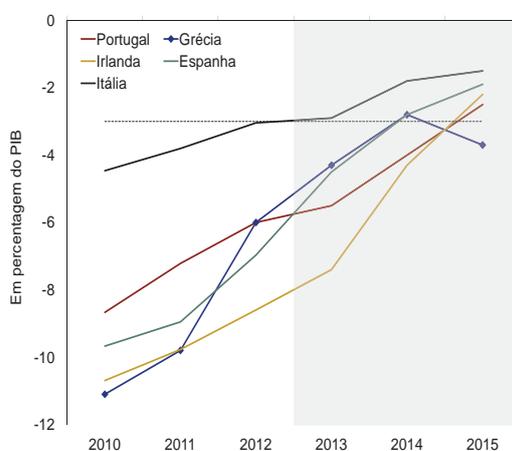
CARGA FISCAL<sup>(a)</sup> E DESPESA PRIMÁRIA<sup>(b)</sup>  
ESTRUTURAIS: 1995-2012

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 e de fatores especiais ("Caixa 3.1 Medidas temporárias e fatores especiais com efeitos na execução orçamental de 2012", deste Relatório).

Gráfico 3.4

PROJEÇÕES PARA O SALDO ORÇAMENTAL



Fontes: Espanha – "Biannual Budget Plan 2013-2014"; Grécia – "Medium term fiscal strategy 2013-2016"; Itália - Atualização do Programa de Estabilidade; Irlanda – Atualização do Programa de Estabilidade; Portugal – Ministério das Finanças.

Notas: No caso de Portugal, a execução no período de 2010 a 2012 encontra-se corrigida do impacto de medidas temporárias e de outros fatores especiais, de acordo com as estimativas do Banco de Portugal. Nos casos de Espanha e da Irlanda, os valores encontram-se corrigidos do impacto de medidas de assistência ao sistema financeiro.

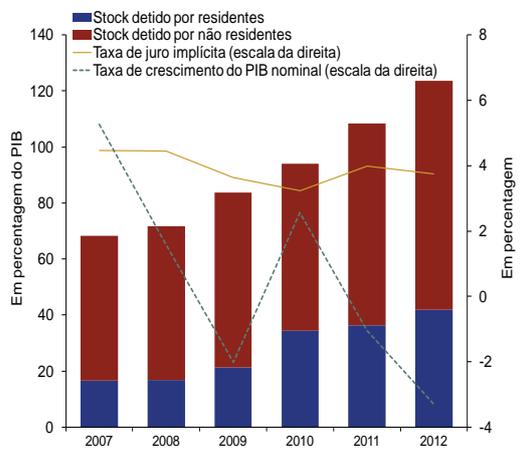
### ***O aumento do stock de dívida pública traduziu-se num crescimento não negligenciável dos encargos com juros, não obstante a redução registada pela taxa de juro implícita***

Em 2012, os encargos com os juros da dívida pública registaram um aumento de 4.7 por cento, de acordo com a definição adotada no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos, o que representa uma marcada desaceleração face ao crescimento observado no ano anterior (43.1 por cento). O stock da dívida pública continuou a registar um aumento muito significativo. Este aumento é sobretudo evidente na parte detida por não residentes, refletindo o financiamento recebido no âmbito do Programa. A desaceleração da despesa em juros terá, assim, decorrido essencialmente da redução da taxa de juro implícita da dívida pública<sup>6</sup>, de 4.0 por cento, em 2011, para 3.7 por cento, em 2012 (Gráfico 3.5). Esta evolução beneficiou da colocação de Bilhetes do Tesouro em mercado primário a taxas que foram diminuindo ao longo do ano, bem como de os empréstimos obtidos com taxa relativamente mais baixa no contexto do Programa terem constituído a principal fonte de financiamento de longo prazo da República Portuguesa (Gráfico 3.6). Com efeito, no conjunto de 2012, os encargos com juros associados aos empréstimos do Programa representam cerca de 20 por cento do total de encargos com juros da dívida pública, tendo associada uma taxa de juro anual equivalente de 2.6 por cento. Este valor representa uma diminuição face à taxa de juro calculada para os montantes recebidos no decurso do ano anterior, para a qual terá contribuído a eliminação, em meados de 2011, das margens financeiras dos empréstimos concedidos pelo Fundo Europeu de Estabilidade Financeira e pelo Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira.

<sup>6</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 ano e do ano anterior.

Gráfico 3.5

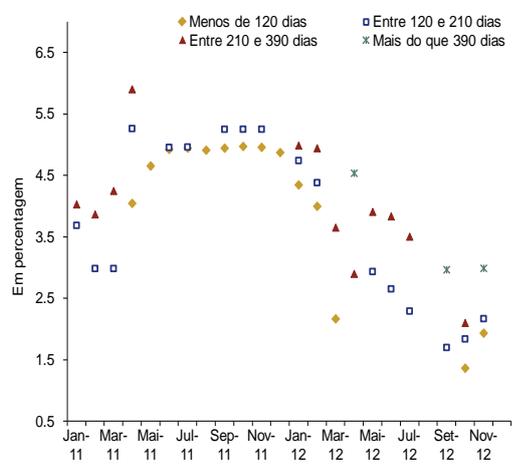
DÍVIDA PÚBLICA EM PORCENTAGEM DO PIB, TAXA DE JURO IMPLÍCITA DA DÍVIDA PÚBLICA E TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB NOMINAL



Fonte: Banco de Portugal.  
 Nota: A taxa de juro implícita da dívida pública corresponde ao rácio entre a despesa em juros do ano e a média do stock da dívida no final do próprio ano e do ano anterior.

Gráfico 3.6

TAXA DE JURO DE NOVAS EMISSÕES DE BILHETES DO TESOURO



Fonte: IGCP.

***O aumento do rácio da dívida pública esteve associado à evolução negativa da economia portuguesa, combinada com o crescimento da despesa com juros, mas reflete também o impacto de ajustamentos défice-dívida de magnitude significativa***

No final de 2012, o rácio da dívida pública bruta, compilada de acordo com a definição do Procedimento dos Défices Excessivos, atingiu 123.6 por cento do PIB. Face a 2011, o valor apurado corresponde a um aumento da dívida pública em 15.3 p.p. do PIB. Em termos acumulados, observou-se uma variação de 29.6 p.p. do PIB nos dois primeiros anos de vigência do Programa (Quadro 3.1).

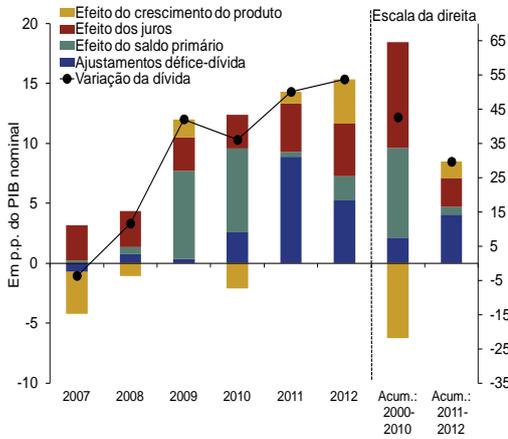
A evolução negativa da atividade económica deu um forte contributo no sentido do aumento do rácio da dívida pública em 2011 e 2012, com um impacto de 4.7 p.p. do PIB no conjunto dos dois anos (Gráfico 3.7). Este efeito foi ampliado pelo aumento significativo dos encargos com os juros da dívida (8.4 p.p. do PIB, no mesmo período). Numa menor medida, a existência de défices primários, em particular em 2012, explica ainda uma parte desta variação (2.4 p.p. do PIB, no conjunto dos dois anos). É de destacar ainda a grande magnitude dos ajustamentos défice-dívida, quer em 2011 (8.9 por cento do PIB), quer em 2012 (5.2 por cento do PIB), associados a uma expressiva acumulação dos ativos das administrações públicas (sobretudo de depósitos e títulos excluindo ações) ("Caixa 3.3 Os ajustamentos défice-dívida no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira", deste Relatório).

***Portugal destacou-se em 2012 no quadro da área do euro por evidenciar um grau de restritividade da política orçamental particularmente elevado***

A variação do saldo orçamental nos Estados-membros participantes na área do euro em 2012 teve subjacente, em 12 dos 17 países, a implementação de políticas orçamentais de orientação restritiva e pró-cíclica (Gráfico 3.8). Contudo, a intensidade do esforço de consolidação diferiu substancialmente, sendo de sublinhar, no conjunto da área do euro, o aumento acentuado (superior a 2 p.p.) do saldo primário estrutural que ocorreu em Portugal, em Itália, em Espanha, na Grécia e na Eslovénia. A seguir à Grécia, Portugal destaca-se ainda por ter apresentado, em 2012, a variação negativa mais significativa do hiato do produto.

Gráfico 3.7

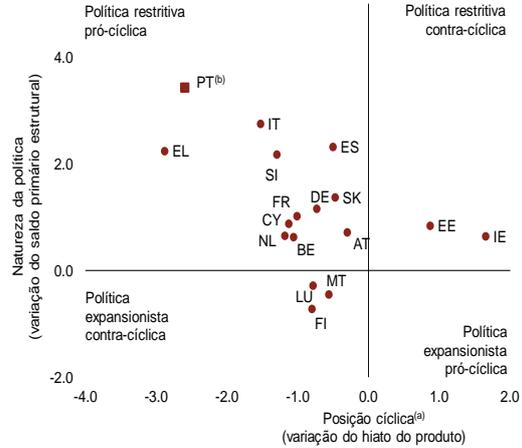
CONTRIBUTOS PARA A VARIAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 3.8

POLÍTICA ORÇAMENTAL E POSIÇÃO CÍCLICA NA ÁREA DO EURO EM 2012



Fontes: Comissão Europeia e Banco de Portugal.

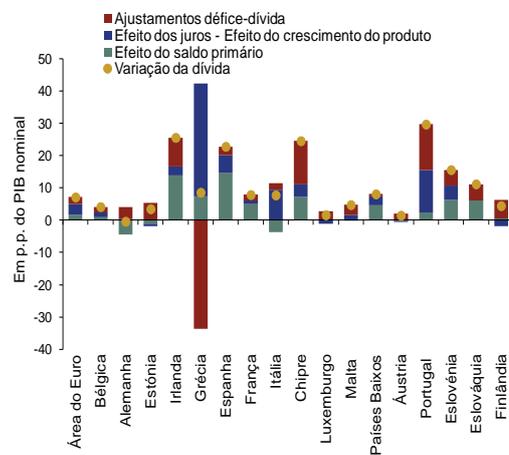
Notas: (a) Hiato do produto medido de acordo com os cálculos da Comissão Europeia, exceto para Portugal, em que é apresentado o valor apurado pelo Banco de Portugal. (b) Tendo em conta a metodologia do Eurosistema e corrigindo a variação do saldo primário estrutural de fatores especiais.

**Contudo, à semelhança do que se verifica na generalidade dos países da área do euro, o endividamento público manteve-se em níveis muito elevados**

O rácio da dívida pública na área do euro manteve em 2012 uma tendência de crescimento, atingindo 92.7 por cento do PIB no final desse ano. Entre o final de 2010 e de 2012, o rácio da dívida pública no PIB na área do euro aumentou 7.1 p.p.. Para o aumento deste rácio contribuiu principalmente o diferencial entre o efeito dos juros e do crescimento económico (3.3 p.p.), sendo igualmente significativos os ajustamentos défice-dívida (2.1 p.p.) e o défice primário acumulado em 2011 e 2012 (1.7 p.p.). Contudo, o contributo relativo destas componentes foi muito diferenciado entre os países analisados (Gráfico 3.9). No que concerne aos efeitos dos ajustamentos défice-dívida, estes tiveram um impacto positivo muito significativo em Chipre, em Portugal e na Irlanda. Por seu turno, os ajustamentos défice-dívida contribuíram para reduzir o rácio da dívida pública no PIB na Grécia, na medida em que incluem a redução do peso da dívida pública no PIB resultante da participação do setor privado na reestruturação da dívida. Relativamente aos efeitos do diferencial entre o impacto dos juros e do crescimento do PIB, estes tiveram um impacto muito significativo na Grécia, em Portugal e na Itália. A dimensão do défice primário acumulado nestes dois anos teve um efeito particularmente expressivo na variação do rácio da dívida pública em percentagem do PIB na Irlanda e em Espanha.

Gráfico 3.9

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO ACUMULADA DO RÁCIO DA DÍVIDA PÚBLICA NA ÁREA DO EURO: 2011 E 2012



Fonte: Comissão Europeia.



### CAIXA 3.1 | MEDIDAS TEMPORÁRIAS E FATORES ESPECIAIS COM EFEITOS NA EXECUÇÃO ORÇAMENTAL DE 2012

Os desenvolvimentos orçamentais dos últimos anos foram influenciados pelo impacto de medidas temporárias e fatores especiais de magnitude significativa. O quadro 1 apresenta uma listagem detalhada das medidas temporárias e fatores especiais no período 2010-2012, quantificando os respetivos efeitos no saldo orçamental. A análise realizada na presente caixa centra-se nas medidas e fatores que afetam as contas nacionais das administrações públicas em 2012<sup>1</sup>.

De acordo com a definição utilizada no âmbito do Eurosistema, em 2012 foram implementadas quatro medidas temporárias, com um efeito conjunto no saldo orçamental de 0.6 por cento do PIB. Com impacto positivo na receita corrente, destaca-se o efeito remanescente da aplicação da sobretaxa extraordinária de 50 por cento sobre a fração do subsídio de Natal que excedesse o salário mínimo nacional<sup>2</sup>, que gerou um aumento não permanente da receita fiscal em 2012 (correspondente a 0.1 por cento do PIB). Adicionalmente, a rubrica de impostos de capital foi positivamente afetada pela coleta extraordinária obtida no âmbito do terceiro Regime Especial de Regularização Tributária, cujo impacto corresponde a 0.2 por cento do PIB. Foi ainda classificada como medida temporária a transferência para as administrações públicas dos ativos afetos ao fundo de pensões do Banco Português de Negócios (BPN), num montante de 0.1 por cento do PIB, registada na receita de capital. Finalmente, considerou-se como medida temporária a venda de licenças de telefonia móvel de quarta geração, cuja receita (0.2 por cento do PIB) é, de acordo com as normas da contabilidade nacional, registada com sinal negativo na despesa de capital.

Para além das medidas temporárias acima referidas, existe um conjunto de fatores especiais que correspondem a 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. Foram considerados fatores especiais com efeito no saldo orçamental das administrações públicas de 2012 em contabilidade nacional três transações que aumentaram a despesa de capital. Estas operações incluem a reclassificação como transferências de capital das administrações públicas dos aumentos de capital na Sagestamo, SGPS, S.A. e na Caixa Geral de Depósitos (cada um num montante correspondente a 0.5 por cento do PIB)<sup>3</sup> e a revisão em alta (em 0.1 por cento do PIB) do valor das imparidades do BPN registadas no balanço dos veículos de titularização incluídos no perímetro de consolidação das administrações públicas.

**1** Para uma descrição das medidas temporárias e fatores especiais relativas a 2010 e 2011, ver os Relatórios Anuais do Banco de Portugal de 2010 e 2011.

**2** Em sede de liquidação do IRS, esta sobretaxa foi calculada como 3.5% do rendimento coletável anual, deduzido do salário mínimo.

**3** A operação relativa à Sagestamo, SGPS diz respeito a suprimentos que foram concedidos pela PARPÚBLICA, SGPS em 2010. Por terem sido transformados em aumentos de capital em 2012, estes montantes foram registados como transferência de capital das administrações públicas, tendo, portanto, impacto no saldo orçamental deste ano.

## Quadro 1

## IMPACTO ORÇAMENTAL DE MEDIDAS TEMPORÁRIAS E FATORES ESPECIAIS | EM PORCENTAGEM DO PIB

	2010	2011	2012
<b>Medidas temporárias (A)</b>	<b>1.7</b>	<b>3.9</b>	<b>0.6</b>
Transferência de ativos de fundos de pensões	1.6	3.5	0.1
Atribuição de concessões	0.1	-	-
Imposto extraordinário sobre o subsídio de Natal	-	0.5	0.1
Regimes Extraordinários de Regularização Tributária	0.1	-	0.2
Venda de licenças 4G	-	-	0.2
<b>Fatores especiais (B)</b>	<b>2.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</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	0.1
Efeito BPP <sup>(b)</sup>	0.3	-	-
Efeito Madeira	0.6	0.5	-
Reclassificação da Via Madeira	-	0.2	-
Execução de garantias da SESARAM	-	0.2	-
Dívidas do Governo Regional	0.6	0.1	-
Recapitalização do fundo de apoio ao sistema de pagamentos do SNS	-	0.3	-
Aumentos de capital reclassificados	-	-	0.9
CGD	-	-	0.5
Sagestamo	-	-	0.5
<b>Impacto no saldo orçamental: (C) = (A) - (B)</b>	<b>-1.1</b>	<b>2.7</b>	<b>-0.4</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. Em 2012, o impacto reportado refere-se à revisão em alta do valor das imparidades assumidas em 2010. (b) O "Efeito BPP" diz respeito à execução de uma garantia concedida pelo Estado ao Banco Privado Português.

## CAIXA 3.2 | COMPOSIÇÃO DO AJUSTAMENTO ORÇAMENTAL ESTRUTURAL EM PORTUGAL NO CONTEXTO DO PROGRAMA DE ASSISTÊNCIA ECONÓMICA E FINANCEIRA

O objetivo desta caixa é avaliar a evolução das principais categorias de receita e despesa, tendo por base o referencial teórico da abordagem desagregada utilizada no contexto do Sistema Europeu de Bancos Centrais<sup>1</sup>. Com efeito, a referida metodologia permite quantificar o impacto de diferentes determinantes na evolução das principais rubricas orçamentais. Este instrumento analítico contribui para uma maior transparência, na medida em que possibilita que a análise dos desenvolvimentos orçamentais se centre na evolução estrutural das diferentes rubricas<sup>2</sup>, excluindo os efeitos transitórios do ciclo económico e de medidas temporárias.

No que concerne ao ajustamento cíclico, importa referir que cada rubrica da receita e da despesa que se admite ser influenciada pelo ciclo económico é corrigida individualmente a partir da aplicação de uma elasticidade constante ao desvio da respetiva base macroeconómica, definida em termos reais, face à sua tendência<sup>3</sup>. Esta metodologia permite, assim, que sejam tidos em conta os efeitos da composição do crescimento económico. De referir ainda que, do lado da despesa, se admite que apenas os subsídios de desemprego são influenciados pelo enquadramento macroeconómico e que relativamente às medidas temporárias e fatores especiais, se considera que estas correspondem aos valores utilizados na análise de finanças públicas desenvolvida pelo Banco de Portugal. Por último, refira-se que os níveis estruturais das diferentes categorias da receita e da despesa são expressos em percentagem do PIB nominal tendencial<sup>4</sup>, em vez do PIB nominal, para assegurar consistência com os valores ajustados do ciclo constantes do numerador.

Em suma, a análise efetuada nesta caixa aponta para que o ajustamento orçamental estrutural no conjunto de 2011 e 2012 tenha decorrido principalmente de uma redução da despesa e, em menor grau, de um aumento da receita. De facto, apesar de neste período terem sido introduzidas medidas fiscais, especialmente concentradas na tributação indireta, com impacto estimado bastante significativo, em 2012 as medidas implementadas não tiveram os efeitos inicialmente estimados. De referir, ainda, que as principais rubricas da receita tiveram associada em 2011 e 2012 uma evolução especialmente penalizadora das respetivas componentes cíclicas, com impacto significativo na receita fiscal efetiva, o que aumenta a discrepância entre a análise efetiva e estrutural dos desenvolvimentos orçamentais. No que respeita às determinantes da diminuição estrutural da despesa primária, é de salientar que esta redução foi generalizada às principais rubricas da despesa, com exceção da despesa em pensões. Contudo, uma parte relevante das medidas legislativas que em 2012 contribuíram para este decréscimo apresenta um carácter reversível, na sequência das decisões do Tribunal Constitucional.

### Evolução estrutural das principais componentes da receita em 2011 e 2012

A evolução recente da receita tem sido marcada pela introdução de um conjunto de medidas de política fiscal de carácter estrutural cujo impacto esperado na receita era à partida muito significativo. De acordo com as estimativas oficiais, no conjunto dos anos de 2011 e 2012 este impacto (designado no quadro 1

<sup>1</sup> 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*.

<sup>2</sup> O nível estrutural de determinada rubrica orçamental é equivalente ao nível observado deduzido da componente cíclica e corrigido do efeito da aplicação de medidas legislativas e efeitos de carácter temporário.

<sup>3</sup> Ver Bouthevillain *et al.* (2001), "Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach", *ECB working paper series no. 77*.

<sup>4</sup> Definido como o produto do deflator do PIB pelo PIB real tendencial, estimado através da aplicação do filtro Hodrick-Prescott com um parâmetro de alisamento ( $\lambda$ ) igual a 30.

por alterações na legislação) ascenderia a 3.6 pontos percentuais (p.p.) do PIB tendencial, sendo 2.0 p.p. respeitantes aos efeitos no ano de 2012 (ver Quadro 1). Contudo, depois de em 2011 se ter assistido a um aumento muito significativo da carga fiscal estrutural em percentagem do PIB tendencial (1.6 p.p.),

### Quadro 1

#### VARIAÇÃO NAS RECEITAS E DESPESAS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS, AJUSTADAS DOS EFEITOS DO CICLO ECONÓMICO, DE MEDIDAS TEMPORÁRIAS E DE FATORES ESPECIAIS | EM PONTOS PERCENTUAIS DO PIB TENDENCIAL

	2011	2012	Acum.: 2011-2012
<b>Receita total</b>	<b>1.7</b>	<b>0.3</b>	<b>2.0</b>
<b>Impostos sobre o rendimento das famílias</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.6</b>
Impacto da elasticidade orçamental	-0.1	0.0	-0.1
Discrepância entre a base macroeconómica e o PIB	0.0	-0.1	-0.1
Alterações na legislação	0.3	0.4	0.8
Resíduo	0.1	-0.1	0.0
<b>Impostos sobre o rendimento das empresas</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.2</b>
Impacto da elasticidade orçamental	0.0	0.0	0.0
Discrepância entre a base macroeconómica e o PIB	0.0	0.1	0.1
Alterações na legislação	0.1	0.2	0.3
Resíduo	0.3	-0.5	-0.2
<b>Imposto sobre o valor acrescentado (IVA)</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>1.3</b>
Impacto da elasticidade orçamental	0.0	0.0	0.0
Discrepância entre a base macroeconómica e o PIB	0.2	0.1	0.3
Alterações na legislação	1.0	1.2	2.2
Resíduo	-0.4	-0.8	-1.2
<b>Outros impostos sobre a produção e a importação</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>
Impacto da elasticidade orçamental	0.0	0.0	0.0
Discrepância entre a base macroeconómica e o PIB	0.0	0.0	0.0
Alterações na legislação	0.1	0.1	0.2
Resíduo	-0.1	-0.2	-0.3
<b>Contribuições sociais</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.6</b>
Impacto da elasticidade orçamental	0.0	0.0	0.0
Discrepância entre a base macroeconómica e o PIB	0.2	0.1	0.2
Alterações na legislação	0.1	0.0	0.1
Resíduo	-0.3	-0.7	-0.9
Memo item: incluídos na despesa <sup>(a)</sup>	-0.4	-0.5	-0.9
<b>Total de impostos e contribuições sociais</b>	<b>1.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.5</b>
Impacto da elasticidade orçamental	-0.1	0.0	-0.1
Discrepância entre a base macroeconómica e o PIB	0.4	0.1	0.6
Alterações na legislação	1.6	2.0	3.6
Resíduo	-0.4	-2.3	-2.6
Memo item: incluídos na despesa <sup>(a)</sup>	-0.4	-0.5	-0.9
<b>Outras receitas<sup>(b)</sup></b>	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
das quais relativas à União Europeia	-0.4	0.2	-0.2
<b>Despesa primária</b>	<b>-2.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>-5.3</b>
<b>Despesa corrente primária</b>	<b>-1.3</b>	<b>-2.5</b>	<b>-3.8</b>
<b>Pagamentos sociais</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>
dos quais: Despesa com pensões	0.5	0.0	0.5
Subsídios de desemprego	0.0	0.1	0.2
Prestações sociais em espécie	-0.3	-0.1	-0.4
<b>Despesas com pessoal</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.8</b>
<b>Consumo intermédio</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.3</b>
<b>Subsídios</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>
<b>Outra despesa corrente</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.4</b>
<b>Despesa de capital</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.7</b>	<b>-1.5</b>
<b>Investimento</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.5</b>	<b>-1.2</b>
<b>Outra despesa de capital</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>

Fonte: Banco de Portugal.

Notas: (a) Parte do resíduo das contribuições sociais relacionado com as contribuições sociais efectivas do regime dos funcionários públicos e com as contribuições imputadas, ambas registadas nas despesas com pessoal do lado da despesa. (b) Inclui as outras receitas correntes, as vendas e as receitas de capital.

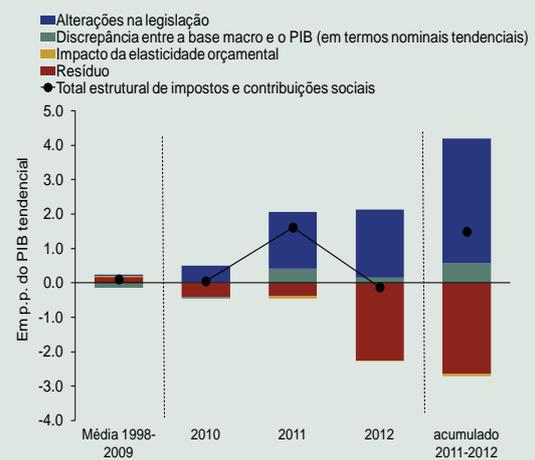
o ano de 2012 caracterizou-se por uma quase estabilização deste agregado (-0.1 p.p.). No conjunto dos dois anos, as medidas legislativas de carácter permanente concentraram-se na tributação indireta, sobre a qual incidiam cerca de 2/3 do total de medidas. Nesse mesmo período, a tributação direta sobre o rendimento de famílias e empresas teve um aumento estrutural de 0.8 p.p. do PIB tendencial, enquanto a tributação indireta aumentou 1.3 p.p..

A decomposição da evolução do peso do **total de impostos e contribuições sociais** no PIB tendencial é apresentada no gráfico 1. Centrando a análise nos desenvolvimentos orçamentais de 2012<sup>5</sup>, do conjunto muito significativo de medidas orçamentais estruturais que afetaram este agregado importa destacar o efeito importante da alteração das tabelas do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA), que explica cerca de metade deste efeito (1.0 p.p.). Contudo, o impacto da aplicação destas medidas foi contrariado por uma variação da receita não explicada pelos fatores habituais (-1.8 p.p.)<sup>6</sup>. Este resíduo poderá advir, em parte, da combinação da limitação desta abordagem na captação de efeitos cíclicos não lineares, que poderão emergir em contextos específicos como o atual, e da eventual sobrestimação do impacto positivo das alterações na legislação. De referir, ainda, que a discrepância entre as taxas de variação nominais tendenciais das bases macroeconómicas e do PIB teve um contributo apenas ligeiramente positivo para a evolução da receita fiscal em 2012. O gráfico 2 apresenta o impacto de diferentes determinantes na evolução da receita estrutural dos principais impostos e das contribuições sociais em rácio do PIB tendencial em 2012.

Em 2012, a receita dos **impostos sobre o rendimento das famílias** apresentou, em termos efetivos, uma queda de 6.6 por cento, explicada em parte pelo comportamento pró-cíclico e muito negativo da massa salarial do setor privado, utilizada como base macroeconómica deste imposto. Em termos estruturais, as receitas destes impostos aumentaram 3.2 por cento (correspondente a 0.2 p.p. do PIB tendencial), encontrando-se corrigidas de medidas temporárias de efeito mais significativo em 2011 (0.5

Gráfico 1

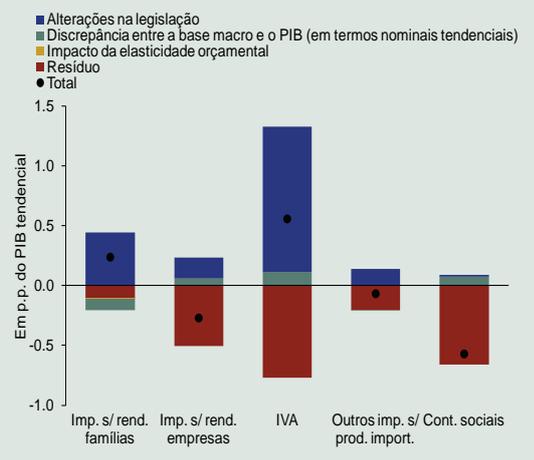
**CONTRIBUTOS PARA A VARIÇÃO ESTRUTURAL DO TOTAL DE IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS<sup>(a)</sup>**



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

Gráfico 2

**CONTRIBUTOS PARA A VARIÇÃO ESTRUTURAL DOS IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS EM 2012<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) e Braz, C. (2006).

5 Para uma análise detalhada dos desenvolvimentos orçamentais em 2011, ver "Capítulo 3 Política e Situação Orçamental", Banco de Portugal, *Relatório Anual – 2011*.

6 O resíduo do total de impostos e contribuições sociais ascende a -2.3 p.p. do PIB tendencial, mas uma parte (-0.5 p.p.) é explicada pela diminuição das contribuições associadas ao regime dos funcionários públicos, consideradas como não tendo efeito cíclico na metodologia adotada.

p.p.) do que em 2012 (0.1 p.p.) (ver "Caixa 3.1 *Medidas temporárias e fatores especiais com efeitos na execução orçamental de 2012*", deste Relatório). Relativamente a alterações legislativas introduzidas em sede de IRS com impacto estrutural na receita, estima-se um efeito de 0.4 p.p. do PIB tendencial (após 0.3 p.p. em 2011), decorrente essencialmente da introdução de limites globais para as deduções à coleta e benefícios fiscais nos dois escalões de rendimento mais elevados e da convergência total da dedução específica dos rendimentos de pensões para a dos rendimentos do trabalho dependente. Por fim, a componente residual não terá assumido um valor mais negativo dado o aumento da receita associada a taxas liberatórias e a redução do montante de reembolsos. O acréscimo da receita estrutural do imposto sobre o rendimento das famílias em 2012, acima quantificado, deve ser enquadrado na evolução já observada em 2011. Com efeito, a evolução estrutural deste agregado em 2011 e 2012 foi de magnitude semelhante, registando-se um aumento acumulado de 0.6 p.p. do PIB tendencial.

Nos dois primeiros anos de vigência do Programa, a receita estrutural dos **impostos sobre o rendimento das empresas** em percentagem do PIB tendencial aumentou apenas 0.2 p.p., tendo o aumento muito significativo verificado em 2011 (0.5 p.p.) sido parcialmente revertido em 2012. De facto em 2012, a receita estrutural de IRC apresentou uma redução bastante acentuada (-8.8 por cento), que foi, no entanto, menos expressiva do que a verificada em termos efetivos (-16.0 por cento). A componente cíclica deste imposto, para o qual a base macroeconómica considerada é o PIB privado, diminuiu 0.3 p.p.. Apesar da introdução de medidas de política fiscal com um impacto positivo estimado de 0.2 p.p. do PIB tendencial em sede de IRC, das quais se destacam a criação de uma sobre-taxa sobre os lucros, a eliminação de isenções e taxas reduzidas e a introdução de limitações à dedução de prejuízos fiscais, a receita estrutural deste imposto reduziu-se em 0.3 p.p. em 2012. A componente residual assumiu um valor muito significativo, que se sobrepôs ao efeito na receita deste imposto das referidas medidas legislativas. A dimensão deste resíduo pode advir do facto de a base macroeconómica utilizada não captar adequadamente o comportamento dos lucros tributáveis e do significativo aumento dos reembolsos.

A receita do **IVA** em 2012 aumentou 6.2 por cento em termos estruturais, enquanto em termos efetivos registou uma quebra de 1.3 por cento. A componente cíclica deste imposto reduziu-se em 2012 em 0.6 p.p. do PIB, refletindo a contração do consumo privado e originando uma discrepância significativa entre a evolução estrutural e efetiva deste agregado. À semelhança do que aconteceu em 2011, a evolução estrutural positiva da coleta deste imposto decorreu da aplicação de um conjunto de medidas legislativas com impacto inicial estimado muito significativo (1.2 p.p. do PIB tendencial). Com efeito, para além da referida reestruturação das listas do imposto no sentido do aumento da tributação sobre bens e serviços anteriormente tributados às taxas reduzida e intermédia (com destaque para a alteração da taxa de IVA aplicada aos serviços de restauração que passou de 13 para 23 por cento), com efeitos a partir de janeiro de 2012, a coleta deste imposto refletiu ainda o efeito remanescente do aumento da taxa de IVA sobre a eletricidade e o gás natural de 6 para 23 por cento, que entrou em vigor em outubro de 2011. De realçar o resíduo negativo muito expressivo observado na decomposição da evolução estrutural desta rubrica (-0.8 p.p.) que poderá decorrer da combinação de efeitos não lineares que dificultam a medição adequada dos efeitos cíclicos e da elevada incerteza associada à previsão dos efeitos das alterações legislativas que poderá ter conduzido à sobrestimação *ex-ante* dos efeitos das medidas introduzidas.

A receita estrutural dos **restantes impostos sobre a produção e a importação** apresentou um decréscimo de 2.0 por cento em 2012, após um aumento de 0.8 por cento em 2011. A evolução estrutural desta rubrica em 2012 resultou de uma quebra de 7.2 por cento na receita efetiva e de uma variação negativa da componente cíclica (-0.3 p.p. do PIB). De referir que as alterações legislativas que visaram este conjunto de impostos ascenderam a 0.1 p.p. do PIB tendencial. Mais especificamente, a receita do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos diminuiu, em termos efetivos, 8.2 por cento na medida em que o efeito da queda no consumo de combustíveis, visível nas reduções expressivas do volume de vendas de gasolina (-9.4 por cento) e de gasóleo (-9.2 por cento), foi atenuado pela aplicação do imposto especial sobre a energia. Relativamente ao Imposto sobre Veículos (ISV) não se registaram alterações legislativas com impacto relevante, tendo a receita efetiva deste imposto apresentado uma redução muito signifi-

cativa (-42.2 por cento), num contexto de queda do número de veículos vendidos (-37.8 por cento no caso dos automóveis ligeiros de passageiros, que representam cerca de 80% da receita do ISV). Apesar das alterações legislativas introduzidas em sede de Imposto sobre o Tabaco, registou-se, em 2012, uma redução na coleta deste imposto em -6.5 por cento. Pelo contrário, as alterações introduzidas à tributação dos imóveis, nomeadamente a redução substancial das isenções em sede de Imposto Municipal sobre Imóveis, permitiram um aumento de 8.3 por cento na respetiva coleta. Adicionalmente, as receitas do Imposto de Selo e do Imposto Municipal sobre as Transmissões de Imóveis mantiveram a tendência de quebra verificada em anos anteriores, apresentando taxas de variação de, respetivamente, -8.4 e -18.0 por cento.

Após uma quase estabilização em 2011, a receita de **contribuições sociais** diminuiu, em termos estruturais, 5.4 por cento em 2012 (-0.6 em p.p. do PIB tendencial), tendo a receita efetiva recuado 8.1 por cento. Esta evolução negativa foi especialmente visível no caso das contribuições imputadas que apresentaram uma contração de 14.4 por cento, acompanhando a redução da massa salarial do setor público<sup>7</sup>. As contribuições efetivas, cuja evolução foi afetada pela referida redução na massa salarial do setor público e pela contração da massa salarial do setor privado, registaram também uma redução, embora menos expressiva (-6.2 por cento). Em termos de medidas legislativas apenas se destaca o efeito desfasado da implementação do novo código contributivo da Segurança Social, com algum impacto na receita de contribuições. Relativamente à componente residual, esta foi essencialmente determinada pelo efeito indireto da medida de suspensão do pagamento de subsídios aos funcionários públicos, tal como explicitado na nota 6.

A **receita de capital** apresentou em 2012 uma quebra muito significativa em termos efetivos (-71.6 por cento) que foi, no entanto, fundamentalmente determinada pela implementação de medidas temporárias no ano anterior, com um efeito base muito significativo. Corrigindo a variação efetiva da receita de capital destes efeitos, obtém-se uma variação estrutural de 7.4 por cento, e um ligeiro aumento do peso desta rubrica no PIB tendencial (0.1 p.p.), que advém, essencialmente, de um aumento de 16.1 por cento das transferências de capital da União Europeia que têm como destinatários finais entidades das administrações públicas. Face ao verificado em 2010, a receita de capital diminuiu, em termos estruturais, 10.2 por cento.

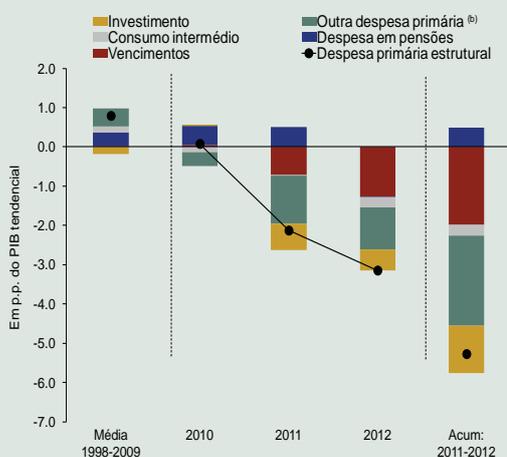
### **Evolução estrutural das principais componentes da despesa primária em 2011 e 2012**

Nos dois primeiros anos de vigência do Programa, a **despesa corrente primária** estrutural diminuiu em 3.8 p.p. do PIB tendencial, dos quais 2.5 p.p. foram registados em 2012 (Gráfico 3). Esta evolução decorre essencialmente da redução das despesas com pessoal, da diminuição do consumo intermédio e da contração da despesa com prestações sociais em espécie.

De facto, depois de em 2011 as despesas com pessoal terem diminuído significativamente, refletindo em larga medida um corte médio de 5 por cento nos salários dos funcionários do setor público, em 2012 esta rubrica voltou a registar uma redução (Gráfico 4). Para esta evolução contribuiu de forma determinante a suspensão em 2012 do pagamento de subsídios de férias e de Natal a funcionários públicos com salários acima de 1.100 euros mensais (tendo sido aplicados cortes progressivos no caso dos funcionários com salários entre 600 e 1.100 euros). No conjunto dos dois anos, importa referir que a diminuição em 2.0 p.p. do PIB tendencial da despesa com vencimentos esteve também influenciada por uma acentuada redução do número de funcionários (aproximadamente de 8 por cento).

<sup>7</sup> O registo em contabilidade nacional das contribuições patronais relativas a trabalhadores das administrações públicas que são subscritores da Caixa Geral de Aposentações é efetuado na rubrica de contribuições imputadas através da aplicação da taxa de 28.43 por cento aos vencimentos destes trabalhadores.

Gráfico 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.

Gráfico 4

## DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DOS VENCIMENTOS DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) Incluem-se nesta categoria a estimativa do Banco de Portugal para os impactos decorrentes do corte salarial aplicado sobre os vencimentos da função pública em 2011 (5 por cento, em termos médios) e da suspensão dos subsídios de férias e de Natal a parte dos funcionários públicos em 2012.

A suspensão do pagamento de subsídios de férias e de Natal a parte dos pensionistas, em moldes semelhantes aos aplicáveis aos funcionários públicos, gerou uma poupança equivalente a 0.8 por cento do PIB no que se refere à despesa com pensões. Contudo, esta poupança foi parcialmente compensada por um acréscimo da despesa associada ao pagamento de pensões aos pensionistas do setor bancário abrangidos pelo respetivo regime substitutivo, na sequência da assunção destas responsabilidades pela Segurança Social como contrapartida da transferência, em 2011, dos ativos afetos aos fundos de pensões de um conjunto de instituições financeiras. Adicionalmente, o crescimento do número de pensionistas e o aumento da pensão média contribuíram igualmente para um aumento destes encargos. Deste modo, a despesa com pensões registou em 2012 uma variação apenas ligeiramente negativa, permanecendo virtualmente inalterada em rácio do PIB tendencial (Gráfico 3). Não obstante, a despesa com transferências sociais em dinheiro registou no seu conjunto uma ligeira aceleração face a 2011, o que decorreu, em larga medida, do acentuado aumento da despesa com o pagamento de subsídios de desemprego. Com efeito, depois de em 2011 se ter registado uma diminuição desta despesa, em 2012, verificou-se um crescimento de 23.3 por cento, associado à evolução da respetiva componente cíclica<sup>8</sup>.

Adicionalmente, a implementação de diversas medidas com efeitos na área da saúde (nomeadamente, no que se refere às comparticipações e preços de medicamentos) contribuíram para uma redução da despesa com prestações sociais em espécie, reforçada por uma diminuição dos pagamentos de serviços a hospitais-empresa. É ainda de destacar a evolução negativa da despesa com consumos intermédios que,

<sup>8</sup> A despesa com o pagamento de subsídios de desemprego ajustada dos efeitos do ciclo económico registou em 2012 um crescimento de 9.3 por cento, aumentando ligeiramente em rácio do PIB tendencial. A diferença face ao crescimento efetivo da rubrica está associada à variação positiva da respetiva componente cíclica, que reflete o facto de o número de desempregados subsidiados ter registado um aumento mais acentuado do que a respetiva tendência. Note-se que, em média, em 2012, o número de desempregados subsidiados aumentou 24.4 por cento face ao ano anterior.

embora parcialmente explicada por esforços de racionalização de âmbito transversal, reflete também uma forte contenção de gastos no último trimestre de 2012. Refira-se, ainda, a redução registada pelas transferências correntes para as empresas, associada a um decréscimo das indemnizações compensatórias pagas a empresas públicas classificadas fora do setor das administrações públicas e a uma diminuição dos encargos com bonificações de juros à habitação.

Em 2011 e 2012, a **despesa de capital** das administrações públicas registou uma queda muito significativa em termos estruturais. Em particular, depois ter decrescido 22.0 por cento no ano anterior, esta rubrica da despesa diminuiu 23.5 por cento em 2012, o que se traduz numa variação em -1.5 p.p. do PIB tendencial no cômputo dos dois anos. Esta evolução é explicada sobretudo pela queda do investimento público e, numa menor medida, pela redução das transferências de capital. Com efeito, em 2011 e 2012, a formação bruta de capital fixo no setor das administrações públicas registou uma diminuição acumulada de 1.2 p.p. do PIB tendencial (Gráfico 3). Em 2012, o investimento registou uma queda de 23.2 por cento em termos homólogos, refletindo no essencial o corte acentuado do investimento realizado por empresas classificadas no subsector dos Serviços e Fundos Autónomos, em particular no que se refere à Parque Escolar, EPE e à Rede Ferroviária Nacional – REFER, EPE. Relativamente às transferências de capital, estas registaram igualmente uma redução significativa, de 26.7 por cento que poderá ter estado associada à redução da comparticipação nacional em projetos financiados pela União Europeia.



### CAIXA 3.3 | OS AJUSTAMENTOS DÉFICE-DÍVIDA NO CONTEXTO DO PROGRAMA DE ASSISTÊNCIA ECONÓMICA E FINANCEIRA

A projeção para a evolução da dívida pública em rácio do PIB resultante do Programa inicial<sup>1</sup> assumia que a mesma atingiria um máximo de 106.8 por cento em 2013 e, a partir daí, iniciaria uma trajetória descendente (Gráfico 1). A projeção mais recente, divulgada no âmbito da sétima avaliação do Programa, incorpora o forte crescimento do *stock* da dívida registado em 2012 e admite que o rácio em relação ao PIB atinge o máximo em 2014, só baixando de 120 por cento do PIB depois de 2015. A revisão em alta da projeção para a evolução da dívida só parcialmente decorre da assunção de um cenário macroeconómico mais adverso do que o esperado em meados de 2011 e de um défice orçamental mais elevado. Com efeito, cerca de 3/4 da revisão é explicada pelo impacto adicional de ajustamentos défice-dívida<sup>2</sup>.

No final de 2010, o valor do rácio da dívida pública situava-se em 94.0 por cento do PIB, tendo atingido 123.6 por cento no final de 2012. Cerca de metade da variação acumulada do rácio da dívida em 2011 e 2012 é explicada pela elevada magnitude de ajustamentos défice-dívida de sinal positivo, implicando que a dívida pública tenha aumentado mais do que seria expetável dada a evolução do défice orçamental e do cenário macroeconómico. Em termos acumulados, o montante destes ajustamentos em 2011 e 2012 ascendeu a 14.1 por cento do PIB, refletindo o efeito de um conjunto de operações financeiras com uma composição bastante distinta nestes dois anos (Gráfico 2).

Em 2011, os ajustamentos défice-dívida (8.9 por cento do PIB) decorreram essencialmente de uma acentuada acumulação de ativos financeiros, associada a um aumento dos depósitos das administrações públicas (em 6.0 por cento do PIB). Para este acréscimo contribuíram de forma determinante os montantes recebidos em 2011 no âmbito do Programa e que não foram utilizados no próprio ano, bem como a transferência para as administrações públicas de cerca de metade dos ativos afetos a fundos de pensões de um conjunto de instituições financeiras. Note-se que a metade remanescente desta transferência para as administrações públicas (correspondente a 1.6 por cento do PIB) foi realizada apenas em 2012, encontrando-se no gráfico 2 inscrita na rubrica que inclui a variação de “outros ativos” e contribuindo, assim, para a explicação da variação da dívida de 2011.

Em 2012, a magnitude dos ajustamentos défice-dívida (5.2 por cento do PIB) foi igualmente explicada por uma acumulação dos ativos das administrações públicas, mas a sua composição difere da verificada no ano anterior. Em particular, neste ano, o crescimento dos ativos está maioritariamente associado a um aumento de títulos (excluindo ações) que diz respeito ao impacto da emissão de instrumentos de capital contingente (CoCo's) no âmbito dos processos de capitalização de um conjunto de bancos nacionais (3.1 por cento do PIB). Note-se ainda que, depois do elevado crescimento em 2011 dos depósitos das administrações públicas, em 2012 verificou-se uma acumulação adicional deste tipo de aplicações, ascendendo o respetivo *stock* a 11.6 por cento do PIB no final do ano<sup>3</sup>.

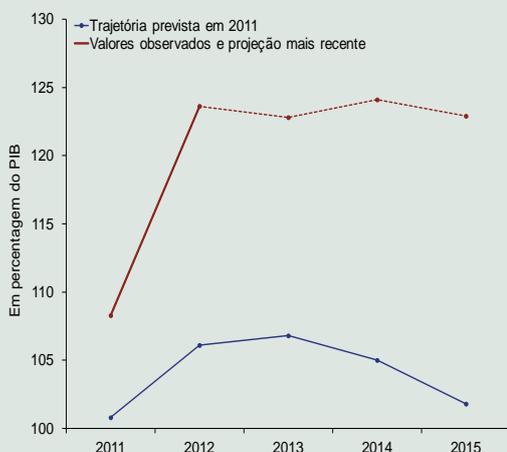
<sup>1</sup> Ver o Documento de Estratégia Orçamental, de agosto de 2011.

<sup>2</sup> Os ajustamentos défice-dívida explicam a diferença entre a capacidade (ou necessidade) de financiamento das administrações públicas (*i.e.*, o saldo orçamental) e a variação registada pelo *stock* de dívida pública. Estes ajustamentos são calculados como o total de transações em ativos financeiros líquido da variação de passivos excluídos da definição de dívida de Maastricht, refletindo ainda outros efeitos associados a variações de volume e de preço. Note-se que os passivos não incluídos na dívida de Maastricht, que é a definição relevante no âmbito do Procedimento dos Défices Excessivos, dizem essencialmente respeito a derivados e dívida comercial.

<sup>3</sup> Refira-se que este aumento do *stock* de depósitos das administrações públicas ocorreu não obstante uma parte do fundo de apoio à capitalização do sistema bancário ter sido utilizada em 2012 sob a forma de emissão de CoCo's e, como tal, ter passado a estar contabilizada na rubrica de “títulos e outras participações”. A evolução positiva do *stock* de depósitos deverá estar associada ao facto de o montante entretanto utilizado ter sido mais do que compensado pelo recebimento de novas tranches de financiamento do Programa no decurso do ano.

Gráfico 1

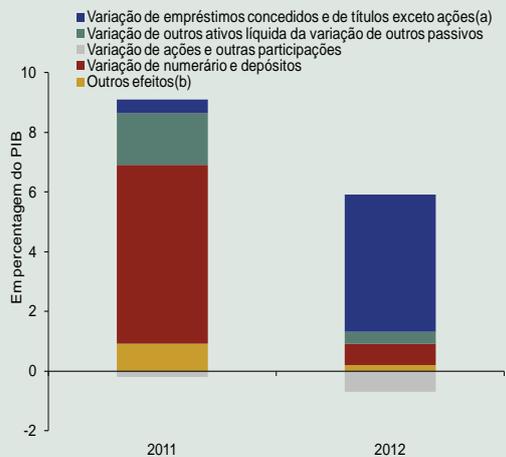
## TRAJETÓRIA DE EVOLUÇÃO PREVISTA PARA A DÍVIDA PÚBLICA



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

Gráfico 2

## DECOMPOSIÇÃO DOS AJUSTAMENTOS DÉFICE-DÍVIDA



Fonte: Banco de Portugal.

**Notas: (a)** A evolução da carteira de ações e participações das administrações públicas em 2012 não reflete os importantes processos de privatização levados a cabo ao longo do ano. Com efeito, no final de dezembro de 2012 a contrapartida pela receita arrecadada e entregue pela PARPÚBLICA ao Estado não tinha ainda sido registada nesta rubrica, pelo que os respetivos montantes se encontram inscritos na dívida de Maastricht e, como tal, não contribuem para explicar a magnitude dos ajustamentos déficit-dívida. **(b)** Esta componente reflete essencialmente efeitos de valorização dos ativos (em particular, a diferença entre juros corridos e juros pagos, os efeitos de amortizações e emissões de dívida acima ou abaixo do par e o impacto das flutuações cambiais sobre a dívida de Maastricht denominada em moeda estrangeira) e efeitos de variações em volume da dívida.

Em sentido contrário, verificou-se uma redução de ações e outras participações, associada à venda da concessão de serviço aeroportuário à ANA – Aeroportos de Portugal. Com efeito, os proveitos desta operação (correspondentes a 0.7 por cento do PIB) não foram registados no saldo orçamental, tendo sido a mesma tratada como uma alienação de ativos da carteira das administrações públicas.

Finalmente, importa destacar que a magnitude relativamente reduzida da rubrica que traduz as variações de “outros ativos” líquidas das variações de passivos excluindo instrumentos de Maastricht omite o impacto de operações financeiras envolvendo montantes muito significativos, mas que parcialmente se anulam. Por um lado, verificou-se uma redução de “outros ativos” associada à anulação do registo nesta rubrica da parte não transferida em 2011 dos fundos de pensões do setor bancário, que foi entretanto recebida pelas administrações públicas. Esta operação mais que compensou o impacto do registo dos proveitos obtidos com a alienação da concessão da ANA – Aeroportos de Portugal que não tinham sido recebidos até ao final de dezembro de 2012 na rubrica “outros ativos”, como contrapartida da diminuição na carteira de participações acima referida. Em sentido contrário, verificou-se uma diminuição dos outros passivos das administrações públicas num montante muito significativo, que diz essencialmente respeito ao pagamento de dívidas comerciais do Serviço Nacional de Saúde (já registadas em défices de anos anteriores) e ao pagamento da dotação de capital associada à capitalização do Banco Português de Negócios em 2011. Em termos líquidos, este conjunto de operações traduziu-se num aumento da dívida pública em aproximadamente 0.4 por cento do PIB.

## 4. OFERTA

### *Significativa contração da atividade económica na generalidade dos setores*

O valor acrescentado bruto (VAB) gerado na economia portuguesa caiu 2.4 por cento em 2012, após uma queda de 1.3 por cento no ano anterior (Quadro 4.1). A queda da atividade económica em Portugal em 2012 acentuou-se após o primeiro trimestre, em linha com o observado na área do euro ao longo do ano. Assim, enquanto a contração do VAB no primeiro trimestre do ano se situou em 1.8 por cento, em termos homólogos, nos trimestres seguintes foi em média de 2.6 por cento. O perfil intra-anual do indicador de sentimento económico da Comissão Europeia sinaliza igualmente uma deterioração da atividade nos últimos meses de 2012 (Gráfico 4.1).

A evolução negativa do VAB foi transversal a todos os setores de atividade, adensando o quadro desfavorável observado em 2011. Em particular, no setor da indústria observou-se uma queda na atividade de 2.6 por cento, após um crescimento de 1.7 por cento em 2011. Adicionalmente, continuou a ser particularmente desfavorável a evolução da atividade na construção, registando-se uma queda de 15.8 por cento em 2012. Este desempenho acentua de forma significativa a tendência observada nos últimos anos, levando a uma perda acumulada de cerca de 44 por cento do nível da atividade deste setor desde 1999 (Gráfico 4.2). Note-se que a contração da atividade no setor da construção traduz uma componente cíclica mas, sobretudo, um ajustamento estrutural. Não obstante a existência de situações diferenciadas nos vários segmentos da construção, o atual número de habitações *per capita* e a dotação de alguns tipos de infraestruturas públicas sugere que a atividade nestes segmentos não deverá recuperar os níveis existentes no final da década de noventa. A evolução negativa registada no setor dos serviços (-1.5 por cento) foi generalizada a todos os seus subsectores, com destaque para o “comércio, reparação, alojamento e restauração” (-1.8 por cento) e “transportes e comunicações” (-2.6 por cento).

**Quadro 4.1**

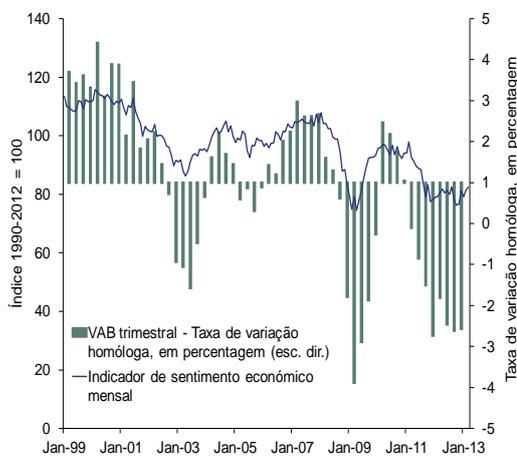
	VALOR ACRESCENTADO BRUTO POR RAMO DE ATIVIDADE   TAXA DE VARIÇÃO REAL, EM PERCENTAGEM							
	Pesos 2010 <sup>(b)</sup>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Agricultura, produção animal, caça, silvicultura e pesca	2.3	2.4	-4.6	3.1	-3.8	1.6	0.6	-1.0
Indústria	13.8	0.9	3.0	-1.5	-9.8	7.0	1.7	-2.6
Eletricidade, gás e água	3.9	11.0	1.1	4.0	-5.6	9.2	-2.6	-0.8
Construção	6.3	-2.6	2.0	-4.9	-10.7	-5.4	-9.7	-15.8
Serviços	73.8	1.9	3.1	1.1	0.3	1.2	-1.2	-1.5
Comércio, reparação, alojamento e restauração	18.7	1.9	1.3	-1.3	0.6	2.5	-1.2	-1.8
Transportes e comunicações	8.5	4.8	6.8	2.7	-2.3	0.3	-1.6	-2.6
Atividades financeiras e atividades imobiliárias	15.3	5.1	4.8	2.8	1.2	1.1	-0.3	-0.9
Outros serviços	31.2	-0.3	2.3	1.2	0.3	0.8	-1.6	-1.3
VAB <sup>(a)</sup>	100.0	1.7	2.7	0.4	-2.2	1.9	-1.3	-2.4
<i>Por memória:</i>								
PIB a preços de mercado	--	1.4	2.4	0.0	-2.9	1.9	-1.6	-3.2

Fonte: INE.

Notas: (a) 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. (b) Em percentagem do VAB total a preços correntes.

Gráfico 4.1

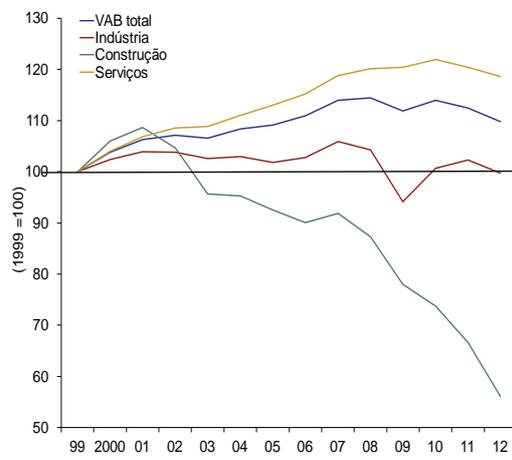
## VAB E INDICADOR DE SENTIMENTO ECONÓMICO



Fontes: Comissão Europeia e INE (Contas Trimestrais).

Gráfico 4.2

## VAB POR RAMO DE ATIVIDADE | VALORES ACUMULADOS DESDE 1999



Fonte: INE (Contas Trimestrais).

Vários fatores concorrem para a evolução marcadamente desfavorável da atividade económica no ano de 2012. Em primeiro lugar, a prossecução do processo de ajustamento da economia portuguesa tem condicionado muito fortemente a dinâmica da procura interna, quer por via da redução do rendimento disponível quer pela deterioração dos níveis de confiança. Em segundo lugar, a sincronização de esforços de ajustamento, designadamente ao nível orçamental, em vários dos principais parceiros comerciais condicionou a dinâmica da procura externa, em particular no contexto da área do euro (ver “Capítulo 1 *Enquadramento Internacional*”, deste Relatório). De notar que o VAB na área do euro registou uma queda de 0.4 por cento em 2012, o que compara com um crescimento de 1.6 por cento no ano anterior.

### ***A evolução da atividade ao nível da empresa tende a ser bastante heterogénea***

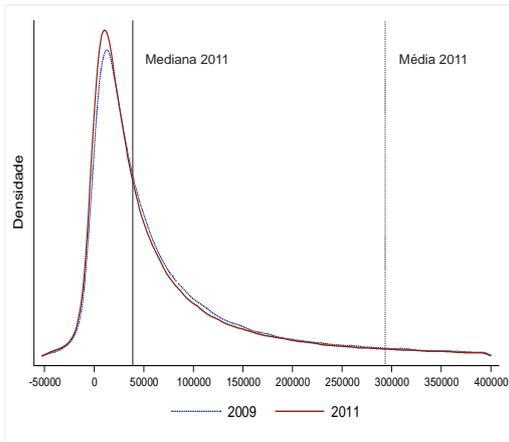
Embora se observe uma contração da atividade em termos agregados, existem diferenças significativas ao nível da empresa. Tal como em outras economias, a distribuição dos níveis de VAB nas empresas portuguesas revela uma significativa dispersão, decorrente de diferenças na dimensão, setor de atividade, tecnologia de produção, para além de fatores específicos a cada produtor (Gráfico 4.3). Não obstante a elevada proporção de empresas de pequena dimensão, o seu peso no conjunto das vendas na economia é relativamente limitado. O enviesamento visível na distribuição do VAB ilustra as dificuldades em definir políticas tendo em conta uma empresa representativa, pois a empresa com dimensão média tende a não ser representativa da distribuição. Com efeito, em 2011 cerca de 89 por cento das empresas apresentaram um VAB inferior ao valor médio para a economia (cerca de 290 mil euros).

A utilização de dados ao nível da empresa, apesar de não permitir ainda uma análise para o ano de 2012, revela a existência de um conjunto importante de empresas com evoluções positivas no VAB em 2009 e 2011, anos em que ocorreram quedas no valor agregado da atividade (Gráfico 4.4). Este facto é compatível com um processo de reestruturação da economia portuguesa que se iniciou antes da crise económica e financeira internacional. O sucesso deste processo de ajustamento depende da existência de destruição criativa, em que as empresas mais produtivas e inovadoras aumentam a sua quota de mercado.

A prossecução de uma agenda alargada de reformas estruturais, tal como a definida no Programa de Assistência Económica e Financeira, é uma condição necessária para reduzir as distorções que dificultam a reafecção dos fatores produtivos para os setores mais dinâmicos e competitivos, conduzindo a uma redução estrutural do desemprego e aumentando o crescimento do produto potencial.

Gráfico 4.3

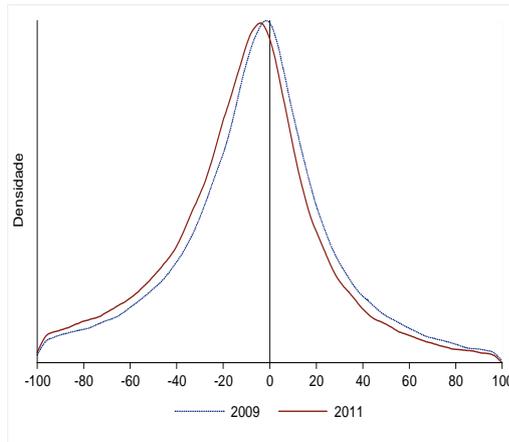
DISTRIBUIÇÃO DO VAB DAS EMPRESAS EM 2009 E 2011 | EM EUROS



**Fontes:** INE, Ministério da Justiça, Ministério das Finanças e da Administração Pública e cálculos do Banco de Portugal (IES).  
**Notas:** O VAB consiste no valor da produção deduzido dos consumos intermédios. O valor da produção é dado pela soma das vendas, prestações de serviços, proveitos suplementares, subsídios à exploração, trabalhos para a própria empresa e da variação da produção. Os consumos intermédios incluem fornecimentos e serviços externos, custo das matérias vendidas e matérias consumidas e impostos indiretos. As observações abaixo do percentil 1 foram excluídas, assim como as empresas com VAB acima de 400.000 euros, o que corresponde a cerca de 9.0 e 8.4 por cento das empresas em 2009 e 2011, respetivamente.

Gráfico 4.4

DISTRIBUIÇÃO DO CRESCIMENTO DO VAB DAS EMPRESAS EM 2009 E 2011 | EM PERCENTAGEM



**Fontes:** INE, Ministério da Justiça, Ministério das Finanças e da Administração Pública e cálculos do Banco de Portugal (IES).  
**Nota:** O conjunto das empresas foi truncado no intervalo de variação +/- 100 por cento.

**Acentuada deterioração da confiança nos vários setores de atividade**

A evolução dos indicadores de confiança dos diversos setores produtivos é consistente com a evolução setorial da atividade na economia portuguesa em 2012 e com o seu perfil intra-anual. Os indicadores de confiança podem ser alisados e estandardizados por forma a refletir a situação cíclica da atividade em cada setor, ou seja, avaliar a evolução da confiança para além da respetiva tendência. A análise destes indicadores revela uma generalizada deterioração da confiança em termos cíclicos em 2012 (Gráfico 4.5). No caso da construção, a evolução cíclica da confiança é relativamente mitigada mas coexiste com uma deterioração tendencial muito acentuada.

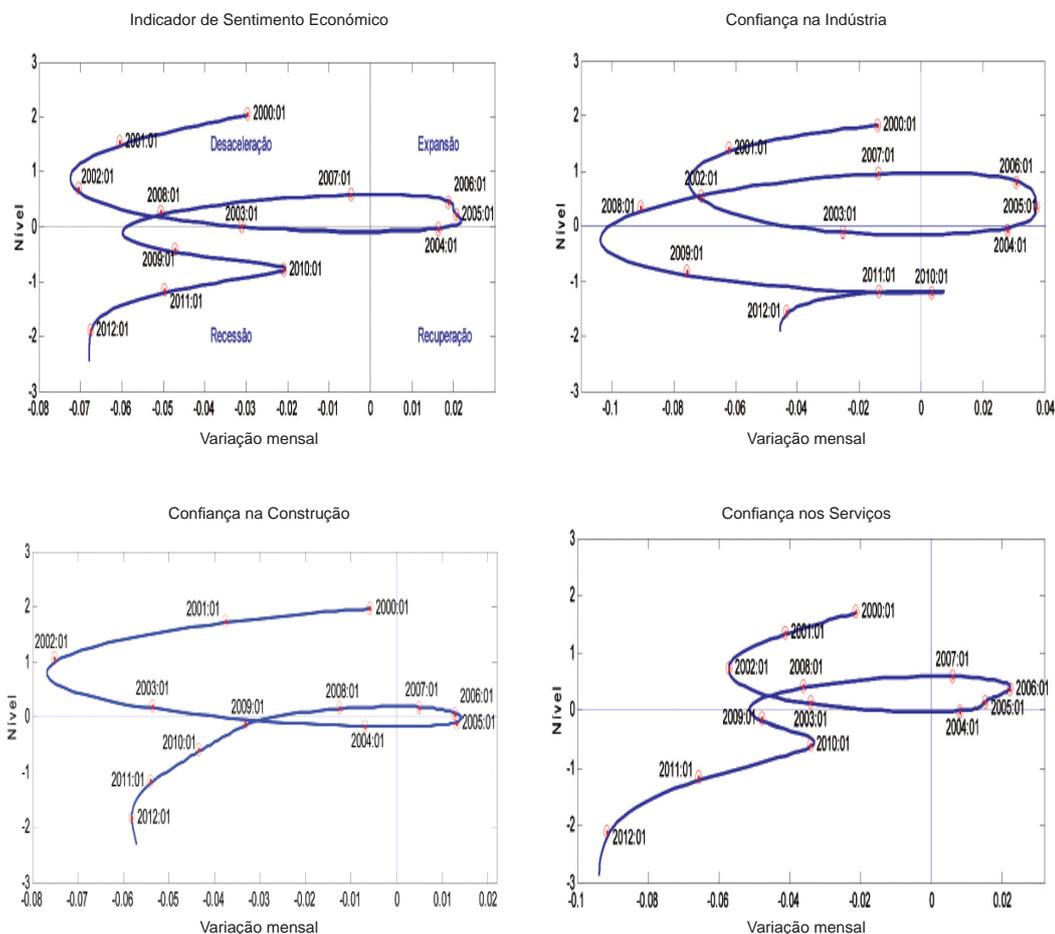
**Forte queda do emprego ao longo de 2012, num contexto de quedas da população total e da população ativa**

O emprego na economia portuguesa registou uma redução de 4.2 por cento em 2012. A análise do perfil intra-anual do emprego revela quedas em termos homólogos superiores a 4 por cento ao longo do ano (Gráfico 4.6). A forte destruição de emprego em termos líquidos é um aspeto marcante do processo de ajustamento em curso na economia portuguesa. A destruição de emprego registada nos últimos anos faz com que o nível desta variável no final de 2012 seja semelhante ao registado no final da década de oitenta.

Em 2012, a taxa de participação no mercado de trabalho para a população no escalão etário dos 15 aos 64 anos correspondeu a 73.9 por cento, nível ligeiramente inferior ao observado em 2011. Nos homens, a taxa de participação reduziu-se 0.6 pontos percentuais (p.p.), fixando-se em 77.9 por cento, enquanto nas mulheres se observou um aumento de 0.3 p.p., para 70.1 por cento. A taxa de participação para a população total fixou-se em 51.9 por cento em 2012.

Gráfico 4.5

## INDICADORES DE EVOLUÇÃO CÍCLICA DO CLIMA ECONÓMICO EM PORTUGAL



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

**Notas:** Os indicadores de evolução do clima económico apresentados são produzidos com base na informação dos inquéritos de opinião da Comissão Europeia, recorrendo a uma ferramenta simples de visualização (o *Economic Climate Tracer*) proposta por Gayer (2010), *Report: The Economic Climate Tracer: A tool to visualise the cyclical stance of the economy using survey data*. [www.oecd.org/std/clits/39578745.pdf](http://www.oecd.org/std/clits/39578745.pdf). Esta abordagem baseia-se na representação gráfica do nível padronizado dos indicadores alisados (recorrendo, por exemplo, ao filtro de Hodrick-Prescott, de modo a eliminar flutuações de muito curto prazo) e das suas variações mensais. Os diagramas resultantes podem ser repartidos em quatro quadrantes permitindo assim a associação da evolução temporal das séries qualitativas alisadas às várias fases do ciclo económico: primeiro quadrante – expansão – quando a série padronizada está acima da média e a crescer; segundo quadrante – desaceleração – quando a série padronizada está acima da média mas a decrescer; terceiro quadrante – recessão – quando a série padronizada está abaixo da média e a decrescer; e quarto quadrante – recuperação – quando a série padronizada está abaixo da média mas a crescer.

De acordo com o inquérito ao emprego do INE, a população total registou uma redução de 0.4 por cento em 2012, enquanto a população ativa diminuiu 0.9 por cento (Gráfico 4.6). Esta redução na população ativa é muito significativa em termos históricos, acentuando a tendência de desaceleração observada nos últimos anos em resultado da deterioração da posição cíclica da economia, da dinâmica dos fluxos migratórios e do processo de envelhecimento da população.

Existem dificuldades em avaliar a dinâmica recente do fluxo migratório pois não existem estatísticas precisas nesta área. A existência de emigração de carácter sazonal, a livre circulação de indivíduos no espaço comunitário e a dificuldade em coligir informação sobre vistos de residência nos países extracomunitários concorre para esta dificuldade. A intensificação da emigração no período mais recente é potenciada pelo forte aumento do desemprego em Portugal e pelo crescimento de algumas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento. Em contrapartida, a emigração para países da União Europeia tende a ser dificultada pela deterioração económica e do mercado de trabalho europeu. De notar também

que a emigração é tipicamente um fenómeno auto-sustentado pois os custos associados à deslocação e instalação no estrangeiro diminuem com o crescimento da comunidade emigrante. Existem também elementos de imitação e reagrupamento das famílias que acentuam a dinâmica do processo emigratório.

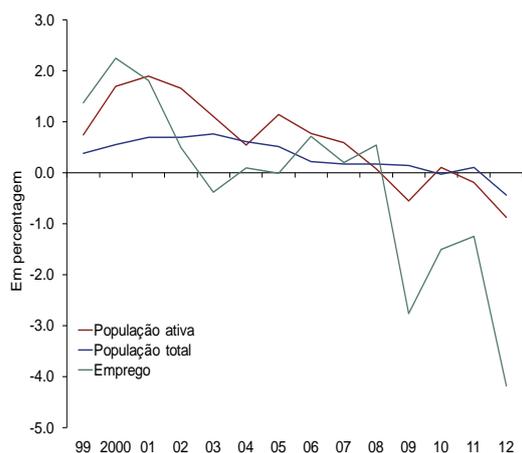
### ***Destruição de emprego acima da queda na atividade***

A comparação entre a evolução do emprego e do PIB privado indicia uma alteração na relação estrutural entre estas duas variáveis nos últimos anos (Gráfico 4.7). A existência de níveis de destruição de emprego claramente acima da queda na atividade sugere um ajustamento percebido como permanente, minimizando a existência de fenómenos de retenção de emprego. Por outro lado, a evolução da atividade particularmente desfavorável em setores relativamente mais intensivos em mão-de-obra potencia a destruição de emprego. Os efeitos de estrutura podem também ocorrer pela via de destruição de emprego em setores relativamente menos produtivos. Em termos setoriais, de acordo com o inquérito ao emprego do INE, a redução do emprego no setor da construção foi muito elevada em 2012 (-18.9 por cento) e claramente superior à registada na indústria transformadora (-5.4 por cento).

Em termos da evolução do emprego por situação na profissão e por tipo de contrato registou-se em 2012 uma queda no emprego por contra de outrem (4.9 por cento), com particular incidência nos contratos individuais com termo (queda de 12.6 por cento). O emprego por conta própria reduziu-se 5.9 por cento para os trabalhadores que operam como empregadores, enquanto a redução foi muito ligeira para aqueles que trabalham isoladamente (0.2 por cento). Esta evolução está associada ao ciclo económico, que se traduz numa destruição das relações laborais de carácter temporário.

**Gráfico 4.6**

**EMPREGO, POPULAÇÃO TOTAL E POPULAÇÃO ATIVA | TAXA DE VARIÇÃO HOMÓLOGA**

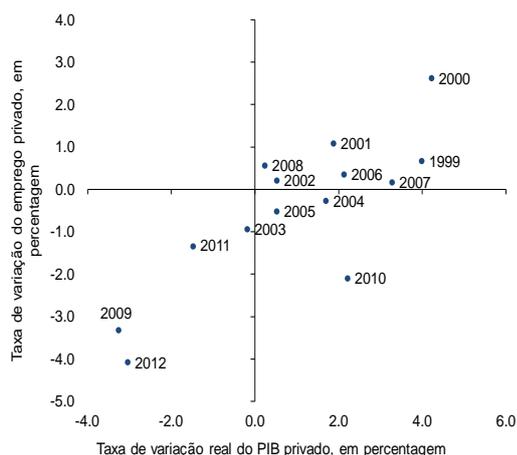


**Fontes:** INE (Inquérito ao Emprego) e cálculos do Banco de Portugal.

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

**Gráfico 4.7**

**CRESCIMENTO DO PIB PRIVADO E DO EMPREGO PRIVADO (EQUIVALENTE A HORÁRIO COMPLETO)**



**Fontes:** INE e cálculos do 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 2012, a série de emprego privado assume a manutenção do número médio de horas trabalhadas por trabalhador.

### A taxa de desemprego situou-se a um nível muito elevado, especialmente nos escalões e cetários mais jovens

Em 2012, a taxa de desemprego situou-se a um nível muito elevado (15.7 por cento), registando uma subida de 3 p.p. face ao ano anterior, num contexto em que o hiato do produto se tornou claramente negativo (Gráfico 4.8). A taxa de desemprego dos jovens situou-se em 37.7 por cento, o que equivale a um aumento de 7.6 p.p. face a 2011. A subida da taxa de desemprego estrutural é visível desde 2000 e é um dos elementos mais marcantes e gravosos da evolução da economia portuguesa, revelando disfuncionalidades na capacidade de ajustamento do mercado de trabalho (Gráfico 4.9).

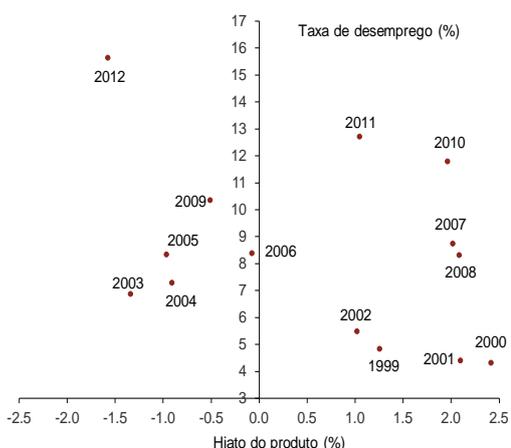
O número de desempregados aumentou cerca de 22 por cento em 2012. Adicionalmente, observou-se um aumento cada vez maior do número de desempregados ao longo do ano, o qual só foi revertido no último trimestre. O forte fluxo de novos desempregados levou a uma estabilização da duração média do desemprego (Gráfico 4.10). No entanto, registou-se uma subida na duração do desemprego nos escalões etários mais jovens, mantendo-se abaixo da duração média no conjunto dos desempregados. O desemprego de longa duração (mais de 12 meses) situou-se em 54.1 do desemprego total (Gráfico 4.11), valor marcadamente mais elevado do que o observado em média na década passada. 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.

### Renovada diminuição das remunerações reais no setor privado

A evolução das remunerações reais no setor privado, deflacionadas com base na evolução dos preços no consumo privado, foi bastante negativa em 2012, registando uma queda de 2.2 por cento, num quadro de aumento continuado da taxa de desemprego (Gráfico 4.12). A distribuição dos salários praticados nas relações trabalhador-empresa permite identificar efeitos de estrutura não visíveis na evolução da média desta variável para o conjunto da economia. De acordo com a informação sobre salários ao nível trabalhador-empresa, a forte queda do emprego em 2012, de novo justificada por uma significativa redução do número de novos contratos, esteve associada a um aumento do peso dos trabalhadores

Gráfico 4.8

HIATO DO PRODUTO<sup>(a)</sup> E TAXA DE DESEMPREGO

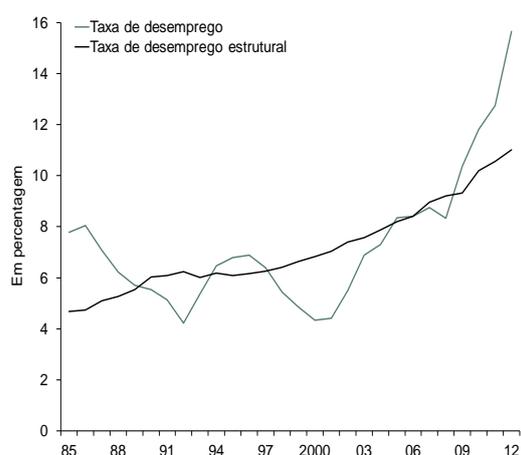


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Notas: Taxa de desemprego corrigida da quebra de série de 2011. (a) Filtro Hodrick-Prescott com parâmetro de alisamento  $\lambda=30$ .

Gráfico 4.9

TAXA DE DESEMPREGO OBSERVADA E TAXA DE DESEMPREGO ESTRUTURAL

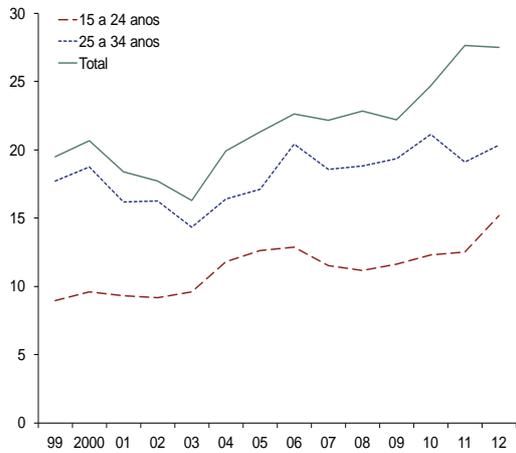


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: A metodologia de cálculo da taxa de desemprego estrutural está descrita em Centeno *et al.*, (2009), "Desemprego: Oferta, procura e instituições", A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica Financeira e Monetária, Capítulo 4 Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal.

**Gráfico 4.10**

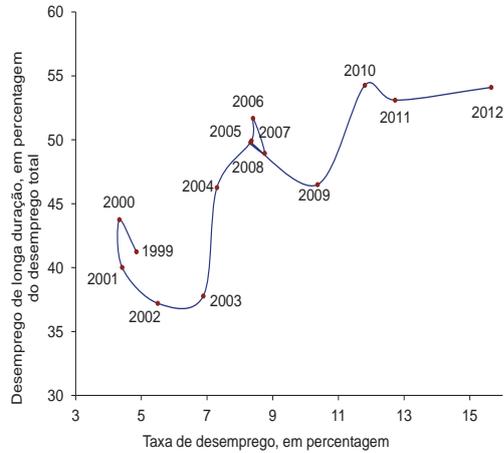
**DURAÇÃO DO DESEMPREGO | EM MESES**



Fonte: INE (Inquérito ao Emprego).

**Gráfico 4.11**

**DESEMPREGO TOTAL E DESEMPREGO DE LONGA DURAÇÃO<sup>(a)</sup>**



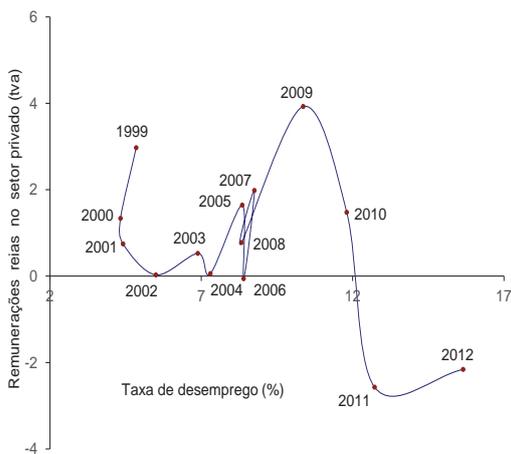
Fontes: INE e Banco de Portugal.

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

com menores salários e a uma redução do salário médio nos diferentes setores da economia portuguesa. Em particular, é também visível a elevada rotação de trabalhadores com baixos salários, contribuindo para uma diminuição do salário médio da economia em 2012 (Gráfico 4.13). De acordo com os dados da Segurança Social, 26.7 por cento dos novos empregos em outubro de 2012 apresentavam salários inferiores a 500 euros. Adicionalmente, cerca de 24 por cento dos empregos existentes em outubro de 2011, mas que já não existiam doze meses depois, não ultrapassavam essa remuneração.

**Gráfico 4.12**

**TAXA DE DESEMPREGO E EVOLUÇÃO DAS REMUNERAÇÕES NO SETOR PRIVADO | REAL**

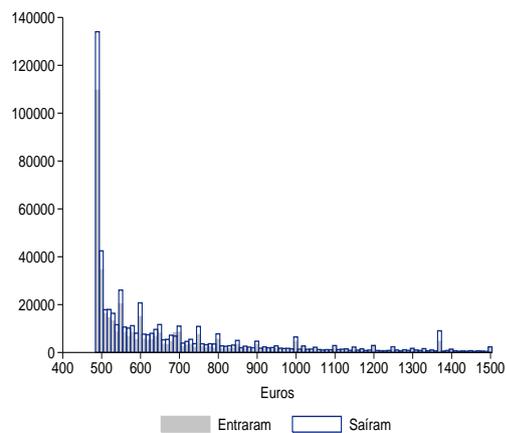


Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

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

**Gráfico 4.13**

**DISTRIBUIÇÃO SALARIAL DOS FLUXOS DE ENTRADA E SAÍDA ENTRE 2011 E 2012 | REMUNERAÇÃO PERMANENTE REGULAR FREQUÊNCIA ABSOLUTA, Nº DE PARES TRABALHADOR/EMPRESA**



Fontes: Segurança social (dados de outubro de 2011 e 2012) e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: Entraram – Pares trabalhador/empresa que não existiam em 2011 e passaram a existir em 2012. Saíram – Pares trabalhador/empresa que existiam em 2011 e deixaram de existir em 2012.

A comparação da evolução das remunerações reais com a produtividade no setor privado traduz um diferencial negativo no conjunto dos três últimos anos (Gráfico 4.14). Esta evolução está em linha com a evolução observada na atividade e no mercado de trabalho e faz parte do processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos existentes na economia portuguesa. No entanto, tal como em 2011, o deflator do consumo privado foi superior ao deflator do PIB privado (2.1 e 1.4 por cento, respetivamente), implicando uma redução real das remunerações para as empresas menor do que a registada para os trabalhadores. Em termos nominais, a diminuição das remunerações por trabalhador no setor privado (-0.1 por cento) conjugou-se com um crescimento da produtividade de 1.1 por cento, levando a uma queda de 1.2 por cento nos custos unitários do trabalho (ver “Capítulo 6 Preços”, deste Relatório). No total da economia, em resultado da marcada evolução salarial registada nas administrações públicas (ver “Capítulo 3 Política e Situação Orçamental”, deste Relatório), os custos unitários do trabalho reduziram-se 3.8 por cento em termos nominais.

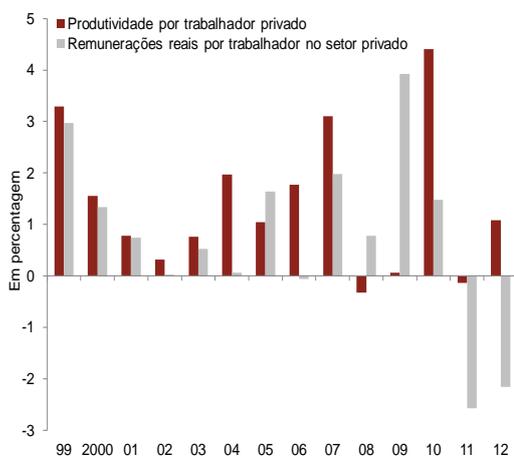
No entanto, os custos com o trabalho tendem a não ser dominantes nos custos totais das empresas. Os custos com o trabalho constituem em média cerca de um terço dos custos operacionais das empresas portuguesas, mas em cerca de um quarto das empresas esse peso é superior a 40 por cento. Os pesos dos diferentes tipos de custos alteram-se para os diversos setores de atividade e têm diferentes graus de rigidez no curto prazo (ver “Caixa 4.1 Estrutura de custos e margens de lucro das empresas portuguesas”, deste Relatório).

### Queda do produto per capita e evolução desfavorável do stock de capital em ligação com a redução observada no investimento

Em 2012, observou-se uma redução do produto *per capita* de 2.8 por cento, após uma queda de 1.7 por cento no ano anterior. Tal como em 2011, esta evolução resultou maioritariamente do contributo negativo do fator trabalho (2.5 por cento), associado a uma queda da taxa de emprego e, em menor grau, da taxa de atividade (Gráfico 4.15).

Gráfico 4.14

VARIAÇÃO DAS REMUNERAÇÕES REAIS POR TRABALHADOR E PRODUTIVIDADE APARENTE DO TRABALHO – SETOR PRIVADO | TAXA DE VARIAÇÃO

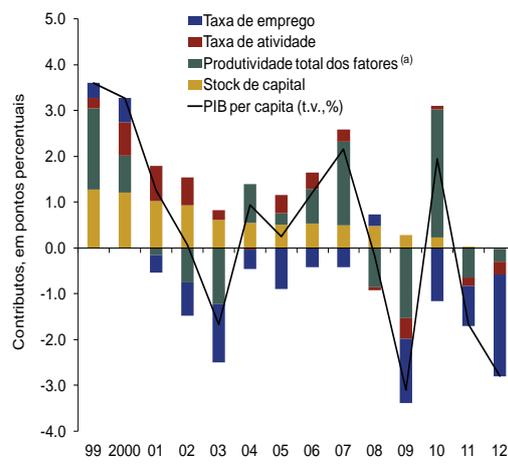


Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: As remunerações nominais no setor privado são deflacionadas com base no deflator do consumo privado.

Gráfico 4.15

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO REAL DO PIB PER CAPITA



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (a) A produtividade total dos fatores é calculada com base numa equação de contabilidade do crescimento que depende fortemente de hipóteses quanto à forma funcional da função de produção considerada para a economia, bem como do valor dos seus parâmetros.

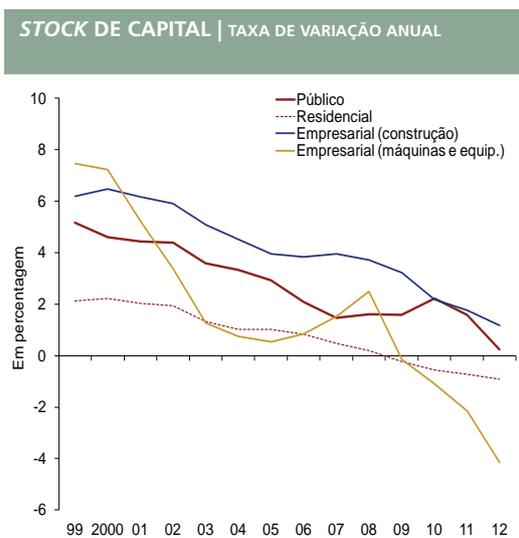
No que respeita ao fator capital, o seu contributo para o crescimento do produto *per capita* foi virtualmente nulo em 2012, tal como aconteceu em 2011. Este contributo resulta de uma contração estimada de 0.5 por cento no *stock* de capital que se liga com a evolução fortemente negativa da formação bruta de capital fixo em 2012 (Gráfico 4.16) (ver “Capítulo 5 Procura”, deste Relatório). Embora a medição do *stock* de capital numa economia seja particularmente difícil e dependente das hipóteses assumidas para a taxa de depreciação, a existência de uma taxa de variação negativa nesta variável significa que a economia tenderá a apresentar maiores dificuldades na adoção de novas tecnologias de produção, as quais permitem potencialmente um aumento da produtividade total dos fatores. Esta análise é especialmente significativa quando a contração do *stock* de capital é visível na componente de máquinas e equipamento. No caso português esta situação conjuga-se com um baixo nível de capital por trabalhador, quando comparado com as economias avançadas, em consonância com o nível relativamente baixo de capital humano da população ativa (Gráfico 4.17).

O contributo da produtividade total dos fatores para o crescimento do produto *per capita* foi de -0.3 p.p. em 2012, após valores de 2.8 e -0.6 p.p. em 2010 e 2011, respetivamente. Esta evolução está relacionada, *inter alia*, com a evolução tipicamente pró-cíclica da taxa de utilização da capacidade produtiva, que registou uma forte redução em 2012 (ver “Capítulo 5 Procura”, deste Relatório).

**Evolução desfavorável do produto potencial por um período prolongado e necessidade de reformas estruturais**

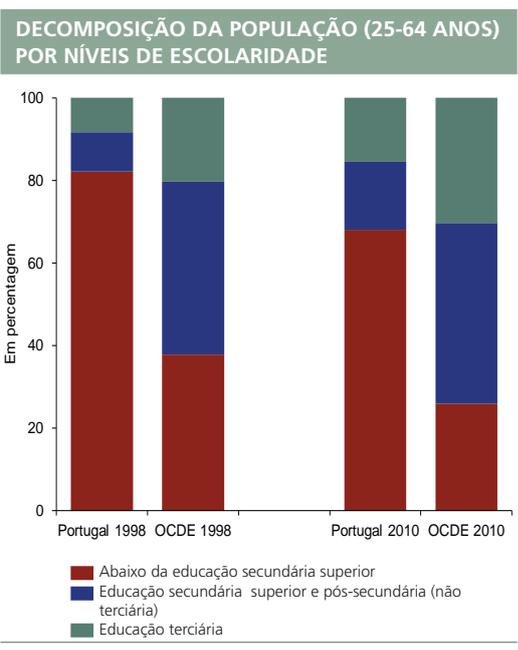
A análise da posição cíclica da economia e do seu crescimento tendencial é feita tradicionalmente com base na evolução do hiato do produto e do crescimento do produto potencial. Estes indicadores são calculados com base em métodos estatísticos ou estruturais, sendo que os primeiros implicam a escolha de parâmetros de alisamento enquanto os últimos implicam a escolha de formulações para a função de produção. No entanto, as várias metodologias indicam um valor negativo para o hiato do produto na economia portuguesa, sinalizando também um aumento deste desvio face ao ano de 2011. Por seu turno, dependendo das metodologias, a taxa de crescimento do PIB potencial em 2012 registou comportamentos diferenciados face a 2011, porém convergindo para valores ligeiramente negativos em todas as metodologias (Gráfico 4.18).

**Gráfico 4.16**



Fonte: Banco de Portugal.

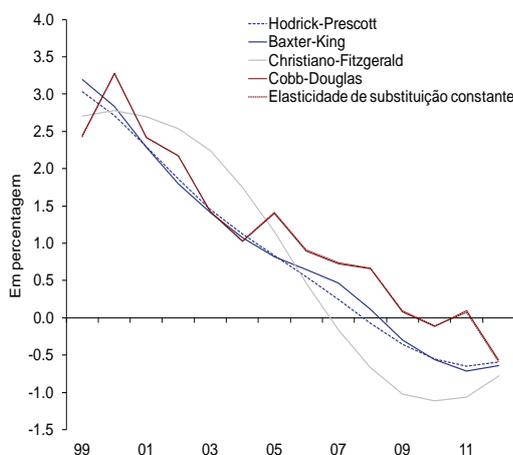
**Gráfico 4.17**



Fonte: OCDE, Education at a Glance 2012.

Gráfico 4.18

## CRESCIMENTO DO PIB POTENCIAL



**Fontes:** INE e cálculos do 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*.

A existência de taxas de crescimento do produto potencial ligeiramente negativas enquadra-se num contexto de desaceleração tendencial visível desde 1998, refletindo sobretudo características estruturais da economia, mas também os próprios desenvolvimentos cíclicos. Com efeito, num cenário de ajustamento económico prolongado e de transformação estrutural, que no caso português se iniciou antes da crise económica e financeira internacional, os referidos métodos estatísticos e estruturais tendem a transpor mecanicamente para o futuro a realidade observada nos últimos anos, não permitindo retirar conclusões sobre a evolução futura da economia, especialmente num contexto de reforma estrutural.

Também é verdade que o agravamento da posição cíclica da economia pode ter um efetivo impacto negativo no crescimento potencial. Este risco consubstancia-se, por exemplo, numa continuada redução do nível do *stock* de capital, na depreciação do capital humano dos trabalhadores desempregados e na emigração de jovens qualificados. Neste contexto, a implementação efetiva de um conjunto alargado de reformas nos mercados de trabalho e do produto que se traduzam na criação de condições atrativas para o aumento do investimento produtivo revela-se fundamental. O crescimento do investimento privado, designadamente pela via da atração de investimento direto estrangeiro dirigido à criação de nova capacidade produtiva, e a continuação dos esforços tendentes ao aumento do nível do capital humano facilitarão a recuperação do crescimento potencial da economia portuguesa.

### **Um conjunto significativo de reformas estruturais continuou a ser implementado**

No decurso de 2012 continuou a implementar-se um conjunto significativo de reformas estruturais, enquadradas pelo Programa de Assistência Económica e Financeira. O conjunto de áreas de intervenção é bastante vasto, compreendendo a generalidade dos mercados na economia portuguesa e tem, em muitos casos, importantes implicações na esfera orçamental.

No mercado de trabalho ocorreram alguns desenvolvimentos importantes. Em 2012 foram aprovadas e entraram em vigor alterações ao Código do Trabalho, designadamente no que toca ao aumento do tempo de trabalho, redução no pagamento do trabalho suplementar e aumento da flexibilidade na gestão das horas de trabalho, as quais foram discutidas no *Relatório Anual de 2011* do Banco de Portugal. Adicionalmente, entraram em vigor em abril de 2012 as novas regras referentes ao subsídio de desemprego. Já em 2013 foram acordadas as regras que regem o montante a pagar nas compensações por despedimento. Para novos contratos sem termo as compensações por despedimento foram definidas

em 12 dias por ano de serviço. Para os atuais contratos com e sem termo as compensações são fixadas em 18 dias por ano de serviço nos primeiros três anos e em 12 dias posteriormente, mantendo-se os direitos atuais e também o máximo de 12 dias de indemnização.

No âmbito dos mercados dos bens e serviços ocorreram também alterações em 2012. Nos mercados de serviços prosseguiu a incorporação na legislação nacional da Diretiva dos Serviços, embora com atraso em alguns aspetos. Adicionalmente, está em fase de aprovação legislativa a Lei Quadro dos reguladores. Em janeiro de 2013 foi publicada a Lei Quadro das ordens profissionais, levando a uma revisão dos respetivos estatutos e tendo em vista a flexibilização desses mercados. Está também prevista para 2013 a implementação de legislação tendente a reduzir os requisitos de licenciamento em várias áreas.

Na área da energia está em curso o plano de redução de custos com a produção de eletricidade, tendente a eliminar o défice tarifário até 2020. Apesar das alterações introduzidas nas taxas de rendibilidade aplicadas a algumas formas de produção, as autoridades internacionais têm sinalizado a necessidade de adotar novas medidas tendentes a limitar o aumento dos custos para os consumidores. Neste contexto, a concessão de licenças de emissão de CO<sub>2</sub>, cujas receitas constituem uma parte muito importante do plano para eliminar o défice tarifário, traduz-se num imposto com incidência económica sobre produtores e consumidores mas com efeitos potencialmente positivos ao nível ambiental. Na área da energia são também de registar os esforços tendentes à criação do mercado ibérico de gás.

Na área dos transportes ocorreu em 2012 uma subida das tarifas cobradas, no sentido de equilibrar os resultados operacionais destas empresas, a qual foi acompanhada por uma redução na procura. Subsistem, porém, preocupações com os níveis de endividamento das empresas, num contexto em que se preparam contratos de concessão. Na área dos portos foi aprovada e entrou em vigor em Fevereiro de 2013 a nova lei dos portos que prevê uma redução de 20 por cento nas tarifas cobradas pelas autoridades portuárias, mantendo-se o interesse em rever os contratos das concessões existentes. Por fim, no setor aeroportuário, 95 por cento do capital da empresa ANA – Aeroportos de Portugal foi alienado no final de 2012.

Na área da habitação avançou a reavaliação do valor patrimonial dos imóveis, com impacto em termos de receita fiscal essencialmente a partir de 2013, enquanto as rendas associadas a contratos celebrados antes de 1990 iniciaram um processo de atualização à luz da nova lei do arrendamento, o qual se antevê prolongado.

A área da justiça é fundamental para o bom funcionamento da generalidade dos mercados, sendo necessário assegurar a capacidade para dirimir conflitos de forma célere e eficaz. Nesta área registaram-se progressos em 2012, designadamente em termos da redução no número de processos pendentes e da reorganização geográfica das comarcas. No início de 2013 foi aprovado o novo código do processo civil, que pretende, entre outros aspetos, reduzir os atrasos nos julgamentos através da responsabilização dos vários intervenientes.

A avaliação do processo de reformas estruturais em Portugal por parte das autoridades internacionais tem sido globalmente positiva. No entanto, os desafios que se colocam a este tipo de reformas prendem-se crucialmente com a sua efetiva implementação e com a necessidade de assegurar a sua estabilidade no tempo.



## CAIXA 4.1 | ESTRUTURA DE CUSTOS E MARGENS DE LUCRO DAS EMPRESAS PORTUGUESAS

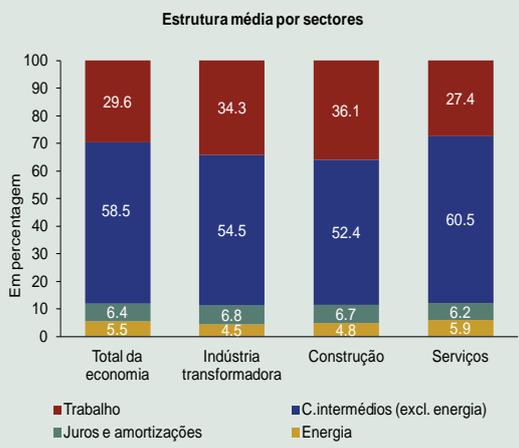
A estrutura de custos é em larga medida endógena à atividade das empresas e a sua distribuição para o conjunto da economia traduz a diversidade das tecnologias de produção, fatores específicos às empresas e o peso de cada setor de atividade. O gráfico 1 apresenta a distribuição dos pesos das componentes do custo operacional, considerado como a soma dos custos do trabalho, energia, consumos intermédios (excluindo energia), juros e amortizações, no conjunto das empresas e em setores específicos<sup>1</sup>. Os cálculos baseiam-se na informação disponibilizada na base de dados Informação Empresarial Simplificada (IES). Esta informação é bastante rica pois cobre praticamente o universo das empresas não financeiras, sendo excluídas da análise as consideradas inativas<sup>2</sup>.

Os custos com os consumos intermédios são dominantes no total dos custos operacionais, representando perto de 60 por cento em média para o conjunto das empresas, seguindo-se os custos do trabalho (cerca de 30 por cento). Na média das empresas, o peso dos custos com a energia e com juros e amortizações representam o remanescente dos custos operacionais em partes sensivelmente iguais. Em termos setoriais, o peso dos custos com os consumos intermédios é superior nos serviços, o que tende a estar relacionado com a natureza da atividade no comércio e na restauração.

A análise da dispersão das distribuições dos pesos dos custos por empresa é também relevante (Gráfico 2). Os custos com a energia e capital apresentam um peso inferior a 20 por cento para a quase totalidade das empresas. Contrariamente, a distribuição dos pesos do custo do trabalho e dos consumos intermédios apresenta uma elevada dispersão. As distribuições associadas à estrutura de custos tendem

**Gráfico 1**

**ESTRUTURA DOS CUSTOS OPERACIONAIS DAS EMPRESAS EM 2011**



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

**Gráfico 2**

**ESTRUTURA DOS CUSTOS OPERACIONAIS DAS EMPRESAS EM 2011 | EM PERCENTAGEM**



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

**1** O total dos custos operacionais é aproximado pela soma dos custos do trabalho, consumos intermédios (excluindo energia), juros e amortizações e energia. Os custos do trabalho são dados pelos custos com pessoal, incluindo contribuições para a segurança social. Os custos dos consumos intermédios incluem o custo das matérias vendidas e matérias consumidas e os fornecimento e serviços externos. O custo da energia inclui despesas com eletricidade, gás e abastecimento de água. Em 2010, com a passagem do Plano Oficial de Contas (POC) para o Sistema de Normalização Contabilística (SNC) ocorreram alterações nas contas das empresas com efeitos em rubricas utilizadas no cálculo dos juros. Deste modo, não são feitas comparações entre os anos de 2009 e 2010.

**2** Foram consideradas inativas as empresas que apresentam valores nulos ou não reportaram informação relativamente a volume de negócios, custos do trabalho, capital, consumos intermédios (excluindo energia) e despesas com energia.

a ser muito estáveis ao longo do tempo mas podem fornecer algumas indicações sobre o grau de flexibilidade na utilização dos fatores produtivos. Assim, a existência de uma parcela de custos com rigidez no curto prazo condiciona a capacidade de ajustamento das empresas em períodos de redução nas vendas, comprimindo as margens de lucro.

A variação do peso dos custos com a energia e com os juros e amortizações no total dos custos operacionais foi aproximadamente nula em 2009 e 2011 para a média das empresas (Quadro 1), o que significa que estes custos acompanharam a redução do conjunto dos custos operacionais. No que concerne ao peso dos outros consumos intermédios observa-se uma redução do seu peso na estrutura de custos em 2009 e 2011, enquanto o peso dos custos com o trabalho registou um aumento. Tal pode ser interpretado como evidência de flexibilidade na utilização dos consumos intermédios, por oposição a maior rigidez no ajustamento do fator trabalho. Em termos setoriais, o aumento do peso dos custos com o trabalho nos custos operacionais é, em média, relativamente mais elevado na construção. Neste setor, um quarto das empresas apresenta aumentos superiores a 7 pontos percentuais (p.p.) em 2009 e 2011. No entanto, a informação de natureza agregada para o conjunto da economia aponta para um ajustamento significativo no número de trabalhadores em 2012.

O facto de uma parte dos custos operacionais ter uma natureza rígida no curto prazo, contribui para a existência de um comportamento pró-cíclico das margens de lucro. A evolução das margens de lucro operacionais das empresas portuguesas é relevante no atual contexto de ajustamento da economia portuguesa. Com efeito, a dificuldade em ajustar custos e o esmagamento de margens de lucro tendem a contribuir para a saída de empresas do mercado e para a destruição de emprego.

Em consequência das dinâmicas registadas nas vendas e nos custos operacionais, a margem de lucro média no conjunto das empresas na economia portuguesa situou-se em -15.4 por cento em 2011, embora mais de metade das empresas apresente margens de lucro positivas<sup>3</sup>. A distribuição das margens de lucro deslocou-se para a esquerda entre 2009 e 2011, situando-se a variação média em -5.2 p.p. (Quadro 2). Ainda assim, mais de um quarto das empresas apresentou variações de margens de lucro superiores a 3 p.p.. Em termos setoriais a redução da margem de lucro operacional é visivelmente mais importante no setor da construção (-12.3 e -17.4 p.p. em média em 2009 e 2011, respetivamente). Refira-se porém que, em 2009, a empresa mediana no setor da construção apresentava um nível de margem de lucro superior ao do conjunto da economia.

**Quadro 1**

**VARIAÇÃO DOS PESOS NOS CUSTOS OPERACIONAIS | EM PONTOS PERCENTUAIS**

	ano	Total da economia				Indústria transformadora				Construção				Serviços			
		Média	Mediana	Q1	Q3	Média	Mediana	Q1	Q3	Média	Mediana	Q1	Q3	Média	Mediana	Q1	Q3
Trabalho	2009	1.61	1.18	-1.59	4.86	1.92	1.71	-1.38	5.34	2.36	2.00	-3.18	7.98	1.39	1.02	-1.43	4.26
	2011	0.82	0.56	-2.38	4.08	0.38	0.19	-2.78	3.64	1.21	1.08	-4.44	7.07	0.85	0.59	-2.03	3.78
C.intermédios (excluindo energia)	2009	-1.03	-0.70	-4.87	3.00	-1.70	-1.40	-5.69	2.39	-2.13	-1.62	-9.19	5.19	-0.67	-0.50	-4.07	2.85
	2011	-1.38	-1.00	-5.20	2.53	-0.77	-0.54	-4.61	3.12	-2.08	-1.77	-8.96	4.94	-1.39	-1.02	-4.82	2.11
Capital	2009	-0.14	-0.04	-1.33	0.98	-0.11	-0.04	-1.40	1.12	0.31	0.00	-1.59	1.75	-0.23	-0.05	-1.27	0.81
	2011	0.07	0.00	-0.94	1.04	-0.01	0.00	-1.07	1.04	0.32	0.00	-1.24	1.52	0.04	0.00	-0.86	0.96
Energia	2009	-0.14	-0.04	-1.33	0.98	-0.12	-0.08	-0.65	0.39	-0.54	-0.30	-1.26	0.37	-0.49	-0.07	-0.74	0.34
	2011	0.07	0.00	-0.94	1.04	0.40	0.23	-0.22	0.89	0.54	0.35	-0.39	1.34	0.50	0.19	-0.20	0.91

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

**Nota:** Q1 e Q3 correspondem aos percentis 25 e 75, respetivamente.

**3** A margem de lucro é dada pelo rácio do volume de negócios deduzido dos custos operacionais no volume de negócios.

## Quadro 2

DISTRIBUIÇÃO DA MARGEM DE LUCRO DAS EMPRESAS   NÍVEL E VARIAÇÃO									
	ano	Margem de lucro (em percentagem)				Variação da margem de lucro (em pontos percentuais)			
		Média	Mediana	Q1	Q3	Média	Mediana	Q1	Q3
Total da economia	2009	-12.8	0.9	-11.9	6.2	-1.9	-0.1	-7.7	6.0
	2011	-15.4	0.2	-15.2	4.9	-5.2	-1.4	-10.3	3.8
Indústria transformadora	2009	-10.3	0.9	-11.0	6.1	-6.3	-0.7	-9.1	5.1
	2011	-11.3	0.3	-12.5	5.2	-7.7	-2.1	-10.5	3.3
Construção	2009	-12.8	2.2	-12.1	10.3	-12.3	-1.3	-15.1	7.7
	2011	-16.9	0.8	-17.4	7.0	-17.4	-3.8	-20.3	4.2
Serviços	2009	-13.3	0.8	-12.1	5.6	-6.6	-0.2	-7.3	4.5
	2011	-16.0	0.0	-15.5	4.6	-9.2	-1.4	-9.9	2.9

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

**Notas:** Q1 e Q3 correspondem aos percentis 25 e 75, respetivamente. Observações acima do percentil 99 e abaixo do percentil 1 foram excluídas.

O sucesso do processo de ajustamento da economia portuguesa requer a criação e crescimento de empresas mais produtivas e inovadoras, cujos aumentos nas margens de lucro sejam baseados em ganhos de eficiência, aumento da qualidade ou inovação do produto e não o reflexo de estruturas de mercado pouco competitivas. Vários fatores devem estar reunidos para que tal transformação ocorra, potencialmente num contexto de captação de investimento direto estrangeiro. A capacidade de ajustamento do conjunto da estrutura de custos por parte das empresas é um destes fatores.



## 5. PROCURA

O ano de 2012 foi marcado por uma redução da atividade económica de 3.2 por cento, depois de uma queda de 1.6 por cento em 2011 (Quadro 5.1). A contração da atividade económica pelo segundo ano consecutivo traduz, *inter alia*, o impacto imediato sobre a procura agregada de um conjunto de medidas de ajustamento, num enquadramento económico marcado por uma situação internacional deprimida, elevados níveis de endividamento e condições de financiamento restritivas. As medidas de ajustamento associadas ao Programa de Assistência Económica e Financeira, não obstante o seu impacto recessivo no curto prazo, são fundamentais para assegurar a reposição dos equilíbrios macroeconómicos, nomeadamente as condições de sustentabilidade do endividamento externo e, assim, as condições de financiamento em mercado imprescindíveis a um crescimento sustentado da produção, do rendimento e da procura.

### *Continuação do ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos*

A procura interna registou em 2012 uma contração muito significativa e generalizada a todas as suas componentes. Tal como em 2011, as exportações mantiveram-se como a única componente da procura agregada que registou um aumento, embora a um ritmo progressivamente mais lento ao longo do ano, num contexto de perda de dinamismo da atividade económica nos principais parceiros comerciais, com destaque para as economias da área do euro. A contração da procura interna, mais intensa que a do ano transato, e o abrandamento das exportações implicaram uma queda das importações mais forte que no ano anterior.

A queda da atividade económica em Portugal foi claramente mais pronunciada do que a registada na área do euro, determinando um alargamento do diferencial negativo acumulado desde o início da união económica e monetária, em 1999, para mais de 8 por cento (Gráfico 5.1). A divergência da economia portuguesa ao longo da última década terá traduzido o impacto sobre o crescimento do produto potencial de um conjunto de fragilidades de natureza estrutural que, no enquadramento financeiro e institucional vigente, se materializaram na acumulação prolongada de desequilíbrios macroeconómicos.

**Quadro 5.1**

	% do PIB em 2012	TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM				
		2008	2009	2010	2011	2012
PIB	100	0.0	-2.9	1.9	-1.6	-3.2
Procura interna	101	0.8	-3.3	1.8	-5.8	-6.8
Consumo privado	66	1.3	-2.3	2.5	-3.8	-5.6
Consumo público	18	0.3	4.7	0.1	-4.3	-4.4
Investimento	16	-0.1	-13.3	1.4	-13.8	-13.7
FBCF	16	-0.3	-8.6	-3.1	-10.7	-14.5
Variação de existências <sup>(a)</sup>		0.0	-1.1	0.9	-0.7	0.2
Exportações	39	-0.1	-10.9	10.2	7.2	3.3
Importações	39	2.3	-10.0	8.0	-5.9	-6.9
Contributo da procura interna <sup>(a)</sup>		0.9	-3.6	2.0	-6.3	-7.0
Contributo da procura externa líquida <sup>(a)</sup>		-1.0	0.6	-0.1	4.7	3.9

Fonte: INE.

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

### **Forte contração do consumo privado e aumento da taxa de poupança, num contexto de redução das perspetivas de rendimento permanente e incerteza acrescida**

O consumo privado registou em 2012 uma contração de 5.6 por cento (depois de uma queda de 3.8 por cento em 2011), num contexto de ajustamento dos níveis de despesa e endividamento das famílias (Quadro 5.2). A contração do consumo privado esteve associada a uma forte redução do rendimento disponível das famílias, a uma deterioração acentuada das condições no mercado de trabalho, à prevalência de condições de financiamento restritivas e a uma elevada incerteza sobre a natureza das medidas adicionais a adotar e ao grau de ajustamento do desequilíbrio orçamental.

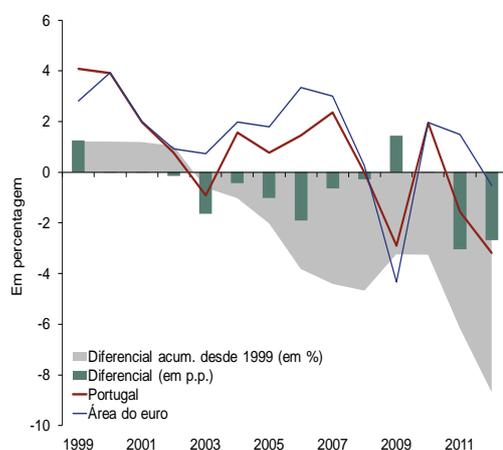
Como referido, a redução dos níveis de consumo das famílias portuguesas em 2011 e 2012 insere-se no processo de ajustamento da procura interna para níveis compatíveis com a produção e o rendimento dos agentes residentes. Refira-se que, desde 1999, Portugal acumulou um diferencial positivo de crescimento do consumo privado face à área do euro que atingiu mais de 10 por cento em 2010 (Gráfico 5.2) e que contrasta com o diferencial negativo de cerca de 3 por cento para o crescimento acumulado do PIB no mesmo período (Gráfico 5.1). Esta dinâmica foi revertida de forma muito significativa em 2011 e 2012.

A queda do consumo privado em 2012 abrange todas as suas componentes, tendo sido particularmente intensa no que respeita aos bens duradouros (Quadro 5.2 e Gráfico 5.3). O ajustamento da despesa em bens de consumo duradouros no período recente terá sido mais pronunciado do que o registado em anteriores períodos recessivos, o que indicia a necessidade das famílias adequarem o *stock* deste tipo de bens às suas perspetivas de rendimento permanente e reavaliarem os seus níveis de endividamento, no quadro do ajustamento da economia portuguesa. As despesas de consumo corrente, após um crescimento superior ao do rendimento disponível real no período anterior à eclosão da crise financeira, registaram uma queda moderada. Esta evolução esteve também associada à reavaliação das perspetivas de rendimento permanente, bem como ao aumento da incidência de restrições de liquidez e à redução acentuada da confiança dos consumidores (Gráfico 5.4). A diminuição do consumo corrente incide fundamentalmente sobre a componente não alimentar, tendo a componente alimentar registado uma virtual estabilização desde 2010, explicada pela menor elasticidade da despesa em bens essenciais face à evolução do rendimento.

O ano de 2012 fica marcado pelo aumento significativo da taxa de poupança das famílias, num contexto de queda substancial do rendimento disponível real, pelo segundo ano consecutivo. Esta evolução revela

**Gráfico 5.1**

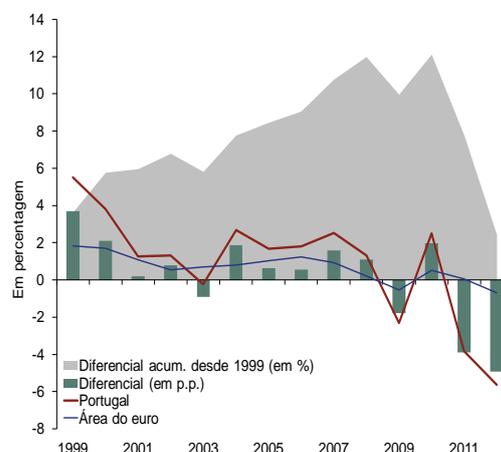
**CRESCIMENTO DO PIB EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIAÇÃO REAL**



Fontes: Eurostat e INE.

**Gráfico 5.2**

**CRESCIMENTO DO CONSUMO PRIVADO EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIAÇÃO REAL**



Fontes: Eurostat e INE.

Quadro 5.2

CONSUMO PRIVADO E PRINCIPAIS COMPONENTES   TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM						
	% do total em 2012	2008	2009	2010	2011	2012
Consumo privado	100	1.3	-2.3	2.5	-3.8	-5.6
Consumo corrente	93	1.4	-0.6	1.3	-2.1	-4.0
Alimentar	20	1.1	0.8	1.2	0.0	-0.4
Não alimentar	73	1.5	-0.9	1.3	-2.7	-4.9
Consumo de bens duradouros	7	0.7	-16.9	14.5	-18.5	-23.0
Veículos automóveis	3	-1.0	-26.5	28.1	-24.9	-35.2
Outros bens duradouros	4	2.4	-7.7	4.1	-12.4	-13.2
<i>Por memória:</i>						
Rendimento disponível real <sup>(a)</sup>		1.4	1.8	1.7	-4.9	-2.9
Taxa de poupança		7.1	10.9	10.1	9.1	11.6

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

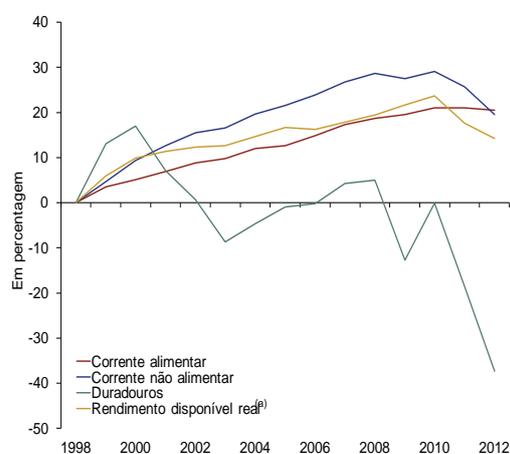
**Nota: (a)** Deflacionado pelo deflator do consumo privado.

a natureza distinta do atual período recessivo no que respeita ao comportamento dos consumidores. A perceção da natureza permanente do ajustamento do nível de rendimento, assim como o aumento da incidência de restrições de liquidez e da aversão ao risco, terão induzido alterações de comportamento dos consumidores que se materializaram num forte aumento da taxa de poupança. Adicionalmente, a redução acentuada de componentes do rendimento associadas a uma maior propensão ao consumo e o aumento de tipos de rendimento que têm associada uma menor propensão terão também contribuído para esta evolução da taxa de poupança (ver "Caixa 5.1 A subida da taxa de poupança em 2012: uma explicação com base na evidência micro e macroeconómica", deste Relatório).

De facto, um aspeto relevante diz respeito à natureza da queda do rendimento disponível em 2012, a qual foi largamente determinada pela redução das remunerações do trabalho (Quadro 5.3). Esta evolução traduz a suspensão do pagamento dos subsídios de férias e de Natal e a redução do número de efetivos no setor público, bem como a queda do emprego conjugada com a moderação salarial no setor privado. No setor público, uma parte significativa da redução do emprego teve como contrapartida um aumento do número de pensionistas. Não obstante o aumento significativo do número de aposentados e da despesa com o subsídio de desemprego, as transferências internas registaram uma redução sensível em

Gráfico 5.3

#### EVOLUÇÃO DO CONSUMO PRIVADO, POR TIPO DE BEM | AUMENTO ACUMULADO DESDE 2008

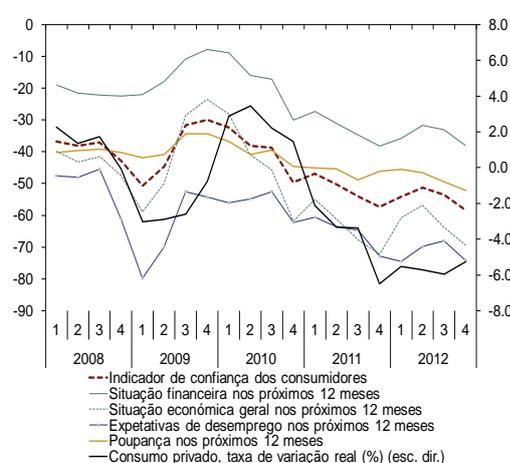


**Fontes:** INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota: (a)** Deflacionado pelo deflator do consumo privado.

Gráfico 5.4

#### CONFIANÇA DOS CONSUMIDORES | SALDO DE RESPOSTAS EXTREMAS, MÉDIA TRIMESTRAL



**Fontes:** Comissão Europeia e INE.

### Quadro 5.3

RENDIMENTO DISPONÍVEL DOS PARTICULARES   TAXA DE VARIAÇÃO NOMINAL, EM PORCENTAGEM						
	% do total em 2012	2008	2009	2010	2011	2012
Rendimento disponível	100	4.0	-0.4	3.0	-1.3	-0.9
Remunerações do trabalho	68	3.4	0.1	1.1	-1.6	-7.2
Transferências internas	30	7.5	7.0	3.3	-1.9	-3.0
Transferências externas	2	2.1	-20.6	8.6	3.8	20.6
Rendimentos de empresas e propriedade	30	4.7	-6.3	3.9	3.4	7.5
Impostos diretos (-)	9	3.6	0.7	-0.6	10.0	-6.6
Contribuições sociais (-)	21	5.8	0.1	0.5	-0.7	-7.7

Fonte: INE.

2012, que resultou da suspensão do pagamento dos subsídios de férias e de Natal aos pensionistas. Em sentido contrário observou-se um aumento muito significativo dos rendimentos de empresa e propriedade e das transferências externas. O aumento dos rendimentos de empresa e propriedade beneficiou da evolução dos juros líquidos recebidos pelas famílias, os quais terão sido afetados positivamente pela constituição no passado de depósitos com maturidades mais longas e com taxas de remuneração mais elevadas, assim como do aumento de dividendos distribuídos, num quadro de aumento do excedente bruto de exploração (ver “Capítulo 6 Preços”, deste Relatório). O aumento das transferências externas reflete, essencialmente, um aumento muito significativo das remessas de emigrantes, com maior incidência em países fora da área do euro.

#### **Redução do consumo público no âmbito do processo de consolidação orçamental**

No que respeita à evolução do consumo público, a redução de 4.4 por cento em 2012 (após uma queda de 4.3 por cento em 2011) traduz a redução do número de efetivos e a diminuição das despesas em bens e serviços das administrações públicas, no âmbito do processo de consolidação orçamental.

A redução do número de efetivos das administrações públicas tem um impacto negativo direto sobre as despesas com pessoal e, conseqüentemente, sobre as remunerações do trabalho auferidas pelas famílias. No entanto, o impacto líquido na despesa pública, assim como no rendimento disponível das famílias, tem de levar em consideração que uma parte significativa da redução do número de efetivos decorreu da sua aposentação, contribuindo para um aumento do número de pensionistas.

A redução das despesas em bens e serviços reflete a queda do volume do consumo intermédio das administrações públicas e das prestações sociais em espécie dirigidas às famílias. A diminuição do volume de consumo intermédio traduz-se numa redução da procura por parte das administrações públicas de bens e serviços produzidos pelo setor privado, afetando por esta via a produção e o emprego. Por seu turno, a redução do volume das prestações sociais em espécie não afeta diretamente o rendimento disponível das famílias que traduz apenas prestações de natureza pecuniária. No entanto, esta redução implica que as famílias que continuem a utilizar os bens e serviços que deixaram de ser provisionados pelo setor público mobilizem recursos para fazer face a estas despesas.

#### **Redução do investimento num quadro de incerteza e deterioração das perspetivas de procura**

O investimento registou uma queda de 13.7 por cento em 2012, após uma redução de 13.8 por cento no ano anterior. Esta evolução traduziu uma contração da formação bruta de capital fixo (FBCF) de 14.5 por cento em 2012, acompanhada por um contributo de 1.1 pontos percentuais (p.p.) da variação de existências para a taxa de variação anual do investimento. Após a significativa desacumulação observada em 2011, o volume de existências terá registado apenas uma redução marginal em 2012.

A redução da FBCF foi generalizada a todos os setores institucionais (Quadro 5.4). O investimento residencial continuou a reduzir-se, tendo registado um volume similar ao do início dos anos 90, após uma década de quedas consecutivas. Esta evolução do investimento residencial, depois do aumento significativo nos anos 90, traduz uma gradual estabilização do *stock* de habitação num novo nível, após o aumento registado no período subsequente ao processo de liberalização financeira e convergência nominal. O investimento residencial terá sido fortemente condicionado em 2012 pela reavaliação das perspetivas de rendimento permanente das famílias. Contribuíram também para esta evolução a deterioração das condições no mercado de trabalho, o aumento da incerteza face aos níveis de rendimento futuros e a restritividade das condições de financiamento.

Por sua vez, a FBCF empresarial registou em 2012 uma descida acentuada, superior à registada nos anos anteriores. Esta redução foi marcada pela forte contração da procura no mercado interno e pela estagnação da procura externa, com reflexo nas expectativas de exportação das empresas portuguesas. A deterioração das perspetivas de procura nos mercados interno e externo, em conjugação com a necessidade de redução dos níveis de endividamento das empresas portuguesas e o aumento da incerteza terão induzido um adiamento de decisões de investimento por parte do setor empresarial, em particular tendo em conta o baixo nível de utilização da capacidade produtiva (Gráfico 5.5). Adicionalmente, a manutenção de condições de financiamento restritivas, tanto ao nível do custo de financiamento como dos critérios utilizados pelos bancos na aprovação de crédito terão continuado a condicionar, embora em muito menor grau, as decisões de investimento das empresas (ver Gráfico 5.6 e Secção “2.2 Condições monetárias e financeiras da economia portuguesa”, deste Relatório).

O investimento público voltou a registar uma queda muito forte em 2012 tendo em conta a necessidade de redução da despesa pública. A contração do investimento público em 2012 reflete essencialmente a descida da FBCF de um conjunto de empresas incluídas no perímetro de consolidação das administrações públicas. Refira-se que é fundamental que a redução das despesas de investimento das administrações públicas seja enquadrada no plano de racionalização do setor público, assegurando a manutenção da operacionalidade de um conjunto de infraestruturas fundamentais ao desenvolvimento da atividade económica.

A redução da FBCF em 2012 traduziu uma queda muito acentuada do investimento em construção, que reflete a evolução fortemente negativa do investimento residencial e do investimento público, mas também da componente empresarial, uma vez que o baixo nível de utilização da capacidade produtiva das empresas não terá dinamizado a construção de novas unidades de produção. Adicionalmente, a redução da FBCF empresarial traduziu-se ainda numa acentuada redução do investimento em material

**Quadro 5.4**

INVESTIMENTO   TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PORCENTAGEM						
	% do total em 2012	2008	2009	2010	2011	2012
Investimento	100	-0.1	-13.3	1.4	-13.8	-13.7
Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF)	99	-0.3	-8.6	-3.1	-10.7	-14.5
<i>por setor institucional</i>						
Público	12	6.0	1.7	25.3	-32.0	-30.8
Privado	87	-1.2	-10.1	-7.9	-5.9	-11.9
Residencial	19	-11.7	-15.4	-11.0	-6.8	-10.9
Empresarial	68	2.3	-8.6	-7.0	-5.6	-12.1
<i>por tipo de produto</i>						
Máquinas e equipamentos	25	11.2	-9.9	-1.0	-7.5	-6.7
Material de transporte	5	-3.8	-21.8	-7.9	-24.5	-24.9
Construção	59	-4.6	-6.6	-4.2	-11.4	-18.1
Outro	9	2.9	-2.6	2.9	-2.6	-7.8
Variação de existências <sup>(a)</sup>		0.2	-4.7	4.5	-3.3	1.1

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

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

de transporte e, em menor medida, numa descida do investimento em máquinas e equipamento, a qual implica uma redução continuada desta componente do *stock* de capital empresarial (ver “Capítulo 4 *Oferta*”, deste Relatório).

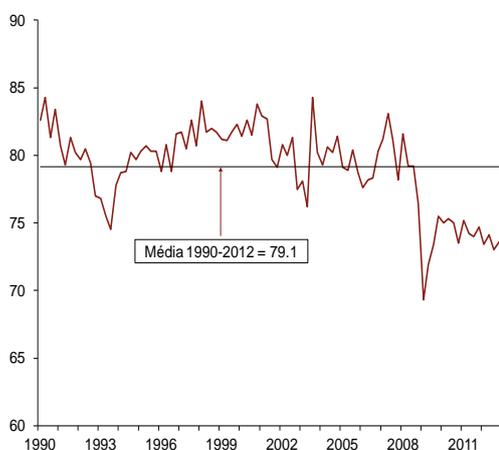
O contributo da variação de existências para a evolução do investimento em 2012 foi de 1.1 p.p. (que contrasta com o contributo negativo de 3.3 p.p. em 2011). Este contributo traduz uma desaccumulação marginal de existências em 2012, após a desaccumulação registada no ano anterior, num contexto em que o nível de atividade económica registou uma queda de magnitude muito superior à observada em 2011 (Gráfico 5.7). O perfil intra-anual da variação de existências em 2012 aponta para uma desaccumulação significativa do volume de existências no primeiro semestre do ano, a qual terá sido compensada quase na totalidade por uma acumulação de existências com forte incidência no quarto trimestre. Esta evolução no último trimestre do ano reflete, entre outros fatores, uma forte redução da procura, cuja magnitude poderá não ter sido antecipada pelos agentes económicos. Adicionalmente, o eventual impacto de fatores de natureza específica pode ter contribuído para esta evolução, nomeadamente a greve nos portos.

### **Assinalável dinamismo das exportações num contexto de agravamento do enquadramento externo**

Num quadro de deterioração da atividade económica global, com destaque para a evolução particularmente negativa observada nos principais parceiros comerciais de Portugal (ver “Capítulo 1 *Enquadramento Internacional*”, deste Relatório), as exportações de bens e serviços registaram uma desaceleração pronunciada em 2012. Em particular, após um crescimento de 7.2 por cento em 2011, as exportações registaram um crescimento em volume de 3.3 por cento em 2012, o que se situa novamente acima do verificado na área do euro. Apesar deste marcado abrandamento, o desempenho das exportações portuguesas tem subjacente um ganho de quota significativo de cerca de 3.5 por cento, à semelhança do observado no ano anterior (Gráfico 5.8). Refira-se que o ganho de quota acumulado registado por Portugal nos últimos dois anos é um dos mais elevados entre os países da área do euro (Gráfico 5.9). Este desempenho assinalável revela a capacidade das empresas portuguesas em adequar as suas estratégias de mercado, nomeadamente via um esforço acrescido no sentido de reorientar a sua atividade para o mercado externo, dada a significativa contração da procura interna percebida pelos agentes económicos como

**Gráfico 5.5**

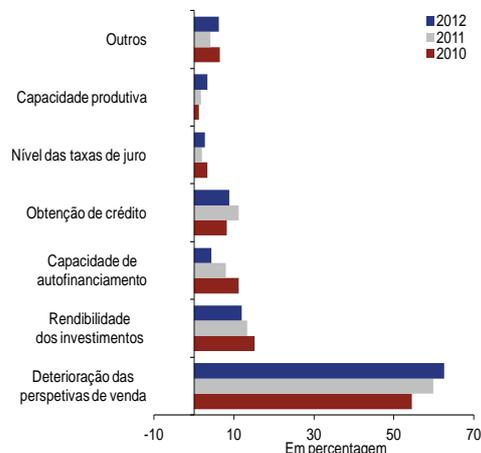
**TAXA DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA | EM PORCENTAGEM DA CAPACIDADE INSTALADA**



Fonte: Comissão Europeia.

**Gráfico 5.6**

**PRINCIPAL FATOR LIMITATIVO AO INVESTIMENTO | PORCENTAGEM DO NÚMERO DE EMPRESAS COM LIMITAÇÕES AO INVESTIMENTO**

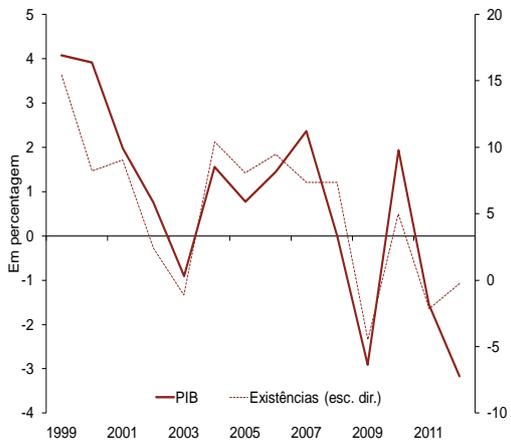


Fonte: INE (Inquérito ao Investimento).

Nota: Os resultados apresentados para cada ano têm por base o Inquérito ao Investimento publicado em Julho.

**Gráfico 5.7**

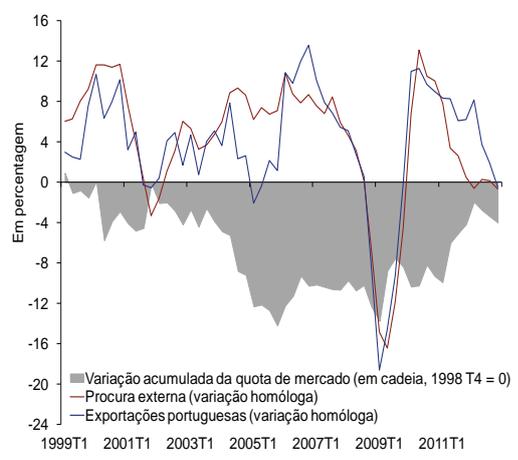
**EXISTÊNCIAS E ATIVIDADE ECONÓMICA | TAXA DE VARIACÃO ANUAL**



**Fontes:** INE e cálculos do Banco de Portugal.  
**Nota:** A série “Existências” corresponde a uma estimativa com base no método de inventário permanente. Assumiu-se que o nível de existências era cerca de 60 por cento do PIB em 1953 (o que correspondia a um nível de existências equivalente a cerca de sete meses de produção), tendo-se acumulado desde então os níveis de variação de existências com base nas Séries Longas do Banco de Portugal para o período 1953-1995 e nos valores publicados pelo INE desde 1995.

**Gráfico 5.8**

**EVOLUÇÃO DA QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS E SERVIÇOS | TAXA DE VARIACÃO REAL**

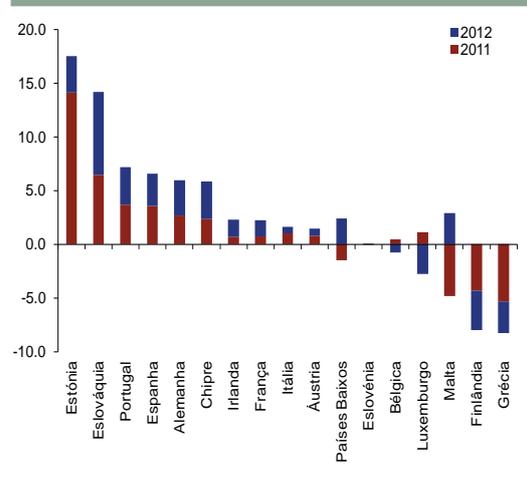


**Fontes:** BCE, INE, Instituto de Estatística do Reino Unido e cálculos do Banco de Portugal.  
**Nota:** Procura externa corrigida do efeito da fraude fiscal no Reino Unido.

permanente. Refira-se que, no sentido de reforçar a competitividade-preço das exportações portuguesas, encontra-se também a continuada diminuição dos custos unitários do trabalho relativos, que já reverteu a apreciação real acumulada observada desde o início da participação na área do euro (Gráfico 5.10).

**Gráfico 5.9**

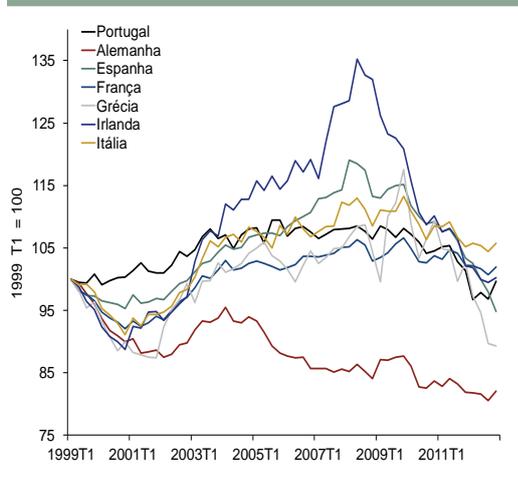
**VARIAÇÃO DA QUOTA DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS NOS PAÍSES DA ÁREA DO EURO | EM VOLUME**



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

**Gráfico 5.10**

**CUSTOS UNITÁRIOS DO TRABALHO RELATIVOS | TOTAL DA ECONOMIA**



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

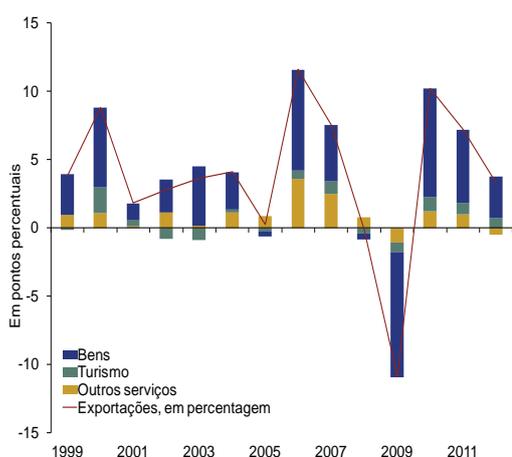
Não obstante se ter registado uma desaceleração das exportações, quer ao nível dos bens quer dos serviços (Gráfico 5.11), as exportações de bens apresentaram uma maior resiliência num contexto económico internacional mais desfavorável. Em particular, as exportações de bens registaram um crescimento em volume de 4.3 por cento, o que compara com um crescimento médio de 3.7 por cento desde o início da participação de Portugal na área do euro. Por sua vez, as exportações de serviços apresentaram um aumento significativamente mais modesto, situando-se em 0.8 por cento, o que corresponde a uma variação substancialmente inferior à observada, em média, desde 1999 (4.6 por cento). De referir que a evolução das exportações de serviços refletiu, em particular, a queda das exportações de outros serviços uma vez que as exportações de turismo, apesar de terem registado uma moderação, apresentaram um crescimento relativamente elevado.

Em termos intra-anuais, após a aceleração observada no início de 2012, que se traduziu num crescimento real, em termos homólogos, das exportações de bens e serviços superior a 8 por cento no primeiro trimestre, assistiu-se a um abrandamento no período subsequente, tendo-se registado uma queda de 0.5 por cento no último trimestre de 2012 (Gráfico 5.8). A ocorrência de diversos períodos de greve por parte de trabalhadores de alguns dos principais portos nacionais, desde o mês de setembro até ao final do ano, terá afetado a evolução das exportações, nomeadamente com destino extracomunitário dado que se processam em larga medida por via marítima (cerca de 80 por cento).

O crescimento nominal das exportações de bens em 2012 situou-se em 5.8 por cento após um aumento de 15.0 por cento no ano anterior, sendo que excluindo combustíveis se situou em 4.8 e 14.3 por cento, respetivamente (Quadro 5.5). Refira-se que para este abrandamento contribuiu de forma expressiva a desaceleração do deflator das exportações portuguesas, após um forte crescimento em 2011, tendo sido mais marcada do que na generalidade dos países da área do euro. A evolução das exportações de bens tem subjacente a manutenção do processo de diversificação geográfica que se tem vindo a registar nos últimos anos (Gráfico 5.12). Por um lado, as exportações intracomunitárias registaram um forte abrandamento (de 13.5 para 1.0 por cento) num quadro de deterioração acrescida da atividade económica na área do euro (Gráfico 5.13). Esta evolução foi particularmente marcada nas exportações

Gráfico 5.11

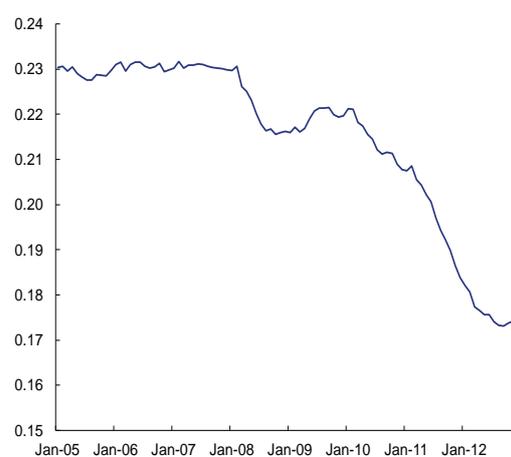
DECOMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO REAL DAS EXPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS | CONTRIBUTO PARA A TAXA DE VARIÇÃO ANUAL



Fonte: INE.

Gráfico 5.12

DIVERSIFICAÇÃO GEOGRÁFICA DAS EXPORTAÇÕES DE BENS | ÍNDICE DE HERFINDAL-HIRSCHMAN



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** O índice de *Herfindal-Hirschman* é um índice de concentração em que uma redução do índice indica uma menor concentração. O índice está normalizado no intervalo [0,1]. Para mais detalhes ver "Caixa 1.1 A diversificação geográfica das exportações de mercadorias", Banco de Portugal, *Boletim Económico - Verão 2012*.

Quadro 5.5

## EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE BENS POR TIPO DE BEM, GRAU DE INTENSIDADE TECNOLÓGICA E PAÍS DE DESTINO | TAXA DE VARIAÇÃO

	Pesos 2011	Pesos 2012	Taxa de variação homóloga (em percentagem)						
			2010	2011	2012	2012			
						1º trim	2º trim	3º trim	4º trim
Total	100.0	100.0	17.6	15.0	5.8	11.5	6.5	4.4	1.1
Total excluindo combustíveis	93.3	91.9	15.1	14.3	4.8	8.1	5.5	3.1	2.4
<i>Por tipo de bem</i>									
Agrícolas	5.4	5.4	18.4	13.0	6.0	9.1	5.2	9.6	1.3
Alimentares	5.2	5.2	3.8	13.1	6.8	9.8	3.6	3.8	9.9
Combustíveis minerais	7.2	8.5	54.7	29.4	24.9	86.0	20.8	27.0	-9.0
Químicos	5.7	5.7	21.7	27.1	5.7	-7.1	12.9	11.1	6.8
Plásticos, borracha	6.8	6.8	27.0	15.9	6.3	9.7	2.2	8.0	5.6
Peles, couros	0.4	0.4	38.8	24.1	11.6	24.9	11.0	-2.4	14.3
Madeira, cortiça	3.3	3.2	10.2	10.0	2.3	5.3	0.7	-0.6	3.8
Pastas celulósicas, papel	5.1	4.9	36.9	6.4	2.0	-1.0	3.5	-0.5	6.2
Matérias têxteis	4.0	3.7	14.7	10.5	-2.7	-2.4	-6.4	-4.4	2.6
Vestuário	5.7	5.4	6.7	6.4	0.9	3.9	-1.8	-0.8	2.3
Calçado	3.7	3.6	9.9	12.9	4.1	0.8	2.7	-0.7	17.9
Minerais, minérios	5.1	4.9	14.7	5.5	1.8	5.0	10.3	1.2	-9.0
Metais comuns	8.0	8.2	21.3	13.8	8.5	6.2	7.0	10.1	11.2
Máquinas, aparelhos	14.6	15.1	8.7	11.4	9.5	14.6	10.2	7.4	6.0
Veículos, outro material de transporte	13.0	11.7	22.0	22.4	-4.8	8.5	1.4	-14.6	-15.4
Ótica e precisão	1.1	1.2	14.8	13.2	16.7	17.6	23.3	22.6	5.8
Outros produtos	5.9	6.1	8.9	20.6	9.1	23.4	11.1	6.7	-2.3
<i>Por grau de intensidade tecnológica<sup>(a)</sup></i>									
Alta tecnologia	7.3	6.8	12.2	15.8	-2.2	4.3	5.4	-6.8	-10.0
Média-alta tecnologia	29.3	29.0	20.8	18.2	4.6	8.2	6.6	3.4	0.1
Média-baixa tecnologia	23.8	26.2	21.7	20.3	16.4	34.7	17.0	15.0	2.0
Baixa tecnologia	33.2	32.6	14.1	14.1	3.8	5.3	2.7	1.1	6.0
Categoria residual	6.3	5.5	15.6	-8.3	-8.6	-9.2	-13.1	-1.0	-10.4
<i>Por país de destino</i>									
Intracomunitário	74.4	71.1	17.6	13.5	1.0	5.0	2.2	-0.9	-2.4
dos quais:									
Espanha	24.9	22.5	16.7	6.1	-4.5	-3.2	-5.7	-4.8	-4.3
Alemanha	13.6	12.3	18.1	19.8	-4.1	4.2	-1.9	-10.7	-8.2
França	12.2	11.8	13.8	16.5	2.8	8.6	0.4	2.3	-0.2
Reino Unido	5.2	5.3	14.0	9.6	7.0	11.8	9.8	-1.5	7.9
Itália	3.7	3.7	16.1	13.7	7.4	4.0	-0.8	2.1	27.2
Extracomunitário	25.6	28.9	17.4	19.6	19.8	33.6	19.7	19.0	10.0
dos quais:									
PALOP	6.8	8.0	-9.4	21.2	24.3	30.1	31.5	25.4	14.6
Estados Unidos	3.5	4.1	30.7	13.1	24.7	50.9	12.0	45.5	-0.7
Brasil	1.4	1.5	49.2	32.7	16.5	9.2	10.3	40.9	6.7
China	0.9	1.7	5.1	70.3	96.2	186.6	185.6	100.9	1.4

Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: (a) 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 extractiva, 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.

para Espanha, sendo relativamente transversal por tipo de bem, e para a Alemanha, refletindo sobretudo a evolução muito desfavorável das exportações de veículos e outro material de transporte<sup>1</sup>. É de salientar que, apesar de Espanha continuar a constituir o principal destino das exportações portuguesas, tem visto a sua importância diminuir de forma expressiva no período mais recente (de 27 por cento em 2010 para 22.5 por cento em 2012). Pelo contrário, as exportações de bens para mercados extracomunitários mantiveram o elevado ritmo de crescimento que têm evidenciado nos últimos anos, registando uma variação de 19.8 por cento em 2012, e que se tem traduzido num aumento significativo do seu peso nas exportações portuguesas (atingindo um valor próximo de 29 por cento em 2012, o que compara com um peso inferior a 25 por cento em 2010). Em particular, destaque-se o aumento das exportações para os PALOP, nomeadamente para Angola, de produtos de média-alta tecnologia, bem como a aceleração pronunciada das exportações para os Estados Unidos, refletindo em larga medida o comportamento das exportações de combustíveis. O crescimento significativo das exportações de combustíveis em 2012 reflete, apenas parcialmente, a evolução do respetivo preço, que se encontra em linha com o observado nos mercados internacionais (ver “Capítulo 6 Preços”, deste Relatório). Adicionalmente, é de destacar a evolução das exportações para a China, que têm registado aumentos muito substanciais desde o final de 2011, em particular de veículos e outro material de transporte. Refira-se que a evolução das exportações nominais de bens tem subjacente ganhos de quota de mercado significativos em 2011 e 2012 quando se leva em consideração a especialização geográfica das exportações portuguesas. Contudo, o efeito da especialização relativa em termos da distribuição geográfica das exportações tem-se revelado desfavorável no período mais recente. Este facto, reforçado por um efeito composição em termos de produtos também negativo, traduziu-se numa perda de quota das exportações portuguesas no comércio mundial em 2012 (ver “Caixa 5.2 Quotas de mercado das exportações portuguesas em 2012: uma análise com base numa amostra de mercados de exportação”, deste Relatório).

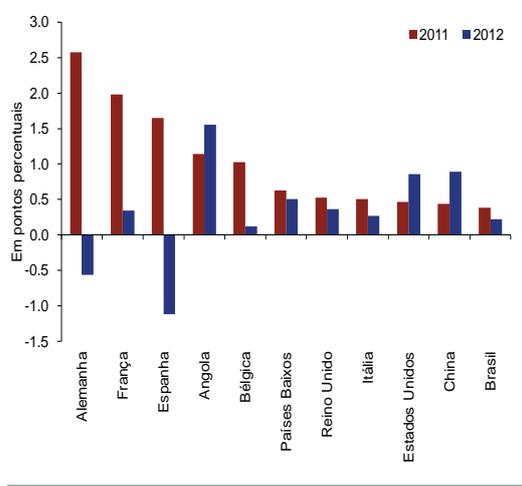
Considerando o grau de intensidade tecnológica, a desaceleração das exportações de bens observada em 2012 foi relativamente generalizada, embora particularmente marcada no caso da alta e média-alta tecnologia. No que se refere à alta tecnologia, tal reflete a forte desaceleração das exportações de produtos farmacêuticos e a evolução desfavorável das exportações de máquinas e aparelhos, nomeadamente de audiovisual. Por sua vez, o pronunciado abrandamento observado no caso da média-alta tecnologia, esteve associado em larga medida à evolução negativa das exportações de veículos. Apesar de se ter registado alguma moderação nas exportações de média-baixa tecnologia, esta foi a componente que apresentou um maior dinamismo em 2012, suportado em grande parte pela evolução registada nos produtos petrolíferos. Relativamente à baixa tecnologia, a desaceleração foi particularmente visível em setores dito tradicionais, nomeadamente têxteis, vestuário e calçado, bem como no setor do papel e da pasta de papel.

Não obstante um enquadramento externo bastante mais adverso, as exportações de turismo registaram uma desaceleração moderada em 2012, o que se traduziu num novo aumento de quota de Portugal no turismo mundial, em termos reais (Gráfico 5.14). Em particular, as exportações de turismo aumentaram, em volume, 5.9 por cento (após 6.8 por cento em 2011) com as dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros em Portugal a registarem um crescimento de 5.0 por cento (face a 10.1 por cento no ano anterior). A desaceleração reflete em grande medida a evolução desfavorável dos fluxos de turistas provenientes do Reino Unido, que constitui o principal mercado das exportações portuguesas de turismo, e de Espanha, que registou inclusivamente uma queda superior a 10 por cento (Gráfico 5.15). A mitigar este comportamento, assistiu-se a um aumento significativo de turistas provenientes da Alemanha,

<sup>1</sup> Refira-se que no período anterior a outubro de 2011, a exportação de veículos ligeiros de passageiros com destino à China era feita por via indireta através da Alemanha.

Gráfico 5.13

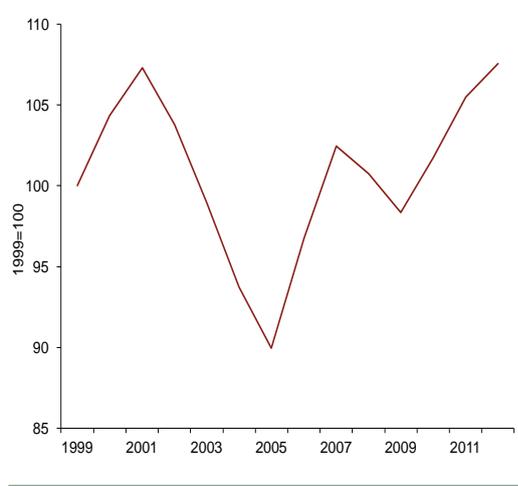
CONTRIBUTO DOS PRINCIPAIS PARCEIROS COMERCIAIS PARA A EVOLUÇÃO DAS EXPORTAÇÕES NOMINAIS DE BENS



Fonte: INE.

Gráfico 5.14

EVOLUÇÃO DA QUOTA DE PORTUGAL NO TURISMO MUNDIAL



Fonte: World Travel & Tourism Council.

Nota: Índice calculado com base nas receitas de turismo a preços constantes de 2011.

beneficiando de uma situação económica comparativamente mais benigna. Adicionalmente, refira-se que as receitas de turismo em termos nominais apresentaram uma variação próxima da observada em termos reais, dado que os preços registaram uma relativa estabilização. Relativamente às exportações de outros serviços, verificou-se uma diminuição de 2.7 por cento, em termos reais, após um crescimento de 5.7 por cento no ano anterior. De acordo com a informação da Balança de Pagamentos divulgada pelo Banco de Portugal, esta desaceleração deverá refletir em larga medida a evolução desfavorável dos serviços de transporte, num contexto de desaceleração das exportações de bens, e de outros serviços fornecidos por empresas, nomeadamente comércio triangular e outros serviços de intermediação comercial, bem como serviços técnico-profissionais diversos<sup>2</sup>.

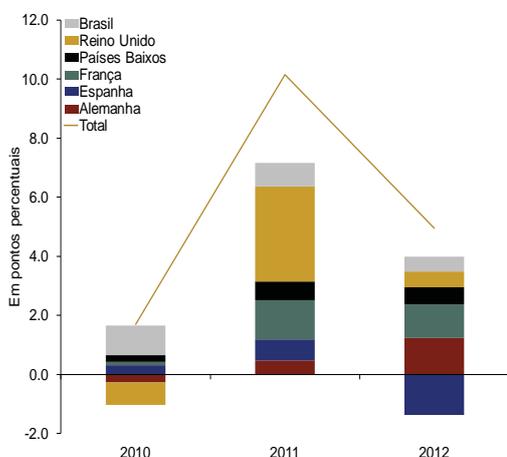
**Redução pronunciada das importações em linha com a evolução da procura global**

Num contexto de continuada contração da procura interna, as importações voltaram a registar uma queda em 2012. Em particular, as importações de bens e serviços apresentaram uma diminuição, em termos reais, de 6.9 por cento, após uma redução de 5.9 por cento no ano anterior. Esta quebra foi visível quer ao nível dos bens quer dos serviços (-6.8 e -7.5 por cento, respetivamente) e traduziu-se numa nova descida da taxa de penetração das importações na procura global (Gráfico 5.16). Não obstante ser o segundo ano consecutivo de diminuição da penetração das importações, ainda subsiste uma variação acumulada significativamente positiva desde o início da área do euro. Em termos gerais, a taxa de penetração das importações apresenta uma relação com o grau de integração económica internacional, tendo uma evolução negativa nos períodos de recessão, nomeadamente pelo facto das componentes mais sensíveis ao ciclo terem um maior conteúdo importado.

2 Refira-se que no caso do comércio triangular, esta rubrica encontra-se significativamente influenciada pela deslocalização para o exterior de empresas que se encontravam na Zona Franca da Madeira, na sequência da alteração do regime fiscal no início de 2012. No âmbito das estatísticas da Balança de Pagamentos, tal traduziu-se numa queda substancial quer das exportações quer das importações associadas a este tipo de serviço. Contudo, para efeitos de Contas Nacionais, apenas é considerada a evolução deste tipo de operações em termos líquidos, sendo imputado o respetivo valor às exportações de serviços.

Gráfico 5.15

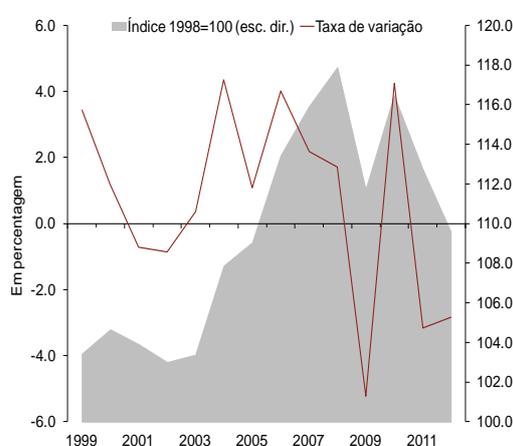
DORMIDAS DE NÃO RESIDENTES CONTRIBUTOS POR PAÍS DE ORIGEM



Fonte: INE.

Gráfico 5.16

TAXA DE PENETRAÇÃO DAS IMPORTAÇÕES NA PROCURA GLOBAL | EM TERMOS REAIS



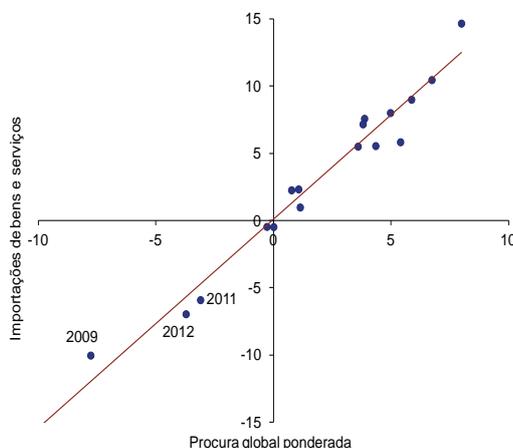
Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

Notas: 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.

Em 2012, a evolução das importações está largamente em linha com a queda da procura global ponderada por conteúdos importados (Gráfico 5.17). Refira-se que a evolução das importações, em termos reais, reflete a queda observada na componente não energética dado que se registou um aumento na componente energética, o qual estará em grande medida associado ao dinamismo das exportações de combustíveis. No que se refere às importações de bens excluindo combustíveis, destaque-se a redução particularmente acentuada de algumas componentes da procura com elevado conteúdo importado, como o consumo de bens duradouros e a FBCF em máquinas e material de transporte. Em termos nominais, as importações de veículos automóveis e outro material de transporte diminuiram 25.1 por cento enquanto as importações de máquinas e aparelhos apresentaram uma queda de 9.0 por cento. O abrandamento das importações de bens foi relativamente generalizado por áreas geográficas, tendo-se registado uma

Gráfico 5.17

IMPORTAÇÕES DE BENS E SERVIÇOS E PROCURA GLOBAL PONDERADA | TAXA DE VARIAÇÃO, EM PERCENTAGEM



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

quebra nominal de 7.6 por cento no caso dos mercados intracomunitários e um crescimento modesto de 1.4 por cento na componente extracomunitária (-2.6 e 12.8 por cento no ano anterior, respetivamente).

Por sua vez, as importações de turismo voltaram a registar uma queda, que se situou em 3.5 por cento em 2012, em termos reais (-2.1 por cento em 2011) num quadro de significativa diminuição do rendimento disponível real e de incerteza em relação ao rendimento futuro, de contínua degradação da situação no mercado de trabalho e de restritividade no acesso a novo crédito. Esta evolução reflete, em larga medida, o comportamento particularmente desfavorável das importações de turismo com origem em Espanha, cujo peso ascende a cerca de um terço desta rubrica (-7.8 por cento, em termos nominais, após uma variação de -1.1 por cento no ano anterior). Refira-se que o turismo de portugueses em território nacional também terá registado novamente uma diminuição, com as dormidas de residentes em estabelecimentos hoteleiros em Portugal a apresentarem uma queda de 7.2 por cento (-2.5 por cento em 2011).

Em relação aos outros serviços, as importações apresentaram uma diminuição de 8.4 por cento, em termos reais, refletindo uma evolução negativa na generalidade das suas componentes.



## CAIXA 5.1 | A SUBIDA DA TAXA DE POUPANÇA DAS FAMÍLIAS EM 2012: UMA EXPLICAÇÃO COM BASE EM EVIDÊNCIA MACRO E MICROECONÓMICA

A poupança das famílias ascendeu em 2012 a valores máximos desde o início da área do euro, avaliada tanto em nível como em percentagem do rendimento disponível (Gráfico 1). A presente caixa procura compreender esta evolução, à luz de evidência macro e microeconómica. Por um lado, procede-se à atualização e reestimação do modelo de regressão apresentado em Alves e Cardoso (2010)<sup>1</sup>. Por outro lado, apresenta-se evidência microeconómica com base nos dados do Inquérito às Despesas das Famílias 2010/2011 do INE<sup>2</sup>.

A evolução temporal da poupança pode ser explorada através da estimação de um modelo que relaciona a taxa de poupança dos particulares com um conjunto de determinantes macroeconómicos. No modelo de regressão com mecanismo corretor do erro estimado em Alves e Cardoso (2010), encontrou-se uma relação de longo prazo estável entre a taxa de poupança dos particulares e as seguintes variáveis: (i) uma taxa representativa dos depósitos a prazo (com sinal positivo, dado que representa o custo de oportunidade do consumo atual face ao consumo futuro); (ii) o saldo orçamental excluindo medidas temporárias (que tem uma relação negativa com a taxa de poupança, sugerindo algum efeito de substituição entre despesa pública e privada); e (iii) a taxa de variação em volume do PIB (com sinal positivo). Por seu turno, a equação de curto prazo estimada relaciona a variação da taxa de poupança com aquela relação de longo prazo e com as seguintes variáveis macroeconómicas (em primeiras diferenças): (i) saldo orçamental das administrações públicas (em percentagem do PIB); (ii) taxa de crescimento em volume do PIB; e (iii) riqueza dos particulares (líquida de endividamento e em percentagem do rendimento disponível). A taxa de crescimento em volume do PIB representa uma *proxy* do rendimento disponível. A relação positiva estimada está em linha com o comportamento esperado de acordo com a teoria do ciclo de vida, em que o consumo das famílias é geralmente alisado em função do seu rendimento permanente, pelo que flutuações temporárias no rendimento disponível tendem a refletir-se em flutuações da poupança no mesmo sentido. A variável riqueza total líquida dos particulares apresenta uma relação negativa com a taxa de poupança, indicando que flutuações nos níveis de riqueza, em particular resultantes de flutuações de preços dos ativos, tendem a afetar o consumo no mesmo sentido.

A especificação agora reestimada incluiu, para além destas variáveis, a variação da taxa de desemprego na equação de curto prazo do modelo<sup>3</sup>. Esta variável pretende captar o efeito da incerteza quanto aos rendimentos futuros das famílias, bem como o aumento da perceção do risco de uma diminuição permanente do respetivo rendimento real. Com efeito, um aumento significativo do desemprego, tal como observado recentemente, deverá incentivar um aumento da taxa de poupança por motivos de precaução na generalidade das famílias. Este efeito deverá ser mais evidente naquelas que se encontram sem restrições de liquidez.

O modelo foi reestimado para o período de 1986 a 2012. O gráfico 2 apresenta, para o período mais recente, os valores observados para a variação da taxa de poupança e os estimados de acordo com a dinâmica da equação de curto prazo. O modelo apresenta um bom ajustamento aos dados observados, tanto no que se refere ao sinal como à magnitude da variação da taxa de poupança dos particulares.

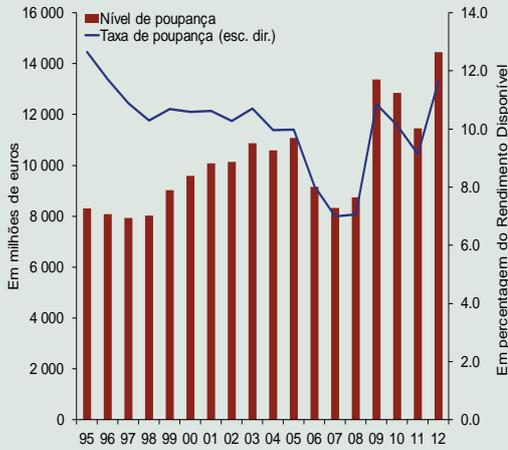
<sup>1</sup> Ver Alves, N. e Cardoso F., (2010), "A poupança das famílias em Portugal: evidência micro e macroeconómica", Banco de Portugal, *Boletim Económico - Inverno*.

<sup>2</sup> Para mais detalhes deste inquérito, ver Instituto Nacional de Estatística (2012), Inquérito às Despesas das Famílias 2010/2011.

<sup>3</sup> Esta inclusão não altera de forma substantiva os coeficientes e a significância estatística das restantes variáveis do modelo.

Gráfico 1

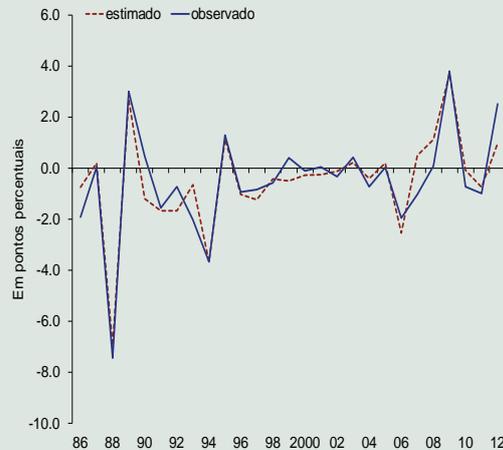
NÍVEL E TAXA DE POUPANÇA DAS FAMÍLIAS EM PORTUGAL



Fonte: INE (Contas Nacionais).

Gráfico 2

VARIAÇÃO DA TAXA DE POUPANÇA OBSERVADA E ESTIMADA PELO MODELO



Fonte: Atualização e reestimação de Alves e Cardoso (2010).

No que se refere a 2012, a variação da taxa de desemprego – enquanto *proxy* adicional para o grau de incerteza e para a natureza permanente do atual ajustamento – tem um contributo fundamental para o aumento estimado da taxa de poupança.

Note-se, ainda assim, que a equação subestima o forte aumento observado em 2012, embora dentro dos intervalos de confiança habitualmente estimados. Neste âmbito, importa sublinhar duas questões. Por um lado, o aumento das restrições de liquidez – num quadro de elevada restritividade no crédito bancário às famílias – deverá ter condicionado significativamente o consumo de algumas famílias, contribuindo para o aumento da taxa de poupança global das famílias. Por outro lado, a evolução da poupança em 2012 poderá ter sido influenciada por efeitos de composição na evolução do rendimento disponível. De facto, em 2012, registou-se uma forte dicotomia entre a evolução dos rendimentos do trabalho (que diminuíram 7.2 por cento) e a dos rendimentos de empresa e propriedade (que registaram um aumento de 7.5 por cento). No caso de estes dois tipos de rendimento apresentarem diferentes propensões à poupança, seria de esperar um efeito de composição não negligenciável sobre a taxa de poupança. Este efeito será particularmente relevante no caso de a evolução dos rendimentos de empresa e propriedade assumir uma natureza essencialmente temporária, caso em que aumentaria a propensão à poupança destes rendimentos.

Uma avaliação, ainda que tentativa, desta questão pode ser efetuada com base no Inquérito às Despesas das Famílias 2010/2011 do INE (IDEF). Este inquérito, conduzido entre março de 2010 e fevereiro de 2011, inclui informação detalhada sobre a despesa e o rendimento de cerca de 17000 agregados familiares. Importa sublinhar que a comparação da taxa de poupança com base no IDEF e a obtida nas contas nacionais apresenta limitações, associadas ao facto de existirem diferenças metodológicas significativas entre estas fontes estatísticas. Não obstante, o IDEF constitui uma base de dados única para analisar perfis de poupança ao nível dos agregados familiares em Portugal. O inquérito fornece ponderadores por agregado familiar que permitem extrapolar os resultados para o conjunto da população. Estes ponderadores foram utilizados em todos os cálculos efetuados.

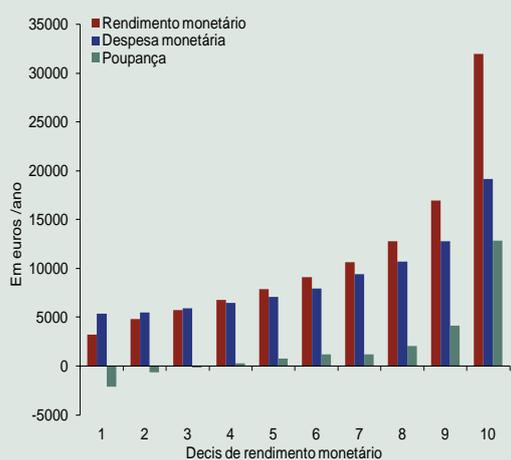
O gráfico 3 caracteriza a distribuição da poupança das famílias em Portugal, de acordo com os decis de rendimento monetário<sup>4</sup>. A poupança foi calculada simplesmente como a diferença entre o rendimento monetário e a despesa monetária de cada agregado familiar. O gráfico evidencia a elevada desigualdade na distribuição da poupança em Portugal. Cerca de 87 por cento do total da poupança é gerada pelos dois decis superiores da distribuição do rendimento.

Esta última observação é relevante dado que o forte aumento dos rendimentos de empresa e propriedade acima aludido esteve maioritariamente associado à evolução dos juros recebidos pelas famílias e à evolução dos outros rendimentos de empresa e propriedade (que incluem, em particular, dividendos e rendas recebidas). No IDEF 2010/2011, estes rendimentos podem ser aproximados através dos “Rendimentos de propriedade e de capital”. De acordo com o inquérito, cerca de 82 por cento do total destes rendimentos é auferido pelos dois decis superiores da distribuição do rendimento, ou seja, aqueles que apresentam taxas de poupança mais elevadas.

Com o objetivo de ilustrar a propensão média à poupança por tipo de rendimento, desagregou-se o rendimento monetário em rendimentos de (i) trabalho por conta própria, (ii) trabalho por conta de outrem, (iii) propriedade e de capital, (iv) pensões e (v) benefícios sociais. O cálculo da poupança média por tipo de rendimento resultou da agregação da poupança de cada família ponderada com o respetivo peso de cada tipo de rendimento no rendimento monetário total. O gráfico 4 apresenta os resultados obtidos. O gráfico sugere que os rendimentos de propriedade e de capital têm uma propensão média à poupança claramente superior à do rendimento do trabalho (bem como um nível de poupança superior, o que é consistente com o facto de estarem concentrados nos decis superiores de rendimento)<sup>5</sup>. Deste modo, o forte crescimento dos rendimentos de propriedade e de capital terá igualmente contribuído para o aumento da taxa de poupança em 2012.

**Gráfico 3**

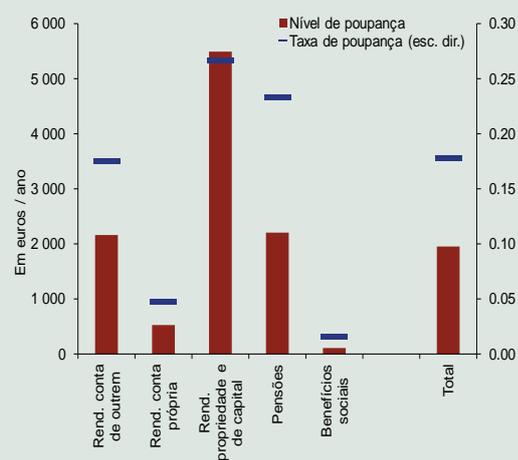
**RENDIMENTO, DESPESA E POUPANÇA DOS AGREGADOS FAMILIARES, POR DECIL DE RENDIMENTO MONETÁRIO**



**Fonte:** INE (IDEF 2010/11).  
**Nota:** Valores reponderados com a escala de equivalência da OCDE.

**Gráfico 4**

**NÍVEL DE POUPANÇA E TAXA DE POUPANÇA, POR SEGMENTO DE RENDIMENTO**



**Fonte:** INE (IDEF 2010/11).  
**Nota:** Valores reponderados com a escala de equivalência da OCDE.

**4** O rendimento monetário, a despesa monetária e a poupança de cada família foram reponderados com a escala de equivalência modificada da OCDE, de forma a captar diferenças na dimensão e composição dos agregados familiares. Esta escala de equivalência atribui um peso de 1.0 ao primeiro adulto do agregado familiar, 0.5 aos restantes adultos e 0.3 a cada criança.

**5** Adicionalmente, confirma-se que a taxa de poupança dos rendimentos associados a benefícios sociais é relativamente baixa e que a taxa de poupança dos rendimentos associados a pensões é relativamente alta (em linha com os resultados reportados em Alves e Cardoso, 2010).



### CAIXA 5.2 | QUOTAS DE MERCADO DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS EM 2012: UMA ANÁLISE COM BASE NUMA AMOSTRA DE MERCADOS DE EXPORTAÇÃO

Esta caixa analisa a variação nominal da quota das exportações portuguesas de bens numa amostra de mercados de exportação, considerando explicitamente a influência da especialização setorial e geográfica. A base de dados utilizada nesta análise é a *Global Trade Atlas*.

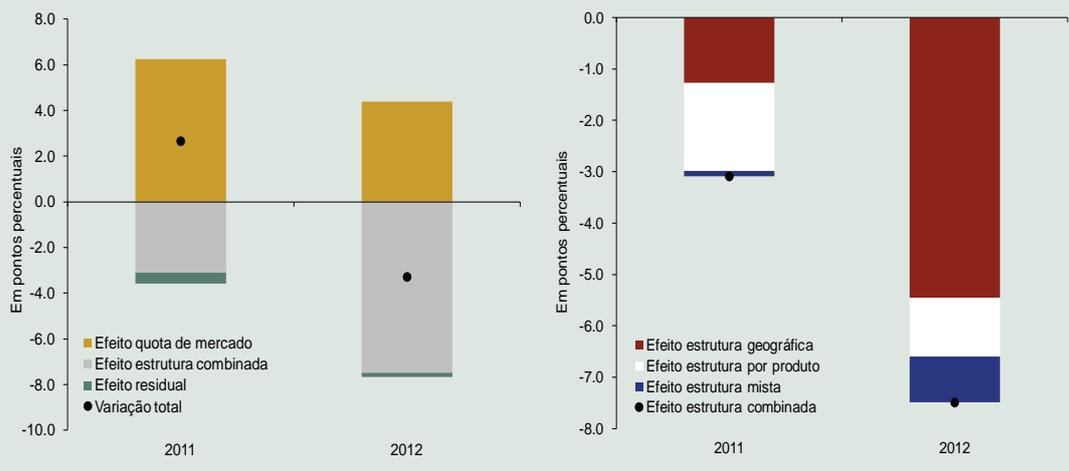
Utilizando uma metodologia de análise de quota de mercado constante é possível avaliar os efeitos da especialização da economia na variação total da quota, uma vez que um país é favorecido se estiver relativamente mais especializado em mercados setoriais/geográficos com maior dinamismo. Depois de descontado este efeito de estrutura, a evolução da quota de mercado traduzirá a competitividade revelada em cada um dos mercados individuais de exportação.

A decomposição da variação total da quota utilizada inclui três parcelas principais: um efeito de quota de mercado, traduzindo as variações efetivas de quota em cada mercado individual país/produto, e dois termos adicionais que medem o impacto da especialização relativa por produtos e por destinos geográficos das exportações portuguesas<sup>1</sup>. A análise da evolução das quotas de mercado baseia-se frequentemente numa noção de procura externa em que cada país é ponderado pela sua relevância como destino das exportações portuguesas, independentemente da sua composição setorial, tal como desenvolvido no “Capítulo 5 Procura”, deste Relatório. Nesse caso, a influência da especialização por produtos está implicitamente incluída na variação efetiva de quota.

O gráfico 1 apresenta os resultados da decomposição da variação total da quota baseada numa amostra das exportações nominais para 10 importantes países de destino com uma desagregação setorial por 12 grupos de produtos definida a partir dos capítulos da Nomenclatura Combinada (NC), correspondente a cerca de 70 por cento das exportações portuguesas de bens<sup>2</sup>. Em 2012, a quota total das exportações

Gráfico 1

#### DECOMPOSIÇÃO ARITMÉTICA DA VARIAÇÃO NOMINAL DA QUOTA DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS DE BENS NUMA AMOSTRA DE 120 MERCADOS INDIVIDUAIS



Fontes: *Global Trade Atlas* e cálculos do Banco de Portugal.

- 1 Para mais detalhes sobre esta metodologia de análise de quota de mercado constante, ver 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*.
- 2 A amostra inclui os dez principais mercados geográficos de destino das exportações portuguesas de bens (Espanha, Alemanha, França, Reino Unido, Países Baixos, Estados Unidos, Itália, Bélgica, China e Brasil), com exceção de Angola para a qual não existe informação detalhada disponível que permita o cálculo da quota nesse mercado.

portuguesas no conjunto destes 120 mercados individuais diminuiu 3.3 por cento em termos nominais, após um crescimento de 2.7 por cento em 2011. Este resultado foi influenciado por um efeito de estrutura muito negativo, uma vez que se continuaram a registar ganhos efetivos de quota no conjunto destes mercados, se bem que inferiores aos observados em 2011. Em particular, o efeito de estrutura geográfica contribuiu de forma especialmente negativa em 2012, refletindo, em larga medida, o facto das importações de Espanha – o mercado geográfico com maior peso nas exportações portuguesas – terem registado uma redução superior a 3 por cento após um crescimento de mais de 9 por cento em 2011. Neste âmbito, são também de realçar os contributos negativos resultantes das fortes desacelerações das importações nominais da Alemanha, de cerca de 13 por cento em 2011 para menos de 1 por cento em 2012, e de França, de mais de 12 por cento em 2011 para cerca de 1 por cento em 2012.

É importante analisar a variação efetiva de quota das exportações portuguesas em cada um dos 120 mercados individuais considerados, excluindo o efeito da especialização relativa do país em termos de distribuição geográfica e composição por produtos. O quadro 1 apresenta o contributo de cada mercado individual para o efeito de quota de mercado em 2012, realçando os três contributos positivos e negativos mais significativos.

As perdas efetivas de quota no mercado alemão de material de transporte constituíram o contributo negativo mais substancial para o efeito de quota de mercado em 2012. No entanto, estas perdas estão muito associadas ao facto de, até outubro de 2011, as vendas de veículos automóveis de passageiros com destino à China serem efetuadas por via indireta através da Alemanha. Assim, de forma simétrica, registaram-se elevados ganhos efetivos de quota nas exportações portuguesas de material de transporte para a China, que contribuíram positivamente para a evolução agregada da quota de mercado. Pelo contrário, as vendas de material de transporte para o Reino Unido deram um contributo negativo para a variação efetiva de quota de mercado das exportações portuguesas.

**Quadro 1**

DECOMPOSIÇÃO DO EFEITO DE QUOTA DE MERCADO EM 2012   CONTRIBUTO DE CADA MERCADO INDIVIDUAL												
PAÍS/PRODUTO EM PONTOS PERCENTUAIS												
Código NC	Descrição	Espanha	Alema- nha	França	Reino Unido	Países Baixos	Estados Unidos	Itália	Bélgica	China	Brasil	Total
01-24	Agroalimentares, bebidas e tabaco	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
27	Combustíveis minerais	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.9	0.1	-0.1	0.0	0.0	1.3
28-40	Químicos, plástico e borracha	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.5
44-49	Madeira, cortiça, pasta e papel	0.3	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
41-43; 50-59	Peles, couros e têxteis	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
60-63	Vestuário e seus acessórios	0.4	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
64-67	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
68-71	Pedras, gesso, cerâmica e vidro	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.2	0.0	0.0	0.3
25-26; 72-83	Minérios e metais comuns	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	0.8
84-85	Máquinas e aparelhos elétricos	0.2	0.5	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6
86-89	Material de transporte	-0.1	-1.3	-0.1	-0.3	0.1	-0.1	0.2	0.1	0.9	0.0	-0.6
90-99	Produtos diversos	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
	Total	0.7	-0.4	0.6	0.1	0.4	0.8	0.9	0.2	1.0	0.2	<b>4.4</b>

**Fontes:** *Global Trade Atlas* e cálculos do Banco de Portugal.

**Nota:** NC refere-se à Nomenclatura Combinada.

As exportações de combustíveis minerais para o mercado norte-americano destacam-se pelo elevado contributo positivo para o ganho efetivo de quota observado em 2012. Em contraste, as exportações portuguesas de combustíveis para Espanha contribuíram negativamente para a evolução da quota de mercado. Finalmente, os ganhos de quota nas exportações de máquinas e aparelhos elétricos para a Alemanha deram um contributo positivo importante para a variação efetiva de quota no conjunto desta amostra.

A metodologia de análise de quota de mercado constante permite a obtenção de um efeito de quota de mercado que isola as variações efetivas de quota em cada um dos mercados individuais país/produto dos efeitos relacionados com a estrutura geográfica e por produtos das exportações. Este efeito de quota de mercado, que revela a capacidade das empresas portuguesas competirem efetivamente com fornecedores de outros países em cada mercado individual de destino, voltou a ser positivo em 2012. Adicionalmente, a variação total da quota de mercado das exportações depende também da sua especialização setorial e geográfica. Tal como observado nos últimos anos, a influência da especialização relativa das exportações portuguesas sobre o comportamento agregado das quotas continuou a ser negativa em 2012. Apesar da crescente diversificação das exportações portuguesas para mercados extracomunitários observada nos últimos anos, o efeito de estrutura geográfica deu um contributo particularmente negativo em 2012. Adicionalmente, a especialização por produtos das exportações portuguesas também continuou a contribuir negativamente para a variação total da quota de mercado.

A entrada dos bens e serviços portugueses em mercados setoriais e geográficos com uma procura mais dinâmica e um potencial de crescimento superior é fundamental para assegurar uma evolução favorável das exportações no mercado mundial, fator decisivo no processo de ajustamento em curso na economia portuguesa. A entrada em novos mercados é uma decisão complexa, mas que deve ser assumida nas estratégias empresariais. O sucesso destas estratégias de internacionalização baseia-se em fatores que ultrapassam em muito os custos de produção, incluindo aspetos geográficos, escala da atividade produtiva, capacidade de inovação e incorporação de avanços tecnológicos.



## 6. PREÇOS

### **A evolução dos preços no consumidor em 2012 foi condicionada por diversas medidas associadas ao processo de consolidação orçamental**

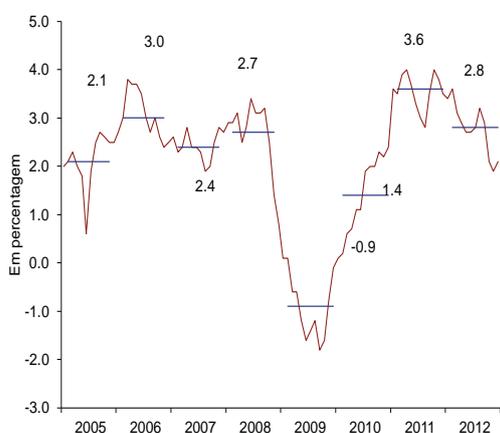
Em 2012, a taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), situou-se em 2.8 por cento, representando um decréscimo de 0.8 pontos percentuais (p.p.) em relação ao valor observado em 2011 (Gráfico 6.1). A evolução da taxa de inflação em 2012 foi largamente condicionada pelo impacto de diversas medidas associadas ao processo de consolidação orçamental que entraram em vigor, quer 2011, quer em 2012, com destaque para o aumento das taxas do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) aplicáveis a alguns produtos, o agravamento do imposto sobre o tabaco e o aumento do preço de alguns bens e serviços sujeitos a regulação. De acordo com as estimativas apresentadas neste Relatório, o impacto mecânico sobre a taxa de inflação em 2012 resultante das alterações na tributação indireta e dos aumentos nos preços dos bens e serviços administrados ter-se-á situado em 2.2 p.p. (ver “Caixa 6.1 *Impacto mecânico da tributação indireta e dos preços administrados na taxa de inflação*”, deste Relatório).

Do ponto de vista estrutural, a evolução dos preços na economia portuguesa encontra-se ancorada na política monetária do Banco Central Europeu, orientada pelo princípio da estabilidade de preços no médio prazo. Esta situação contrasta fortemente com a realidade vivida no contexto de anteriores processos de ajustamento de desequilíbrios externos, designadamente nas décadas de setenta e oitenta, onde o recurso à desvalorização da taxa de câmbio nominal, como forma de obter ganhos na competitividade externa, se traduzia em elevadas taxas de inflação. Nesse contexto, o custo do ajustamento fazia-se sentir essencialmente numa redução dos salários reais e na perda de valor dos ativos expressos em moeda nacional.

No atual contexto, a deterioração da posição cíclica da economia portuguesa (Gráfico 6.2) manifesta-se na sub-utilização dos fatores produtivos, introduzindo pressões descendentes nos preços dos bens e nos custos do trabalho. Este processo constitui um dos canais de melhoria da competitividade-preço da

**Gráfico 6.1**

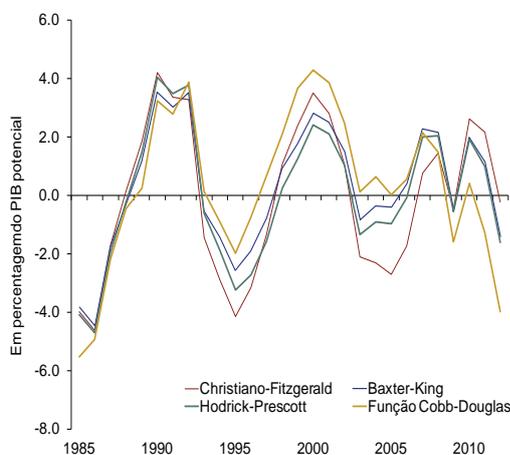
**ÍNDICE HARMONIZADO DE PREÇOS NO CONSUMIDOR | VARIAÇÃO HOMÓLOGA E MÉDIA ANUAL**



Fonte: Eurostat.

**Gráfico 6.2**

**POSIÇÃO CÍCLICA DA ECONOMIA PORTUGUESA | HIATO DO PRODUTO**



Fontes: INE e cálculos do Banco de Portugal.

economia portuguesa no curto prazo, em paralelo com a continuação do processo de reestruturação de longo prazo, mais assente em outras dimensões da competitividade.

### **Desaceleração dos preços ao longo de 2012 em linha com a evolução dos determinantes habituais**

A taxa de inflação apresentou uma tendência de redução ao longo de 2012, em particular no último trimestre, decorrente em grande medida da dissipação gradual dos efeitos acima referidos. Esta evolução foi comum tanto à componente não energética dos preços no consumidor, que apresentou uma variação no conjunto do ano de 1.7 por cento, após 2.8 por cento em 2011, como à componente energética, que desacelerou de 12.8 por cento, em 2011, para 9.5 por cento, em linha com a evolução dos preços do petróleo nos mercados internacionais (Quadro 6.1). Deste modo, num contexto de contração significativa da atividade económica em Portugal, a taxa de inflação no final de 2012 apresentava valores já próximos daqueles que seriam esperados tendo em conta a evolução dos seus habituais determinantes. De facto, observou-se uma forte desaceleração dos preços de importação de bens não energéticos, um menor crescimento dos preços do petróleo nos mercados internacionais (ver "Capítulo 1 *Enquadramento Internacional*", deste Relatório) e uma queda acentuada dos custos unitários do trabalho no conjunto da economia.

Em 2012, a taxa de inflação no conjunto da área do euro situou-se em 2.5 por cento. Assim, pelo segundo ano consecutivo, o diferencial da taxa de inflação entre Portugal e a média da área do euro será ligeiramente positivo (0.3 p.p.), depois do valor negativo registado em 2010 (-0.2 p.p.) e do mínimo histórico de -1.2 p.p. observado em 2009.

### **Trajetória descendente dos preços refletindo evoluções divergentes dos principais agregados**

A análise da evolução dos preços no consumidor com base nos principais agregados do IHPC evidencia que a trajetória descendente registada ao longo de 2012 foi largamente influenciada pela diminuição dos preços dos bens industriais não energéticos, com particular destaque para os preços dos produtos farmacêuticos e dos veículos automóveis (Quadro 6.2). Em sentido contrário, os preços dos serviços e dos bens alimentares, com destaque para os preços dos bens alimentares transformados, apresentaram um crescimento superior ao observado em 2011.

**Quadro 6.1**

PORTUGAL - PRINCIPAIS INDICADORES DE PREÇOS INTERNACIONAIS   TAXA DE VARIAÇÃO REAL, EM PERCENTAGEM	2010	2011	2012	2012			
				1º trim.	2º trim.	3º trim.	4º trim.
Preços de importação de mercadorias							
Total	5.3	8.9	1.7	2.5	1.6	1.9	0.8
Total excluindo combustíveis	1.5	5.3	0.1	-0.4	0.4	0.2	0.1
Bens de consumo	-1.8	5.4	0.9	-1.0	1.4	2.2	1.2
Bens de consumo alimentar	-0.2	12.7	1.3	-1.7	0.2	4.3	2.4
Bens de consumo não alimentar	-2.5	0.3	0.6	-0.4	2.7	0.3	0.0
Preço internacional de matérias-primas							
Preço do petróleo (Brent Blend), EUR	35.4	31.7	9.1	17.1	5.1	9.9	5.0
Preço das matérias-primas não energéticas, EUR	34.0	13.8	-2.9	-9.0	-5.3	0.3	3.3
Preço das matérias-primas alimentares, EUR	15.0	20.9	5.6	-9.5	0.5	19.4	13.8
Índice cambial efectivo nominal para Portugal	-1.5	-0.1	-1.3	-0.8	-1.7	-1.9	-1.0

Fontes: Eurostat, HWWI, INE, Thomson Reuters e Banco de Portugal.

## Quadro 6.2

IHPC – PRINCIPAIS AGREGADOS   TAXAS DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL E HOMÓLOGA, EM PORCENTAGEM										
	Pesos 2011	Taxa de variação média			Taxa de variação homóloga					
		2010 Dez	2011 Dez	2012 Dez	2011		2012			
					Dez	Mar	Jun	Set	Dez	
Total	100.0	1.4	3.6	2.8	3.5	3.1	2.7	2.9	2.1	
Total excluindo energéticos	87.3	0.3	2.3	1.7	2.2	1.9	1.7	1.4	1.7	
Total excl.alimentares não transf. e energéticos	77.7	0.3	2.2	1.6	2.2	1.9	1.6	1.2	1.5	
Bens	58.9	1.7	4.4	2.5	4.3	3.1	2.3	2.5	1.2	
Alimentares	20.9	0.4	3.0	3.4	2.7	3.2	3.6	3.3	3.5	
Não Transformados	9.6	0.7	2.9	2.8	2.4	1.8	2.8	3.0	3.0	
Transformados	11.4	0.2	3.1	4.0	3.0	4.3	4.2	3.5	3.8	
Industriais	38.0	2.4	5.2	2.0	5.2	3.1	1.7	2.1	0.0	
Não Energéticos	25.2	-0.7	1.4	-2.1	1.5	-1.2	-2.4	-3.5	-2.6	
Energéticos	12.7	9.5	12.8	9.5	12.5	11.1	9.2	12.7	4.6	
Serviços	41.1	1.0	2.4	3.2	2.3	3.2	3.3	3.5	3.4	
<i>Por memória:</i>										
IPC	-	1.4	3.7	2.8	3.6	3.1	2.7	2.9	1.9	
Deflator do PIB	-	0.6	0.5	-0.1	-	-	-	-	-	
IHPC - Área do euro	-	1.6	2.7	2.5	2.7	2.7	2.4	2.6	2.2	
Diferencial face à área do euro (p.p.)	-	-0.2	0.9	0.3	0.8	0.4	0.3	0.3	-0.1	

Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

A evolução dos preços dos bens alimentares em 2012 refletiu em grande parte o comportamento dos preços das matérias-primas alimentares, em particular dos cereais, que apresentaram crescimentos particularmente significativos na segunda metade do ano. O comportamento dos preços do agregado “bens alimentares”, nomeadamente da componente relativa aos bens transformados, refletiu igualmente a manutenção do crescimento elevado dos preços do tabaco.

Por seu turno, os preços dos serviços, que apresentam um perfil tipicamente mais alisado, registaram um crescimento em 2012 superior ao observado em 2011<sup>1</sup>. Esta evolução reflete em grande parte o aumento do preço de alguns serviços sujeitos a regulação, assim como o impacto do agravamento das taxas de IVA aplicáveis a alguns serviços. No primeiro caso, é de destacar o aumento significativo dos preços dos transportes, assim como dos preços de alguns serviços de saúde, refletindo o aumento das taxas moderadoras e a redução das comparticipações do Estado nestes serviços; no segundo caso, destaca-se o aumento dos preços dos “cafés e restaurantes” e dos “serviços culturais”, que passaram a estar sujeitos à taxa de IVA de 23 por cento.

### **Diminuição significativa dos custos unitários do trabalho, no contexto de uma queda acentuada das remunerações por trabalhador no conjunto da economia**

Em 2012, os custos unitários do trabalho em Portugal registaram uma queda muito significativa (3.8 por cento), depois da redução de 0.7 por cento observada em 2011 (Gráfico 6.3). Esta evolução traduz em larga medida a diminuição significativa das remunerações por trabalhador no total da economia, em particular no setor público administrativo. A evolução das remunerações no conjunto da economia reflete as medidas ao nível dos salários no setor público, nomeadamente o congelamento das remunerações e a suspensão parcial dos subsídios de férias e de Natal dos funcionários públicos. Por seu turno, num

<sup>1</sup> A evidência recente baseada em dados microeconómicos mostra que os setores onde o peso relativo dos custos salariais é tipicamente maior apresentam maior rigidez de preços. Em particular, as empresas destes setores tendem a ajustar os preços de forma mais lenta na sequência de choques de procura ou de custos. O setor dos serviços é habitualmente citado como um exemplo onde a dinâmica dos preços é fortemente condicionada pela rigidez dos salários o que contribui para que os preços apresentem um perfil mais alisado (ver, por exemplo, Martins, Fernando, (2011), “Price stickiness in Portugal: evidence from survey data”, Managerial and Decision Economics, Vol.31, 2-3, January).

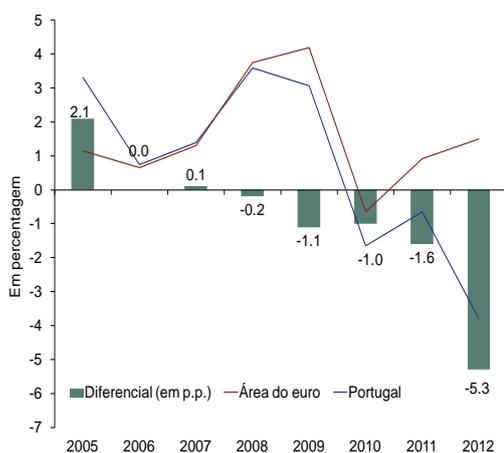
quadro de deterioração das condições no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a atingir níveis historicamente elevados, as remunerações no setor privado apresentaram uma variação próxima de zero<sup>2</sup>. No entanto, é esperado algum enviesamento positivo nas remunerações agregadas associado 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.

Ao contrário do registado em Portugal, na área do euro ter-se-á observado um aumento dos custos unitários do trabalho em 2012. Deste modo, o diferencial entre o crescimento dos custos unitários do trabalho em Portugal e na área do euro, para além de se manter negativo, tal como nos quatro anos anteriores, atingirá em 2012 um valor historicamente baixo.

Num contexto de crescimento dos preços da produção interna privada semelhante ao observado em 2011 e de redução significativa dos custos unitários do trabalho no setor privado, ter-se-á observado um aumento significativo das margens de lucro em 2012 (Gráfico 6.4). No entanto, para além do impacto sobre as remunerações do setor privado decorrente das medidas tomadas ao nível dos salários no setor público e que afetaram diretamente algumas empresas públicas, as margens de lucro agregadas no setor privado poderão estar igualmente influenciadas na atual fase de ajustamento da economia por um efeito de composição associado ao encerramento de empresas com pior desempenho e com margens de lucro mais baixas.

Gráfico 6.3

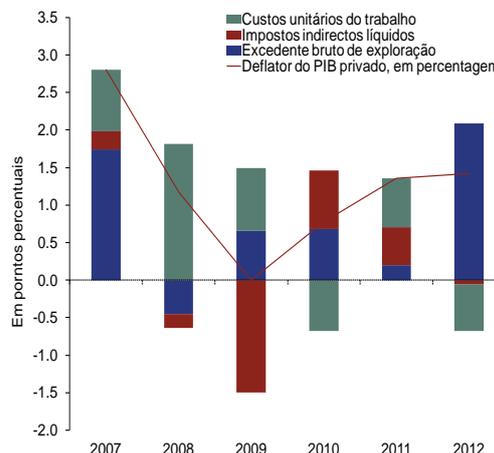
CUSTOS DO TRABALHO POR UNIDADE PRODUZIDA NO TOTAL DA ECONOMIA EM PORTUGAL E NA ÁREA DO EURO | TAXA DE VARIAÇÃO



Fontes: Comissão Europeia, INE e Banco de Portugal.

Gráfico 6.4

CONTRIBUTOS PARA A TAXA DE VARIAÇÃO 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*, Setembro.

<sup>2</sup> É importante referir que algumas empresas públicas de grande dimensão são consideradas do ponto de vista estatístico como pertencendo ao setor privado. Estas empresas foram também afetadas pelas medidas tomadas ao nível dos salários no sector público. Deste modo, as remunerações por trabalhador no setor privado em 2012 deverão refletir igualmente e de forma directa as reduções salariais no setor público.

## CAIXA 6.1 | IMPACTO MECÂNICO DA TRIBUTAÇÃO INDIRETA E DOS PREÇOS ADMINISTRADOS NA TAXA DE INFLAÇÃO

O Programa de Assistência Económica e Financeira da economia portuguesa visa, entre outros objetivos, restituir o equilíbrio financeiro intertemporal do setor público e garantir a sustentabilidade financeira das empresas do Sector Empresarial do Estado. Neste âmbito têm sido executadas várias medidas de política orçamental, algumas das quais, por implicarem uma subida da tributação indireta ou de preços administrados, afetam diretamente a evolução dos preços no consumidor.

A presente caixa apresenta uma estimativa do impacto de alterações na tributação indireta e nos preços administrados na evolução recente da taxa de inflação.

### **Metodologia**

A análise realizada tem por base o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) e o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor a taxas de imposto constantes (IHPC-TC). O primeiro visa aferir a evolução dos preços de um conjunto variado de bens e serviços representativo da despesa de consumo final realizada pelos agregados familiares dos diferentes países da União Europeia. O segundo tem o mesmo objetivo, mas retira o efeito da fiscalidade sobre os produtos, ou seja, mede a evolução dos preços considerando que as taxas de imposto se mantêm inalteradas. A diferença entre a taxa de crescimento do IHPC e do IHPC-TC reflete, pois, o efeito de alterações da tributação indireta sobre a evolução dos preços. Por outro lado, a taxa de variação do IHPC-TC pode ser decomposta no contributo dos preços administrados e no contributo dos restantes itens, ambos líquidos dos efeitos da tributação indireta.

Note-se que esta metodologia afere apenas o impacto mecânico da tributação indireta e dos preços administrados na taxa de inflação, ou seja, assume que os efeitos decorrentes destas medidas são transmitidos imediatamente e na totalidade ao preço dos bens finais. A abordagem seguida não considera, portanto, potenciais alterações nas margens de lucro que possam resultar destas medidas, nem efeitos de equilíbrio geral sobre as expectativas dos agentes e a formação de preços e salários.

### **Efeitos da tributação indireta e dos preços administrados**

O gráfico 1 decompõe a taxa de variação média anual do IHPC no impacto mecânico da tributação indireta e no impacto excluindo os efeitos desta mesma tributação, nos últimos anos. Em 2012, a taxa de inflação foi de 2.8 por cento (1.4 por cento em 2010 e 3.6 por cento em 2011). Destes, 1.9 pontos percentuais (p.p.) resultam do impacto mecânico do aumento da tributação indireta (0.4 p.p. em 2010 e 1.3 p.p. em 2011).

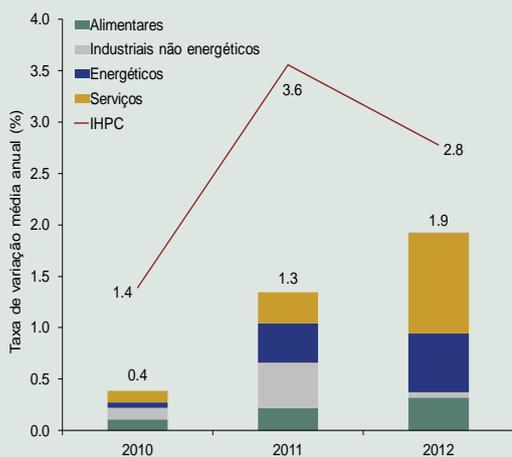
O gráfico 1 ilustra igualmente a decomposição por grandes componentes do impacto mecânico da tributação indireta na taxa de inflação. O aumento da tributação indireta registado em 2012 incidiu em larga medida sobre os serviços e os bens energéticos, sendo o impacto mecânico atribuído a estas duas componentes de 1 e 0.6 p.p., respetivamente. Este efeito reflete, em grande escala, aumentos na tributação indireta que incidiram sobre dois itens específicos. Nos serviços, o impacto da tributação indireta é explicado pela alteração do escalão de IVA aplicado nos restaurantes e cafés da taxa intermédia de 13 por cento para a taxa normal de 23 por cento. Este incremento corresponde à quase totalidade do impacto dos serviços. Em relação aos bens energéticos, o impacto é explicado pela alteração, em outubro de 2011, do escalão de IVA na eletricidade e no gás. Em 2011, o efeito da tributação indireta encontra-se repartido pelos diferentes setores, resultado fundamentalmente do aumento da taxa de IVA, em janeiro de 2011, para um vasto conjunto de produtos. A nível dos bens energéticos, o efeito de 2011 reflete a alteração do escalão de IVA na eletricidade e no gás.

No seu conjunto os preços administrados, líquidos dos efeitos da tributação indireta, apresentaram um contributo estimado de aproximadamente 0.3 p.p. para a taxa de inflação em 2012 (0.2 p.p. em 2010 e 0.7 p.p. em 2011). É de relevar o contributo conjunto de aproximadamente 0.3 p.p. da eletricidade e dos transportes para este valor. Em sentido contrário, os produtos farmacêuticos registaram uma descida de preço (contributo de -0.2 p.p.), porém insuficiente para anular o impacto positivo dos outros itens (os restantes itens administrados registaram um contributo conjunto de 0.2 p.p.). Em 2011, o aumento dos preços administrados é em larga medida explicado pela subida do preço antes de imposto da eletricidade, transportes e produtos farmacêuticos (contributo conjunto de 0.5 p.p. para a taxa de inflação).

Resumindo, as alterações da tributação indireta e dos preços administrados têm afetado significativamente a taxa de inflação dos últimos anos, tendo o seu efeito mecânico ascendido a 2 p.p. em 2011 e 2.2 p.p. em 2012 (Gráfico 2). Estes impactos comparam com uma taxa de inflação de 3.6 e 2.8 por cento, respetivamente. Enquanto o contributo dos preços administrados para a taxa de inflação diminuiu de 0.7 p.p. em 2011 para 0.3 p.p. em 2012, o contributo da tributação indireta aumentou, de 1.4 para 1.9 p.p..

Gráfico 1

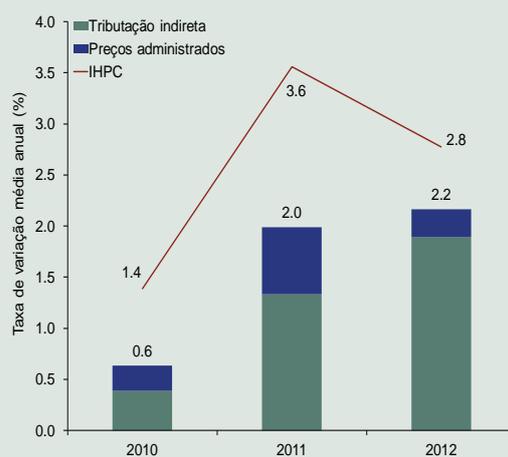
EFEITO DA TRIBUTAÇÃO INDIRECTA NA TAXA DE VARIAÇÃO MÉDIA ANUAL DO IHPC E RESPECTIVOS CONTRIBUTOS DAS GRANDES COMPONENTES (EM P.P.)



Fontes: Eurostat e Banco de Portugal.

Gráfico 2

CONTRIBUTO DA TRIBUTAÇÃO INDIRECTA E DOS PREÇOS ADMINISTRADOS PARA A TAXA DE INFLAÇÃO



Fontes: INE e Banco de Portugal.

## 7. BALANÇA DE PAGAMENTOS

**As necessidades de financiamento externo da economia reduziram-se de forma muito significativa em 2012, observando-se uma ligeira capacidade de financiamento da economia face ao resto do mundo no conjunto do ano**

Em 2012, registou-se um ajustamento muito significativo nas contas externas, com o saldo conjunto das balanças corrente e de capital a passar de um défice de 5.8 por cento do PIB, em 2011, para um excedente de 0.8 por cento. A redução das necessidades de financiamento externo da economia em 2012 refletiu o aumento significativo da taxa de poupança interna e, em menor grau, a redução da taxa de investimento da economia e o alargamento do excedente das transferências líquidas de capital (Gráfico 7.1).

Em relação ao valor registado em 2010, observa-se uma melhoria do saldo conjunto da balança corrente e de capital em percentagem do PIB de 10.2 pontos percentuais (p.p.) (Quadro 7.1). Neste período, a poupança interna em percentagem do PIB registou um aumento de 4.3 p.p., enquanto o investimento observou uma queda de 4.2 p.p. do PIB. É de destacar em particular a forte correção da poupança das administrações públicas em percentagem do PIB que, embora permanecendo negativa, registou um aumento de 2.3 p.p..

Considerando os valores corrigidos das operações de transferência de fundos de pensões para as administrações públicas realizadas nos últimos trimestres de 2010 e de 2011, verifica-se que para este ajustamento contribuiu em grande medida o aumento da capacidade de financiamento conjunta das famílias e das sociedades não financeiras, assim como a redução das necessidades de financiamento das administrações públicas (Gráfico 7.2). Entre 2010 e 2012, a capacidade de financiamento das famílias em percentagem do PIB aumentou 1.9 p.p., enquanto as necessidades de financiamento das sociedades não financeiras registaram uma redução acumulada de 3.4 p.p. (Gráficos 7.3 e 7.4). No mesmo período, as necessidades de financiamento das administrações públicas diminuíram 5.0 p.p..

A redução significativa do défice externo é um dos aspetos mais marcantes do processo de ajustamento da economia portuguesa, refletindo a conjugação da posição cíclica da economia com uma alteração estrutural na relação entre poupança e investimento. O elevado nível da posição devedora de investimento internacional exige que este processo de ajustamento das contas externas perdure ao longo de vários anos.

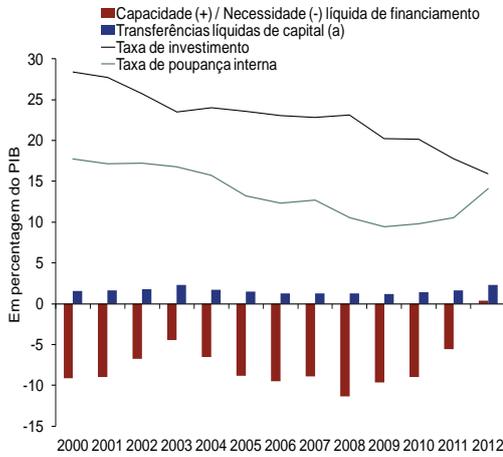
**Quadro 7.1**

BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL   SALDOS EM PERCENTAGEM DO PIB								
	2008	2009	2010	2011	2012	2012 S1	2012 S2	Varição 2010-2012 (p.p.)
Balança corrente e de capital	-11.1	-10.1	-9.4	-5.8	0.8	-1.8	3.5	10.2
Balança corrente	-12.6	-10.9	-10.6	-7.0	-1.5	-3.5	0.5	9.0
Bens e serviços	-9.5	-7.0	-7.2	-3.8	0.1	-1.0	1.2	7.3
Bens	-13.4	-10.6	-11.1	-8.3	-5.2	-5.1	-5.3	5.9
Serviços	3.8	3.6	3.9	4.5	5.3	4.1	6.5	1.4
dos quais:								
Viagens e turismo	2.6	2.5	2.7	3.0	3.4	2.3	4.5	0.7
Balança de rendimentos	-4.5	-5.2	-4.6	-4.9	-3.9	-4.3	-3.4	0.7
Transferências correntes	1.4	1.3	1.3	1.7	2.3	1.9	2.7	1.0
das quais:								
Remessas de emigrantes/imigrantes	1.1	1.0	1.1	1.1	1.3	1.2	1.5	0.3
Balança de capital	1.1	0.8	1.1	1.2	2.3	1.7	3.0	1.2

Fontes: INE e Banco de Portugal.

Gráfico 7.1

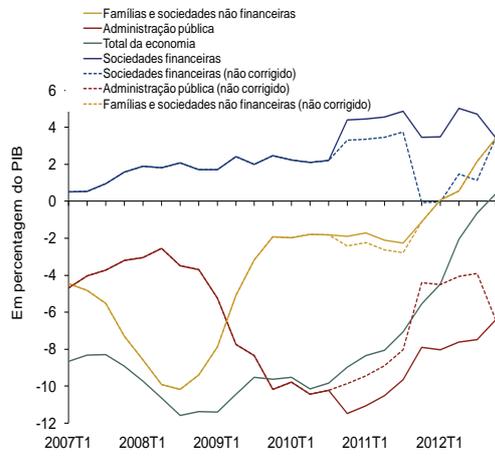
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DA ECONOMIA



Fontes: INE e Banco de Portugal.  
Nota: (a) Inclui a aquisição líquida de cessões de ativos não financeiros não produzidos.

Gráfico 7.2

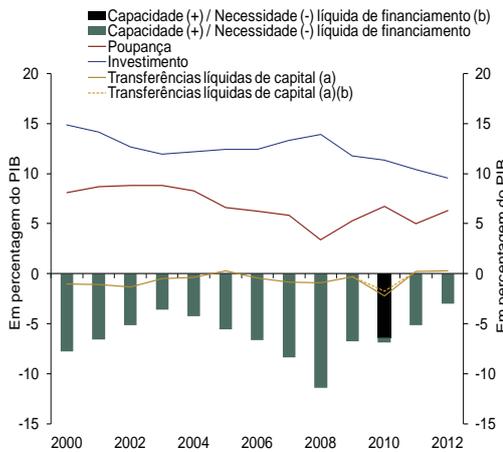
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO POR SETOR INSTITUCIONAL | ANO TERMINADO EM CADA TRIMESTRE



Fonte: INE (Contas Nacionais Trimestrais por Setor Institucional).  
Notas: Valores corrigidos das operações de transferência dos fundos de pensões da Portugal Telecom (4º trimestre de 2010) e dos bancos (4º trimestre de 2011) para as administrações públicas.

Gráfico 7.3

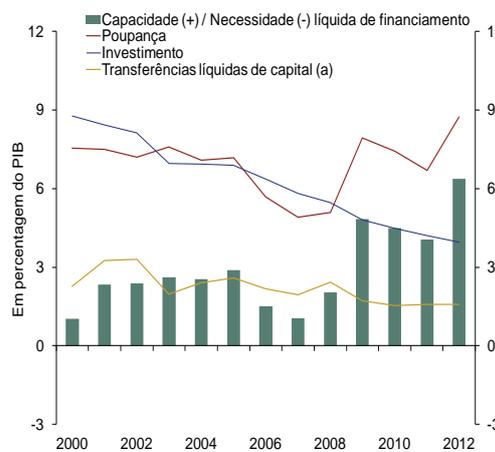
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES NÃO FINANCEIRAS



Fontes: INE e Banco de Portugal.  
Notas: (a) Valores líquidos, incluindo as aquisições líquidas de ativos não produzidos não financeiros. (b) Corrigido da operação de transferência do fundo de pensões da Portugal Telecom em 2010.

Gráfico 7.4

CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO DAS FAMÍLIAS



Fontes: INE e Banco de Portugal.  
Nota: (a) Valores líquidos, incluindo as aquisições líquidas de ativos não produzidos não financeiros.

**Redução do défice conjunto das balanças corrente e de capital refletindo em larga medida a evolução da balança de bens e serviços**

Para a melhoria significativa do saldo externo em 2012 contribuiu em larga medida a evolução da balança de bens e serviços, refletindo o aumento do excedente da balança de serviços e, sobretudo, a redução acentuada do défice da balança de bens. Destaque-se a obtenção de uma balança comercial equilibrada (excedente de 0.1 por cento do PIB), algo de inédito na economia portuguesa ao longo das últimas décadas.

A redução expressiva do défice da balança de bens traduz em grande parte um efeito de volume positivo e muito significativo, em particular na componente não energética, associado ao crescimento das exportações, embora inferior ao registado em 2011, e à diminuição muito acentuada das importações em termos reais, em linha com a queda da procura interna (Gráficos 7.5 e 7.6)<sup>1</sup>. Apesar do crescimento significativo das exportações de combustíveis, que resultou num efeito de volume positivo, a componente energética continuou a contribuir negativamente para a variação do saldo da balança de bens e serviços, refletindo um efeito de preço negativo, associado ao aumento dos preços dos bens energéticos nos mercados internacionais.

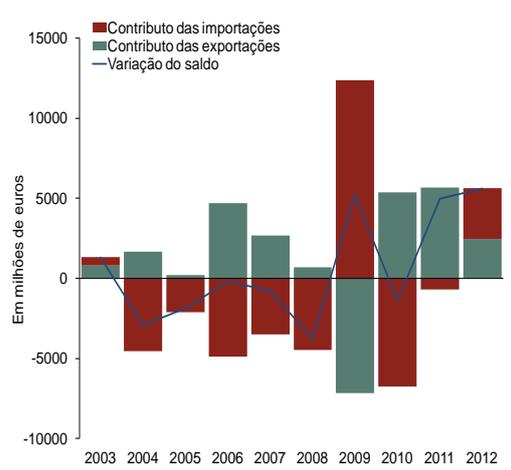
**Redução e recomposição do défice da balança de rendimentos refletindo a alteração da estrutura de financiamento da economia**

Para a melhoria do saldo conjunto das balanças corrente e de capital contribuíram o aumento dos excedentes das transferências correntes e da balança de capital e a redução do défice da balança de rendimentos.

A evolução do saldo das transferências correntes em 2012 refletiu, fundamentalmente, a manutenção do dinamismo elevado das transferências correntes provenientes da União Europeia e o crescimento signi-

**Gráfico 7.5**

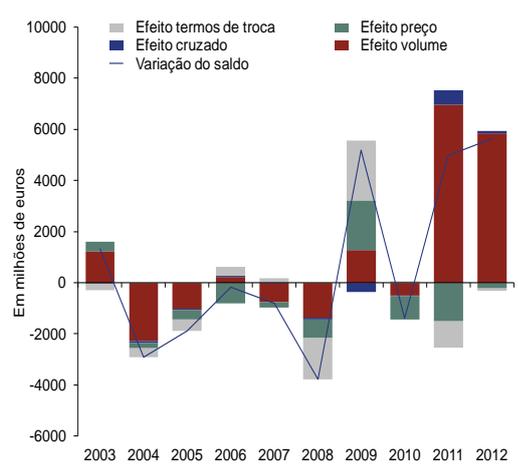
**VARIAÇÃO DO SALDO DA BALANÇA DE BENS |**  
CONTRIBUTO DAS EXPORTAÇÕES E DAS IMPORTAÇÕES



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.  
**Nota:** O contributo das importações corresponde ao simétrico da respetiva variação.

**Gráfico 7.6**

**DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO SALDO DA**  
BALANÇA DE BENS | DECOMPOSIÇÃO EM EFEITOS DE VOLUME, PREÇO, TERMOS DE TROCA E CRUZADO



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

<sup>1</sup> Para uma explicação mais detalhada sobre o modo como a variação do saldo da balança de bens é decomposta nos efeitos de volume, de preço, de termos de troca e cruzado, ver “Caixa 4.2 Variação do saldo da balança de bens no primeiro semestre de 2012: decomposição entre os efeitos volume, preço e termos de troca”, Banco de Portugal, *Boletim Económico - Outono*.

ficativo das remessas líquidas de emigrantes. Por seu turno, a melhoria do saldo da balança de capital, em especial na segunda metade do ano, é explicada em grande medida pelos valores particularmente elevados das transferências líquidas de capital oriundas da União Europeia.

Em relação à balança de rendimentos, a redução do respetivo défice em 2012 reflecte a alteração da estrutura de financiamento da economia portuguesa, com aumento das fontes de financiamento oficiais em detrimento do financiamento nos mercados financeiros internacionais. Em 2012, todas as principais componentes da balança de rendimentos (rendimentos de investimento direto, de investimento de carteira e do trabalho) registaram uma redução dos respetivos défices, com exceção dos rendimentos de outro investimento. Neste período, foi particularmente significativa a redução do défice dos rendimentos de investimento direto em percentagem do PIB, na sequência da diminuição acentuada dos rendimentos pagos ao exterior, nomeadamente de dividendos a empresas não residentes pela sua participação no capital de empresas residentes sob a forma de investimento direto.

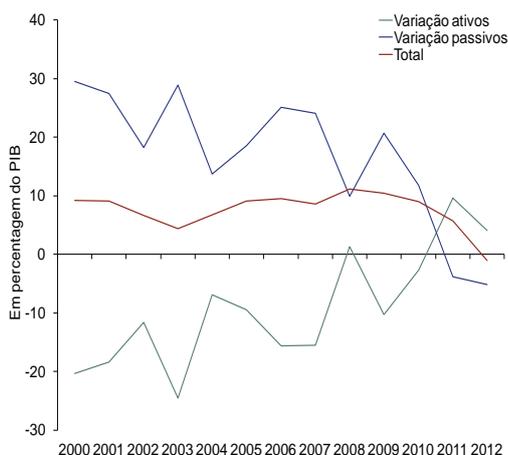
### **Os fluxos da balança financeira em 2012 refletiram o excedente das balanças corrente e de capital e a recomposição do financiamento externo da economia portuguesa**

Em 2012, registou-se uma ligeira saída líquida de fundos para o exterior, traduzindo o excedente conjunto das balanças corrente e de capital (Gráficos 7.7 e 7.8). Esta situação representa um aspeto marcante do processo de correção do desequilíbrio externo, depois dos défices muito elevados registados durante um período prolongado. Em linha com a evolução já observada em 2011, verificou-se uma redução quer dos passivos quer dos ativos sobre o exterior, neste último caso em menor grau do que no ano anterior.

Neste contexto, a evolução da balança financeira traduziu a recomposição do financiamento externo, dadas as dificuldades no acesso dos agentes económicos residentes ao financiamento nos mercados internacionais de dívida por grosso, não obstante a progressiva melhoria da perceção de risco dos investidores internacionais ao longo do ano. Assim, no conjunto do ano, verificou-se uma significativa redução dos passivos líquidos de investimento de carteira, transversal aos vários setores institucionais residentes. Não obstante, refira-se que no último trimestre de 2012 alguns dos principais grupos bancários portu-

**Gráfico 7.7**

**BALANÇA FINANCEIRA | SALDO E VARIAÇÃO DE ATIVOS E PASSIVOS**

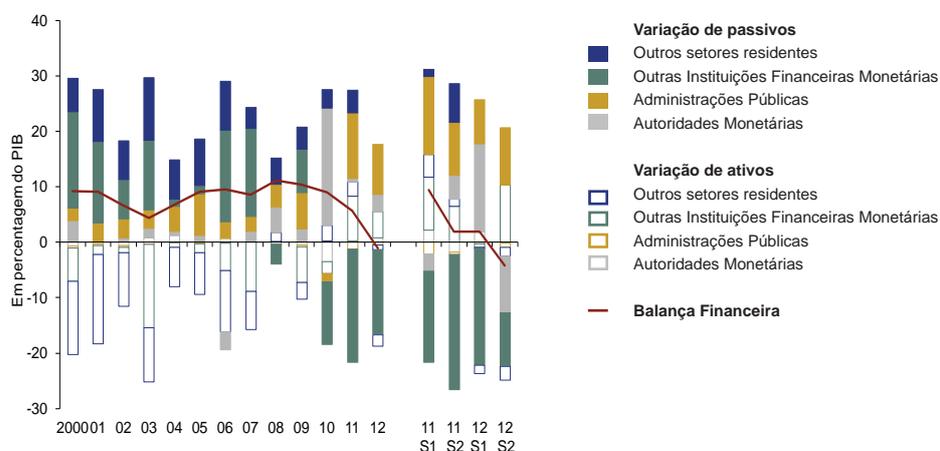


**Fontes:** INE e Banco de Portugal.

**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 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.

Gráfico 7.8

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 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.

gueses retomaram a emissão de títulos de dívida sénior não garantida nos mercados internacionais<sup>2</sup>. O financiamento externo foi assegurado sobretudo por uma significativa entrada líquida de fundos nas administrações públicas, associada aos desembolsos dos empréstimos obtidos ao abrigo do Programa de Assistência Económica e Financeira. Adicionalmente, o financiamento foi obtido através do aumento do recurso dos bancos às operações de política monetária do Banco Central Europeu, que do ponto de vista do registo na balança financeira se tem traduzido numa subida do passivo do outro investimento das autoridades monetárias associado à posição *Target*<sup>3</sup>, e pela entrada líquida de fundos associada à aquisição por não residentes de participações de capital em grandes empresas portuguesas (refletida na rubrica de investimento direto do exterior).

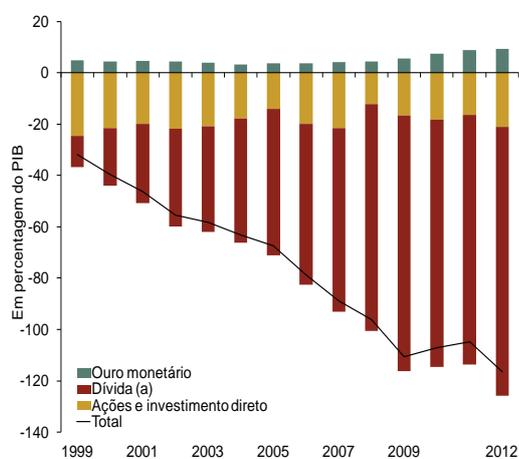
**A posição de investimento internacional da economia portuguesa foi muito afetada pela valorização dos títulos de dívida pública portuguesa em mercado secundário observada no decurso de 2012**

Em 2012, apesar do excedente registado na balança corrente e de capital, observou-se um significativo agravamento da posição devedora da economia portuguesa face ao resto do mundo, situando-se em 116.5 por cento do PIB no final de 2012, o que representa um aumento de 11.7 p.p. (Gráfico 7.9). Este aumento resultou quase integralmente da valorização dos passivos de investimento de carteira, com destaque para os títulos de dívida pública portuguesa, em linha com a redução das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida de médio e longo prazo de emitentes portugueses. Recorde-se que os títulos de dívida são contabilizados *mark-to-market* na posição de investimento internacional.

- 2 Refira-se que já em janeiro de 2013 as administrações públicas retomaram a emissão de obrigações do Tesouro a 5 anos no montante total de 2500 milhões de euros a uma taxa de juro anual de 4.35 por cento. Mais recentemente, em maio 2013, as administrações públicas retomaram as emissões a 10 anos no montante total de 3000 milhões de euros a uma taxa de juro anual de 5.65 por cento.
- 3 Sistema Europeu de Transferência de Pagamentos em Tempo Real para o Euro, ou seja, sistema de pagamentos e recebimentos efetuados pelo Banco de Portugal com os países pertencentes ao Sistema Europeu de Bancos Centrais.

Gráfico 7.9

## POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL



Fontes: INE e Banco de Portugal.

**Nota: (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 diretos. 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.





