BMEP

Boletim Mensal de Economia Portuguesa

N.º 12 | dezembro 2015

Gabinete de Estratégia e Estudos
Ministério da Economia

GPEARI
Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais
Ministério das Finanças

Ficha Técnica

Título: Boletim Mensal de Economia Portuguesa

Data: Dezembro de 2015

Elaborado com informação disponível até ao dia 29 de dezembro.

Editores:

Gabinete de Estratégia e Estudos
Ministério da Economia
Rua da Prata, 8
1149-057 Lisboa
Telefone: +351 217 921 372
Fax: +351 217 921 398
URL: http://www.gee.min-economia.pt
E-Mail: gee@gee.min-economia.pt

Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais
Ministério das Finanças
Av. Infante D. Henrique nº. 1 – 1.º
1100 – 278 Lisboa
Telefone: +351 21 8823396
Fax: +351 21 8823399
URL: http://www.gpeari.min-financas.pt
E-Mail: bmep@gpeari.min-financas.pt

ISSN: 1646-9072

(Esta publicação respeita as regras do Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa)

Índice

Conjuntura **5**

Sumário 7

1. Enquadramento Internacional 11

2. Conjuntura Nacional 15

3. Comércio Internacional 27

Artigos **33**

Em Análise **35**

Rácio Marginal de Alavancagem, Um Instrumento de Monitorização 35

Iniciativas e Medidas Legislativas **57**

Lista de Acrónimos **65**

Conjuntura

Sumário

Enquadramento Internacional

- No início do quarto trimestre de 2015, a produção industrial mundial aumentou para 1,7% em termos homólogos em outubro (igual ao mês precedente) em resultado de um ligeiro abrandamento das economias avançadas (EUA), o qual foi compensado por uma melhoria dos países emergentes e em desenvolvimento, especialmente asiáticos.
- O PIB do G20 desacelerou para 2,9% em termos homólogos reais no 3.º trimestre de 2015 (3,1% no 2.º trimestre), refletindo, de entre as economias avançadas, um crescimento mais moderado dos EUA e do Reino Unido, uma recuperação do Japão e uma estabilização da economia europeia. De entre os países emergentes, a variação do PIB tornou a ser negativa para o Brasil e teve um crescimento ligeiramente menos robusto para a China e Índia
- Os indicadores disponíveis para o 4.º trimestre de 2015 para os EUA indicam a perda de algum dinamismo da atividade económica (produção industrial, vendas a retalho e exportações de bens) embora o consumo privado tenha mantido um forte crescimento (2,7% em termos homólogos reais em outubro de 2015). Em novembro de 2015, a taxa de desemprego manteve-se em 5,0% e a taxa de inflação homóloga subiu para 0,5% (0,2% em outubro).
- No 3.º trimestre de 2015, o PIB da União Europeia (UE) e da área do euro (AE) aumentou para 1,9% e de 1,6% em termos homólogos reais, respetivamente (igual ao trimestre precedente) refletindo uma desaceleração do investimento e das exportações, compensado por um aumento do consumo público. De acordo com o indicador previsional do Banco de Itália de novembro de 2015, o PIB trimestral em cadeia da área do euro acelerou (+0,3%, no 3.º trimestre). No conjunto dos meses de outubro e novembro de 2015, o indicador de sentimento económico subiu tanto para a UE como para a AE, em resultado, no caso da área do euro, de uma melhoria da confiança dos empresários da construção, dos serviços e do comércio a retalho. Em outubro de 2015, a taxa de desemprego manteve-se em 9,3% para a UE e, diminuiu para 10,7% para a AE (correspondendo ao valor mais baixo desde fevereiro de 2012). Em novembro de 2015, a taxa de inflação homóloga da área do euro subiu para 0,2% em termos homólogos; enquanto manteve o valor zero em termos de variação dos últimos 12 meses.
- Em dezembro de 2015 e, até ao dia 21, o preço *spot* do petróleo *Brent* desceu significativamente, para se situar, em média, em 40 USD/bbl (37 €/bbl), representando o nível mais baixo desde o início de 2005, refletindo os receios de uma evolução mais fraca da economia mundial; a expectativa de um aumento da produção por parte do Irão e a não alteração da quota de produção da OPEP.
- As taxas de juro de curto prazo prosseguiram em dezembro de 2015, o seu movimento descendente para a área do euro, renovando níveis historicamente baixos (-0,12%, em média, até ao dia 21) em linha com a decisão do Conselho do Banco Central Europeu (BCE), no dia 3, em implementar mais medidas de estímulo monetário, com destaque para o prolongamento do programa alargado de compra de ativos até março de 2017 e a diminuição da taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito para -0,30% (anteriormente de -0,20%). Nos EUA, pelo contrário, acentuou-se o movimento de subida das taxas de juro de curto prazo, coincidindo com a decisão, em meados do mês, da Reserva Federal de aumentar as taxas de juro federais para o intervalo entre 0,25% e 0,50% (mantidas entre 0% e 0,25%, desde 2008).
- No contexto, de políticas monetárias divergentes do BCE e da Reserva Federal dos EUA, o euro face ao dólar situou-se em 1,09, no dia 21, representando uma depreciação de 10% em relação ao final do ano de 2014 (1,21).

Conjuntura Nacional

- As Contas Nacionais Trimestrais do INE para o 3.º trimestre de 2015 apontam para um crescimento homólogo de 1,4% do PIB (1,6% no trimestre precedente).
- O Consumo Privado cresceu, em termos reais, 2,3% no terceiro trimestre de 2015, menos 0,9 p.p. do que no segundo trimestre do ano.
- O FBCF registou um crescimento de 2,3%, 3 p.p. inferior ao observado nos três meses precedentes. A componente de equipamento de transporte registou uma variação homóloga de 33,6% que compara com 33,3% no trimestre anterior. O investimento em outras máquinas e equipamentos registou uma variação de -2,3% (9,7% no trimestre terminado em junho de 2015). O investimento em construção subiu 2,1% (+0,1 p.p. face ao trimestre precedente).
- O Indicador de confiança dos consumidores, nos meses de outubro e novembro, apresentou, à semelhança da generalidade dos indicadores qualitativos, um agravamento face aos valores do terceiro trimestre.
- Em novembro, a variação homóloga do IPC foi de 0,6%, valor idêntico ao de outubro. Já a variação homóloga do IPPI, em igual período, foi de -3,3% (-3,8% no mês anterior).
- As estimativas do INE apontam para que a taxa de desemprego, em outubro, se tenha fixado nos 12,6%, enquanto o emprego cresceu 0,9%. O número de desempregados registados, nos centros de emprego, no final de novembro, diminuiu 8%, enquanto as ofertas, ao longo do mês, aumentaram 4,7%.
- Em termos médios homólogos, os dados relativos ao comércio internacional de bens, divulgados pelo INE para o mês de outubro, apontam para uma redução de 3,9% das importações e uma diminuição das exportações em 2,5% (0% e 3,1% no 3.º trimestre, respetivamente).
- Em novembro, a execução orçamental das Administrações Públicas revelou um saldo global negativo de 4.805 milhões de euros1. No mesmo período, o saldo primário registou um valor de 2.861 milhões de euros. Considerando o universo comparável, a receita total do conjunto das AP cresceu 0,6% em termos homólogos, destacando-se o crescimento da receita fiscal em 5,2% contrariando a evolução menos favorável das restantes componentes da receita. A despesa total registou uma redução de 1,9%.
- O saldo global negativo do subsetor Estado foi de 6.115 milhões de euros, contribuindo com uma melhoria de 1.300 milhões de euros para o saldo global das AP. A melhoria do saldo global baseou-se num crescimento de 4,5% da receita total e, dentro desta, de um aumento de 3,9% da receita proveniente dos impostos diretos e um aumento de 6,0% com origem nos impostos indiretos, acompanhado de um crescimento da despesa total de apenas 0,8%.
- Os subsetores dos Serviços e Fundos Autónomos, da Segurança Social e da Administração Local apresentaram saldos globais positivos de, respetivamente, 41 milhões de euros, 832 milhões de euros e 578 milhões de euros. Pelo contrário, o subsetor da Administração Regional registou um saldo global negativo de 141 milhões de euros.
- Em outubro, a dívida do Setor das Administrações Públicas (ótica de Maastricht) atingiu um valor de 229.269, representando uma redução de 2.683 milhões de euros relativamente ao final do mês anterior (-1,2%) embora mantendo-se 3.502 milhões de euros acima do valor registado no final de 2014.
- Em novembro, a dívida direta do Estado situou-se em 224.667 milhões de euros, aumentando 1.541 milhões de euros relativamente ao mês anterior (0,7%).

[1] Exceto se for referido o contrário, os valores indicados foram apurados numa base de caixa.

Comércio Internacional

- Os ***resultados preliminares das estatísticas do comércio internacional*** recentemente divulgados[2] apontam para um crescimento homólogo das exportações de mercadorias de 4% nos primeiros dez meses de 2015. Neste mesmo período, as importações aumentaram 2,2%, o que levou a uma recuperação do défice da balança comercial (fob-cif) de 6,2%, correspondendo a 557 milhões de euros. A taxa de cobertura das importações pelas exportações foi de 83,2%, mais 1,5 p.p. que em igual período de 2014.
- Nos primeiros dez meses de 2015, o crescimento homólogo das exportações de mercadorias, excluindo os produtos energéticos, foi superior ao crescimento das exportações totais (4,5%). As importações registaram uma variação homóloga positiva superior ao crescimento das exportações (7,3%), o que levou a um agravamento do saldo negativo da respetiva balança comercial em 35,7%.
- No último ano a terminar em outubro de 2015, as exportações de mercadorias cresceram 3,6% em termos homólogos, sendo que a maioria dos grupos contribuiu positivamente para este comportamento. Destaca-se o contributo dos produtos "Agroalimentares" (+0,9 p.p.), dos "Material de Transporte" (+0,9 p.p.) e dos "Produtos Acabados Diversos" (+0,7 p.p.). Nos primeiros dez meses de 2015, deve igualmente destacar-se o contributo positivo dos produtos "Material de Transporte" (+1,0 p.p.), seguido do contributo das "Agroalimentares" (+0,8 p.p.) e dos "Produtos Acabados Diversos" (+0,8 p.p.).
- De janeiro a outubro de 2015, as exportações para o mercado comunitário cresceram, em termos homólogos, 6,5 % e contribuíram em 4,6 p.p. para o crescimento das exportações totais de mercadorias. As exportações para os países da UE-15 registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 6,5 % e as exportações para os países do Alargamento 7,4%, sendo os respetivos contributos para o crescimento do total das exportações de 4,4 p.p. e 0,3 p.p.. As exportações para Espanha, o principal mercado de destino das exportações portuguesas de mercadorias (25,0% do total de janeiro a outubro de 2015), registaram o maior contributo Intra UE-15 (+2,3 p.p.) para o crescimento das exportações, seguidas das exportações para o Reino Unido e França (+0,7 p.p. e +0,5 p.p. respetivamente).
- Nos primeiros dez meses de 2015, as exportações para os Países Terceiros decresceram 2,1% em termos homólogos, passando a representar 27,3 % do total das exportações nacionais (-1,7 p.p. face ao período homólogo). Destaca-se o comportamento positivo das exportações para os EUA (+24,7%), Marrocos (+14,9%) e Moçambique (+14,1%).
- De janeiro a outubro de 2015, as exportações de produtos industriais transformados registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 4,0%. As exportações de produtos de média intensidade tecnológica são as que mais contribuem para o crescimento das exportações deste tipo de produtos (+1,8 p.p.).
- De acordo com os dados da Balança de Pagamentos divulgados para o mês de setembro de 2015, as Exportações de Bens e Serviços registaram um crescimento homólogo de 4,7% nos primeiros nove meses de 2015. A componente de Bens registou uma melhor performance relativamente à dos Serviços (5,0% e 4,0%, respetivamente) e (Bens) foi a que mais contribuiu para o crescimento do total das exportações (3,3 p.p.).

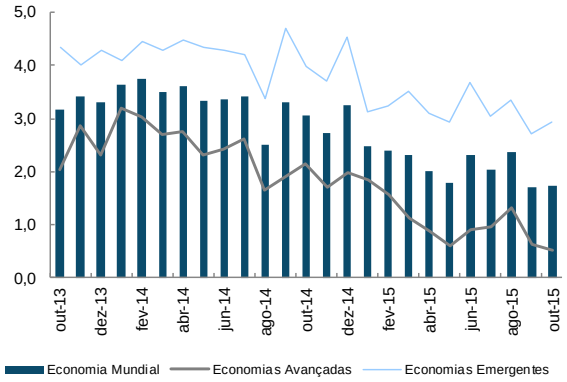
[2] Resultados mensais preliminares de janeiro a outubro de 2015.

1. Enquadramento Internacional

Atividade Económica Mundial

Em outubro de 2015, a produção industrial mundial aumentou para 1,7% em termos homólogos (igual ao mês precedente) em resultado de um ligeiro abrandamento das economias avançadas, o qual foi compensado por uma melhoria dos países emergentes e em desenvolvimento, especialmente asiáticos.

Figura 1.1.Produção Industrial
(VH, em %)



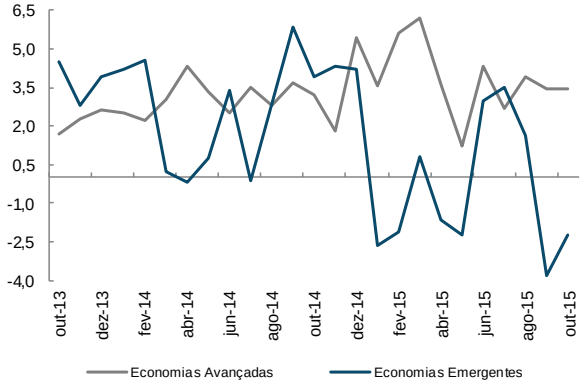
Fonte: CPB.

O comércio mundial de mercadorias continuou a desacelerar devido ao abrandamento do crescimento das exportações mundiais; já que as importações mundiais apresentaram uma melhoria.

De facto, em outubro de 2015 e, em termos homólogos reais:

- o comércio mundial desacelerou para 0,5% (1,3% em setembro de 2015);
- as exportações mundiais abrandaram para 0,1% (2,2% em setembro); enquanto as importações mundiais aumentaram 0,9% (0,2% no mês precedente).

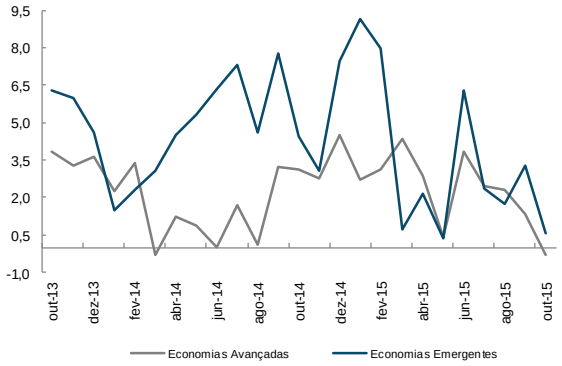
Figura 1.2. Importações de Mercadorias
(VH em volume, em %)



Fonte: CPB.

A deterioração das trocas comerciais resultou do enfraquecimento significativo das exportações mundiais, o qual atingiu tanto as economias avançadas (nomeadamente os EUA) como os países emergentes, embora de maior magnitude para o último caso (com destaque para os asiáticos). Quanto às importações mundiais, assistiu-se, neste mês, a uma melhoria, em consequência dos países emergentes, apesar de ter permanecido com uma variação negativa.

Figura 1.3. Exportações de Mercadorias
(VH em volume, em %)



Fonte: CPB.

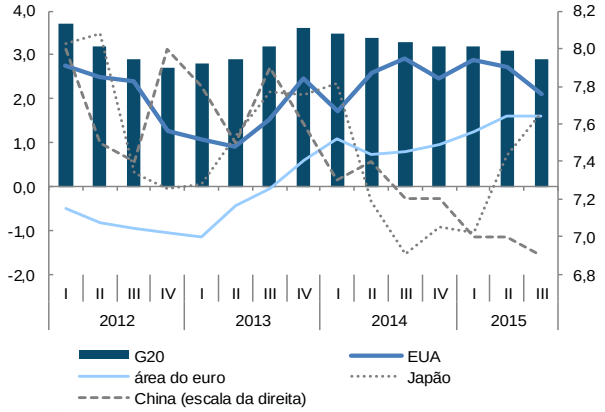
Quadro 1.1. Indicadores de Atividade Económica Mundial

Indicador	Unidade	Fonte	2014	2014		2015			2015			
				3T	4T	1T	2T	3T	jul	ago	set	out
Índice de Produção Industrial Mundial	VH	CPB	3,3	3,1	3,0	2,4	2,0	2,0	2,0	2,4	1,7	1,7
Economias Avançadas	VH	CPB	2,4	2,0	1,9	1,5	0,8	1,0	1,0	1,3	0,6	0,5
Economias Emergentes	VH	CPB	4,2	4,1	4,1	3,3	3,2	3,0	3,1	3,4	2,7	2,9
Comércio Mundial de Mercadorias	VH	CPB	3,1	3,5	4,0	3,5	2,1	2,1	2,7	2,5	1,3	0,5
Importações Mundiais	VH	CPB	3,0	3,1	3,8	2,3	1,6	2,0	3,0	2,9	0,2	0,9
Economias Avançadas	VH	CPB	3,2	3,3	3,5	5,1	3,0	3,3	2,7	3,9	3,5	3,4
Economias Emergentes	VH	CPB	2,8	2,9	4,2	-1,3	-0,3	0,4	3,5	1,6	-3,8	-2,2
Exportações Mundiais	VH	CPB	3,3	3,9	4,2	4,6	2,6	2,2	2,4	2,0	2,2	0,1
Economias Avançadas	VH	CPB	1,9	1,7	3,5	3,4	2,4	2,0	2,5	2,3	1,3	-0,3
Economias Emergentes	VH	CPB	4,8	6,5	5,0	5,9	2,9	2,4	2,3	1,7	3,3	0,6

Atividade Económica Extra-UE

No 3.º trimestre de 2015, o PIB do **G20** desacelerou para 2,9% em termos homólogos reais (3,1% no trimestre precedente) refletindo, de entre as economias avançadas, um crescimento mais moderado dos EUA e do Reino Unido; uma recuperação do Japão e a uma estabilização da economia europeia. De entre os países emergentes, a variação do PIB tornou a ser negativa para o Brasil; e teve um crescimento ligeiramente menos robusto para a China e Índia.

Figura 1.4. PIB do G20, em volume
(VH, em %)



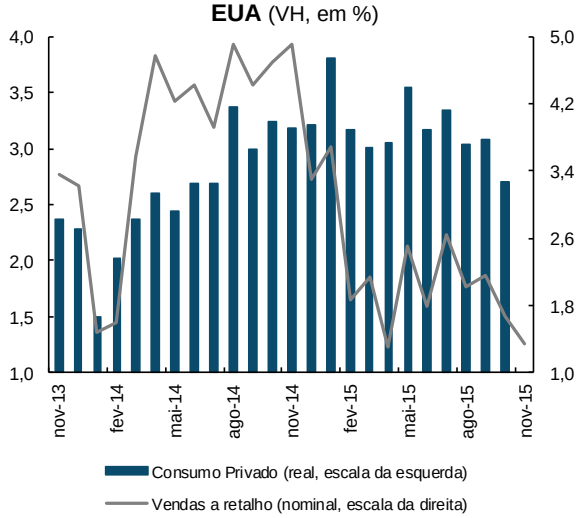
Fonte: OCDE.

Os indicadores disponíveis para o 4.º trimestre de 2015 para os **EUA** indicam a perda de algum dinamismo da atividade económica. Com efeito, no conjunto dos meses de outubro e novembro de 2015 e, em termos homólogos:

- a produção industrial deteriorou-se, para -0,5% (1,2% no 3.º trimestre de 2015) e os indicadores de confiança dos empresários diminuíram;
- as vendas a retalho abrandaram para 1,5% em termos nominais (2,3% no 3.º trimestre) em linha com a desaceleração do consumo privado;
- a taxa de desemprego desceu para 5,0% (5,2% no 3.º trimestre) e a taxa de inflação homóloga situou-se em 0,3% (0,1%, no 3.º trimestre).

Em outubro de 2015, as exportações de bens diminuíram 10,4% em termos homólogos nominais (-7,0% em setembro) associado, em parte, ao enfraquecimento da economia mundial e à valorização do dólar.

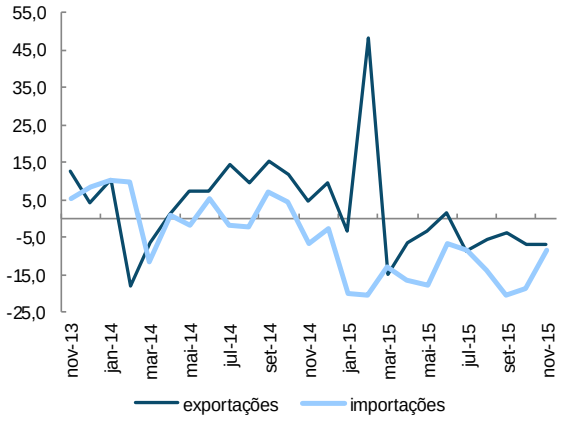
Figura 1.5. Consumo Privado e Vendas a Retalho dos EUA (VH, em %)



Fonte: *Bureau of Economic Analysis*. *Census Bureau*.

Os indicadores disponíveis para a **China** sugerem uma ligeira melhoria da atividade económica para o 4.º trimestre de 2015. De facto, no conjunto dos meses de outubro e novembro de 2015 e, em termos homólogos, a produção industrial manteve um crescimento de 5,9% e as vendas a retalho melhoraram. O comércio externo de bens manteve uma variação negativa; embora, tanto as exportações como as importações tivessem apresentado uma quebra menos acentuada.

Figura 1.6. Comércio Externo de Bens da China
(VH nominal, em %)



Fonte: OMC.

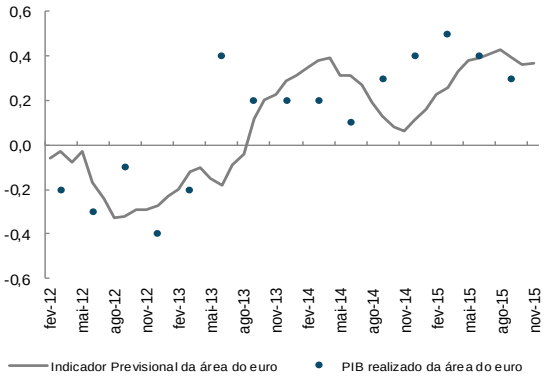
Quadro 1.2. Indicadores de Atividade Económica Extra-UE

Indicador	Unidade	Fonte	2014	2014		2015			2015			
				3T	4T	1T	2T	3T	ago	set	out	nov
EUA – PIB real	VH	BEA	2,4	2,9	2,5	2,9	2,7	2,1	-	-	-	-
Índice de Produção Industrial	VH	BGFRS	3,7	4,2	4,5	3,5	1,5	1,2	1,5	0,8	0,2	-1,2
Índice ISM da Indústria Transformadora	%	ISM	55,8	57,6	57,6	52,6	52,6	51,3	51,1	50,2	50,1	48,6
Índice ISM dos Serviços	%	"	59,8	63,4	61,0	59,5	60,9	63,0	63,9	60,2	63,0	58,2
Indicador de Confiança dos Consumidores	SRE	Michigan	84,1	83,0	89,8	95,5	94,2	90,7	91,9	87,2	90,0	91,3
Taxa de Desemprego	%	BLS	6,2	6,1	5,7	5,6	5,4	5,2	5,1	5,1	5,0	5,0
China – PIB real	VH	NBSC	7,3	7,3	7,3	7,0	7,0	6,9	-	-	-	-
Exportações	VH	MC	6,0	13,0	8,7	9,9	-2,8	-6,1	-5,5	-3,7	-6,9	-6,8
Japão – PIB real	VH	COGJ	0,0	-1,5	-0,9	-1,0	0,7	1,7	-	-	-	-

Atividade Económica da UE

No conjunto dos meses de outubro e novembro de 2015, o indicador de sentimento económico subiu tanto para a União Europeia (UE) como para a área do euro (AE), em resultado, para o caso da área do euro, da melhoria da confiança dos empresários da construção, dos serviços e do comércio a retalho. Também, o indicador previsional do Banco de Itália, de novembro, indica que o PIB trimestral em cadeia da AE acelerou (+0,3%, no 3.º trimestre de 2015.

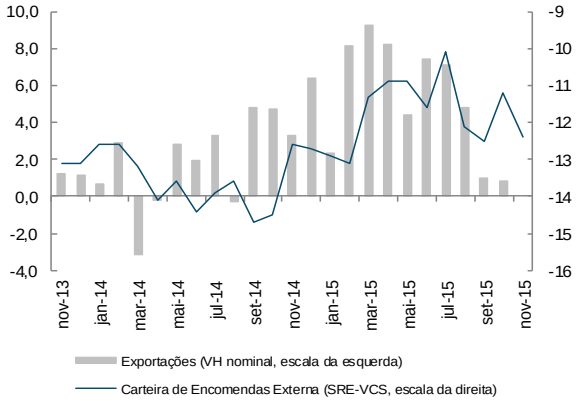
Figura 1.7. Indicador mensal da Área do Euro (€ Coin) e PIB Trimestral da AE (VC real, em %)



Fontes: Banco de Itália; Eurostat.

Os indicadores quantitativos disponíveis para a área do euro no início do 4.º trimestre de 2015, indicam uma melhoria da produção industrial; um fraco crescimento das exportações de bens em termos nominais e um abrandamento das vendas a retalho.

Figura 1.8. Exportações e Encomendas externas da Área do Euro

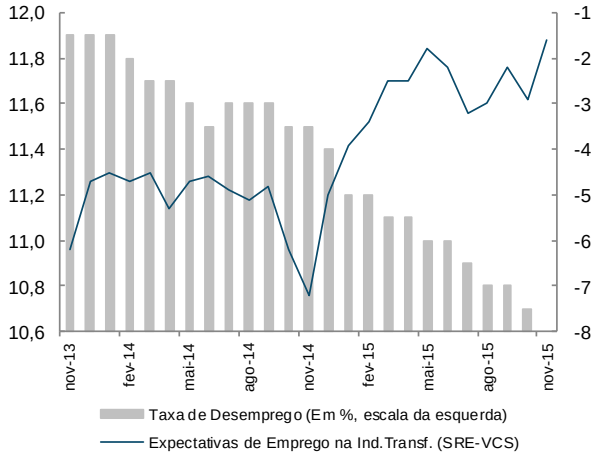


Fontes: Comissão Europeia; Eurostat.

Em outubro de 2015, a taxa de desemprego manteve-se em 9,3% para a UE e, diminuiu para 10,7% para a AE (a taxa mais baixa desde fevereiro de 2012).

Em novembro de 2015, as expectativas dos empresários da área do euro quanto à criação de emprego melhoraram para todos os setores (indústria transformadora, serviços, construção e comércio a retalho).

Figura 1.9. Taxa de Desemprego e Expectativas de Emprego na Indústria da Área do Euro



Fontes: Comissão Europeia; Eurostat.

A taxa de inflação homóloga da área do euro subiu para 0,2% em novembro de 2015 (0,1% no mês precedente); enquanto manteve o valor zero em termos de variação dos últimos 12 meses. A aceleração da taxa de inflação homóloga resultou sobretudo de uma quebra menos acentuada dos preços de energia, a qual foi de -7,3% (-8,5% em outubro).

Na área do euro, os custos horários do trabalho da indústria e dos serviços mercantis desaceleraram para 1,2% em termos homólogos nominais no 3.º trimestre de 2015 (1,6% no 2.º trimestre).

O emprego total da economia aumentou 1,1% em termos homólogos na AE no 3º trimestre de 2015 (1,0% no trimestre precedente) acompanhado de um ligeiro abrandamento de produtividade, para +0,5% em termos homólogos, (+0,6%, no 2.º trimestre).

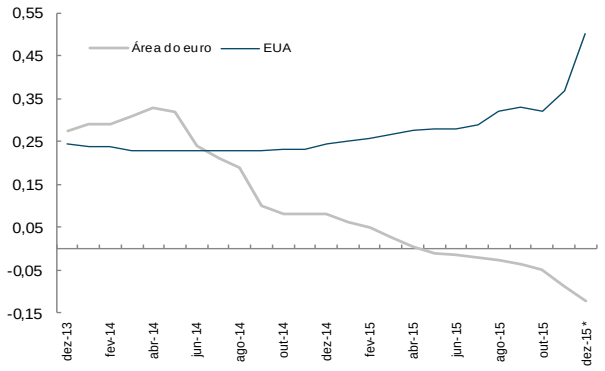
Quadro 1.3. Indicadores de Atividade Económica da UE

Indicador	Unidade	Fonte	2014	2014		2015			2015			
				3T	4T	1T	2T	3T	ago	set	out	nov
União Europeia (UE-28) – PIB real	VH	Eurostat	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	1,9	-	-	-	-
Indicador de Sentimento Económico	Índice	CE	105,2	104,9	104,2	105,4	106,2	107,1	107,0	107,6	107,7	107,6
Área do Euro (AE-19) – PIB real	VH	Eurostat	0,9	0,8	0,9	1,3	1,6	1,6	-	-	-	-
Indicador de Sentimento Económico	Índice	CE	101,6	101,2	100,9	102,6	103,7	104,6	104,1	105,6	106,1	106,1
Índice de Produção Industrial	VH	Eurostat	0,8	0,6	0,4	1,4	1,2	1,6	2,0	1,2	1,8	:
Índice de Vendas a Retalho	VH real	"	1,2	0,8	1,9	2,1	2,3	2,8	2,3	2,9	2,4	:
Taxa de Desemprego	%	"	11,6	11,6	11,5	11,2	11,0	10,8	10,8	10,8	10,7	:
IHPC	VH	"	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,2

Mercados Financeiros e Matérias-Primas

Em dezembro de 2015, as taxas de juro de curto prazo prosseguiram o seu movimento descendente para a área do euro, renovando níveis historicamente baixos, situando-se em -0,12% até ao dia 21. Nos EUA, as taxas de juro a 3 meses acentuaram o movimento de subida, em linha com a decisão da Reserva Federal de aumentar as taxas de juro federais para o intervalo entre 0,25% e 0,50%, em meados do mês (mantidas entre 0% e 0,25%, desde 2008).

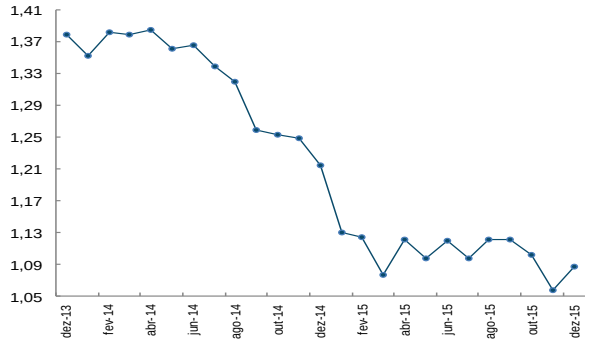
Figura 1.10. Taxa de Juro a 3 meses do Mercado Monetário (Média mensal, em %)



Fonte: BCE; IGCP. * Média até ao dia 21.

Em novembro de 2015, as taxas de juro de longo prazo desceram para a área do euro; enquanto apresentaram uma tendência ascendente para os EUA.

Figura 1.11. Taxa de Câmbio do Euro face ao Dólar (fim do período)



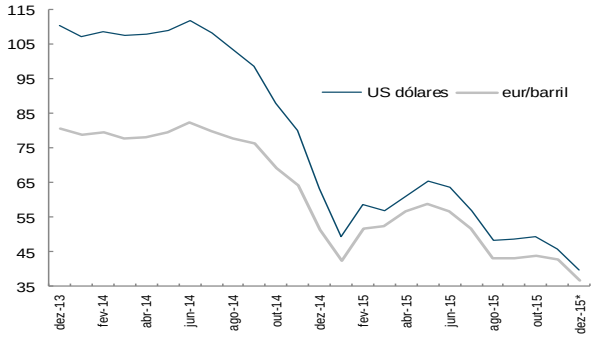
Fonte: Banco de Portugal. Para dezembro, o valor é do dia 21.

No período mais recente, registou-se um movimento de apreciação do euro face ao dólar, invertendo a tendência de depreciação verificada nos meses precedentes. Assim, em dezembro de 2015, o euro situou-se, no dia 21, em 1,09, representando uma apreciação de 2,8% face ao final do mês de novembro. No entanto, num contexto, de políticas monetárias divergentes do Banco Central Europeu e da Reserva Federal dos EUA, a 21 de dezembro, face ao dólar, o euro depreciou-se 10% em relação ao final do ano de 2014 (1,21).

Em novembro de 2015, o índice de preços relativo do preço do petróleo importado desceu para 38,4 (por memória atingiu o valor 100 durante a crise petrolífera de 1979).

Em dezembro de 2015, e até dia 21, o preço do petróleo *Brent* desceu significativamente, para se situar, em média, em 40 USD/bbl (37€/bbl), representando o nível mais baixo desde o início de 2005. A fraca cotação do preço do petróleo deveu-se aos receios de uma evolução mais fraca da economia mundial; à expectativa de um aumento da produção por parte do Irão; à não alteração da quota de produção da OPEP e à manutenção de um nível elevado de existências de crude nos EUA.

Figura 1.12. Preço médio *Spot* do Petróleo *Brent*
(Em USD e euros)



Fontes: DGEG, IGCP e BP. * Média dos dias 1 a 21.

No conjunto dos meses de outubro e novembro de 2015, o preço das matérias-primas não energéticas desacelerou, tendo diminuído 19% em termos homólogos (-18,6% no 3.º trimestre) tendência para a qual contribuiu sobretudo a quebra dos preços dos produtos agrícolas.

Quadro 1.4. Indicadores Monetários e Financeiros Internacionais

Indicador	Unidade	Fonte	2014	2014		2015			2015			
				3T	4T	1T	2T	3T	ago	set	out	nov
Taxa Euribor a 3 meses*	%	BP	0,08	0,08	0,08	0,02	-0,01	-0,04	-0,03	-0,04	-0,07	-0,11
Yield OT 10 anos – EUA**	%	Eurostat	2,54	2,50	2,28	1,97	2,17	2,22	2,16	2,17	2,06	2,26
Yield OT 10 anos – Área do euro**	%	"	2,28	2,00	1,59	1,15	1,29	1,47	1,39	1,48	1,20	1,16
Taxa de Câmbio*	Eur/USD	BP	1,214	1,258	1,214	1,076	1,119	1,120	1,122	1,120	1,102	1,058
Dow Jones*	VC	Yahoo	7,5	1,3	4,6	-0,3	-0,9	-7,6	-6,6	-1,5	8,5	0,3
DJ Euro Stoxx50*	VC	"	1,2	-0,1	-2,5	17,5	-7,4	-9,5	-9,2	-5,2	10,2	2,6
Spot do Petróleo *Brent* em USD/bbl**	USD/bbl	DGEG	99,52	103,42	77,06	55,07	63,47	51,22	48,26	48,60	49,34	46,03
Spot do Petróleo *Brent* em USD/bbl**	VH	"	-8,4	-5,6	-29,5	-49,0	-42,1	-50,5	-53,4	-50,7	-43,9	-42,5
Spot do Petróleo *Brent* em euros/bbl**	VH	DGEG e BP	-8,4	-5,6	-23,3	-37,9	-28,2	-41,0	-44,3	-43,3	-36,7	-33,2
Preço Relativo do Petróleo em euros***	1979=100	GEE	70,5	72,8	60,1	44,9	51,0	41,7	38,4	38,0	40,3	38,4

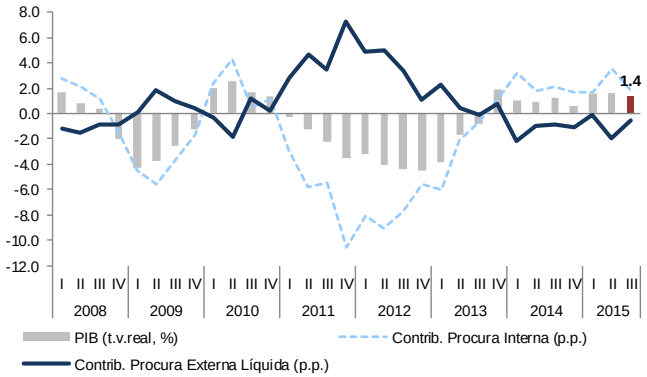
* Fim de período; ** Valores médios; *** Preço Relativo do Petróleo é o rácio entre o preço de importação de ramas de petróleo bruto em euros e o deflator do PIB em Portugal (sempre que não haja deflator, utiliza-se o último deflator conhecido). Nota: O preço do Petróleo *Brent* de 2009 a 2015 corresponde à média diária do IGCP.

2. Conjuntura Nacional

Atividade Económica e Oferta

As Contas Nacionais Trimestrais do INE para o 3.º trimestre de 2015 apontam para um crescimento homólogo de 1,4% do PIB (1,6% no trimestre precedente). Este valor fica a dever-se a um contributo positivo da procura interna inferior ao do 2.º trimestre de 2015 (1,9 p.p. e 3,5 p.p., respetivamente), e a um contributo negativo da procura externa líquida (-0,5 p.p. que compara com os -1,9 p.p. do trimestre terminado em junho de 2015). É ainda de relevar a variação positiva do consumo privado e do Investimento (FBCF), em 2,3% (3,2% e 5,1% no 2º trimestre, respetivamente).

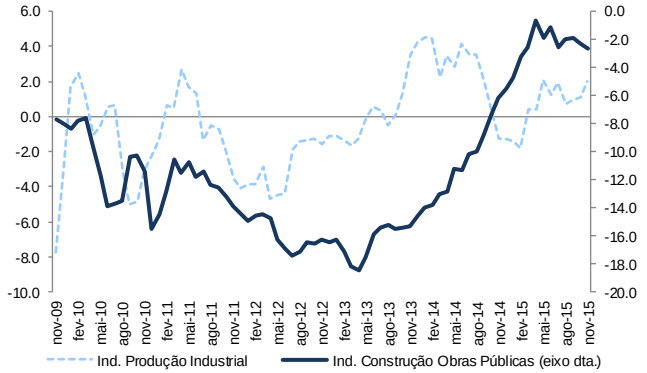
Figura 2.1. Contributo para a Taxa de Variação do PIB



Fonte: INE.

No trimestre terminado em outubro de 2015, o indicador de atividade económica do INE registou uma desaceleração (variação homóloga de 2,5%, que compara com 2,7% em setembro de 2015).

Figura 2.2. Índices de Produção
(VH, MM3)



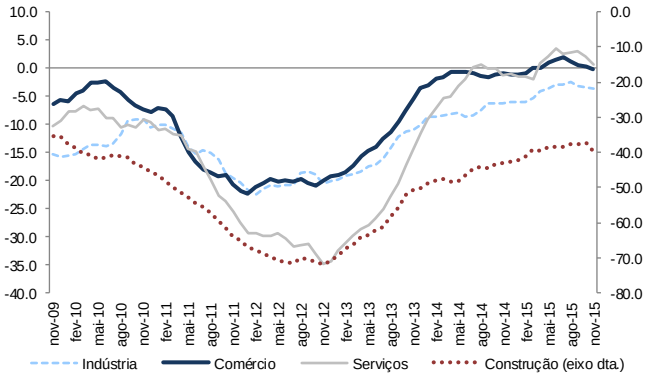
Fonte: INE.

Os dados quantitativos disponíveis relativos ao trimestre terminado no mês de outubro, mostram que, em termos homólogos:

- na indústria transformadora, o índice de produção aumentou 1,2% e o índice de volume de negócios apresentou uma variação de -1,7% (1,0% e -0,1% no 3.º trimestre de 2015, respetivamente);
- o índice de produção na construção e obras públicas apresentou uma quebra de 2,7% quando no último trimestre apresentava uma variação homóloga de -2,3%;
- o índice de volume de negócios nos serviços apresentou uma variação face ao período homólogo de -2,2% (-1,1 p.p. face ao 3.º trimestre do ano);
- o índice de volume de negócios no comércio a retalho aumentou 1,9%, valor superior em 0,7 p.p. quando comparado com o trimestre terminado em setembro.

No trimestre terminado em novembro, assistiu-se a uma deterioração generalizada dos indicadores de confiança.

Figura 2.3. Indicadores de Confiança
(SRE, MM3)



Fonte: INE.

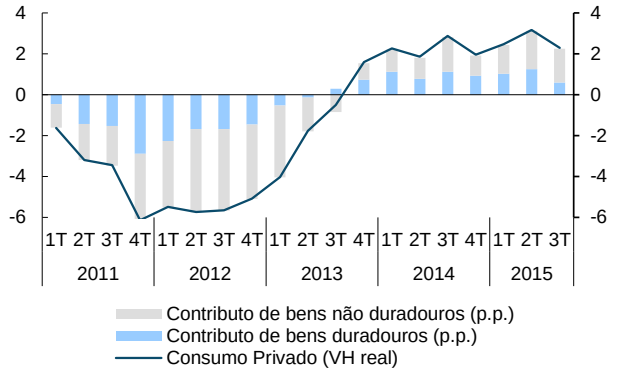
Quadro 2.1. Indicadores de Atividade Económica e Oferta

Indicador	Unidade	Fonte	2014	2014		2015			2015				
				3T	4T	1T	2T	3T	jul	ago	set	out	nov
PIB – CN Trimestrais	VH Real	INE	0.9	1.2	0.6	1.6	1.6	1.4	:	:	:	:	:
Indicador de Clima Económico	SRE-VE	"	0.2	0.6	0.2	0.7	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.2	0.9
Indicador de Confiança da Indústria	SRE-VCS	"	-7.3	-6.4	-6.1	-5.4	-2.9	0.5	-2.7	-2.4	-4.2	-3.7	-3.4
Indicador de Confiança do Comércio	"	"	-1.3	-1.6	-1.3	-0.1	1.3	-0.7	2.3	0.0	-0.7	1.3	-1.0
Indicador de Confiança dos Serviços	"	"	-2.2	-0.2	-1.0	-1.9	3.4	0.3	4.4	2.0	2.4	1.9	-2.7
Indicador de Confiança da Construção	"	"	-45.3	-44.7	-42.8	-39.3	-38.6	-37.6	-39.1	-35.3	-38.4	-38.6	-42.0
Índice de Produção Industrial – Ind. Transf.	VH	"	1.8	2.0	-1.2	0.4	1.3	1.0	2.0	-1.6	2.6	2.4	:
Índice de Volume de Negócios – Ind. Transf.	"	"	-1.2	-1.3	-1.9	-0.5	2.6	0.1	0.7	-2.2	1.2	-3.9	:
Índice de Volume de Negócios - Serviços	"	"	-2.6	-3.8	-3.1	-2.2	-1.3	-1.1	-0.4	-2.4	-0.4	-3.7	:

Consumo Privado

No terceiro trimestre de 2015, o Consumo Privado cresceu, em termos reais, 2,3%, valor que representa uma desaceleração de 0,9 p.p. face ao segundo trimestre. Para esta evolução concorreu um contributo positivo da componente dos Bens Duradouros (0,6 p.p.) e da componente dos Bens não Duradouros (1,7 p.p.). Em ambos os casos, os contributos foram inferiores aos do trimestre precedente.

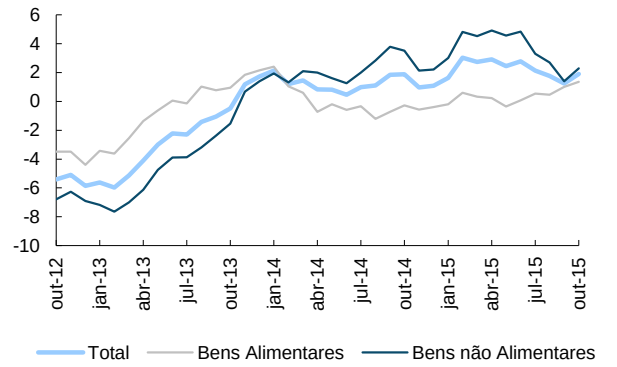
Figura 2.4. Consumo Privado e contributos
(VH, %)



Fonte: INE.

No trimestre terminado em outubro de 2015, o Índice de Volume de Negócios no Comércio a Retalho cresceu 1,9%, mais 0,7 p.p. face ao valor registado no terceiro trimestre. Esta evolução foi determinada sobretudo pela evolução da componente não alimentar que acelerou, em igual período, 0,9 p.p., para os 2,3%. Já a componente alimentar cresceu 1,3% (1% no terceiro trimestre).

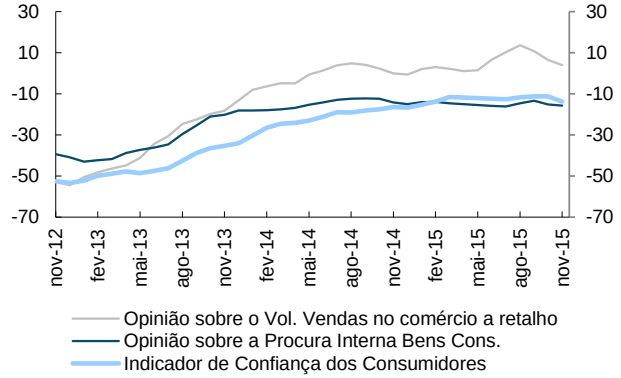
Figura 2.5. Índice do Volume de Negócios no Comércio a Retalho
(MM3,VH)



Fonte: INE.

Nos meses de outubro e novembro, o Índice de confiança dos consumidores piorou quando comparado com os valores do terceiro trimestre do ano. Esta tendência foi partilhada pela sua opinião relativa à oportunidade de aquisição de Bens Duradouros e pela opinião dos empresários relativa aquisição de Bens de Consumo e Volume de vendas no Comércio a Retalho.

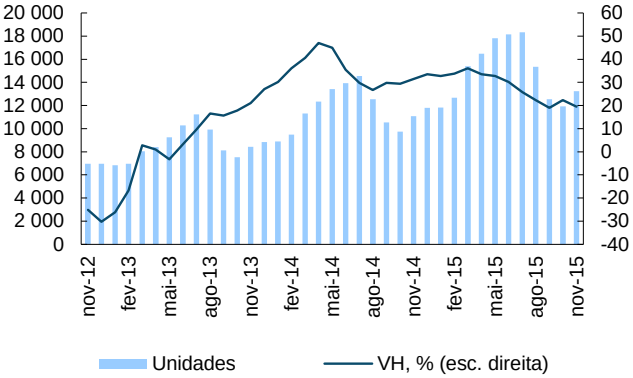
Figura 2.6. Opiniões dos Empresários e Confiança dos Consumidores
(SRE-VE, MM3)



Fonte: INE.

No mês de novembro de 2015 foram vendidos 13 343 automóveis ligeiros de passageiros. Embora este valor revele uma descida face aos 13 719 registados em outubro, traduz um crescimento de 13,9% face a novembro de 2014.

Figura 2.7. Venda de Automóveis Ligeiros de Passageiros
(MM3)



Fonte: ACAP.

Quadro 2.2. Indicadores de Consumo Privado

Indicador	Unidade	Fonte	2014	2014		2015			2015				
				3T	4T	1T	2T	3T	jul	ago	set	out	nov
Consumo Privado - CN Trimestrais	VH real	INE	2.2	2.9	2.0	2.5	3.2	2.3	-	-	-	-	-
Indicador de Confiança dos Consumidores	SER-VE	"	-20.2	-18.2	-16.7	-11.5	-12.4	-11.2	-13.3	-9.8	-10.5	-13.4	-17.3
Confiança Comércio Retalho: Vendas últimos 3 meses	SER-VE	"	0.0	4.1	-0.7	2.2	6.6	10.7	15.2	12.0	4.8	2.9	4.2
Índice de Vol. De Negócios no Comércio a Retalho*	VH	"	1.2	1.9	1.1	2.7	2.8	1.2	1.7	0.8	1.2	3.7	:
Bens Alimentares	VH	"	-0.3	-0.7	-0.4	0.3	0.1	1.0	2.1	-1.0	2.0	3.1	:
Bens não alimentares	VH	"	2.3	3.8	2.2	4.5	4.8	1.4	1.4	2.1	0.7	4.1	:
Vendas de Automóveis Ligeiros de Passageiros**	VH	ACAP	34.8	29.8	33.5	36.1	30.1	18.9	9.7	21.9	30.1	16.3	13.9
Importação de Bens de Consumo***	VH	INE	5.0	4.1	5.9	8.0	13.7	7.0	7.3	10.4	3.7	1.2	:

* Índices deflacionados, corrigidos de sazonalidade e de dias úteis; ** Inclui veículos Todo-o-Terreno e Monovolumes com mais de 2300 Kg; *** Exclui material de transporte.

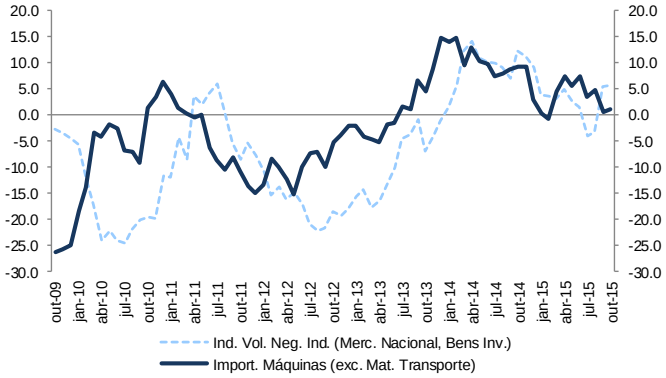
Investimento

De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do INE, no 3.º trimestre de 2015, em termos homólogos reais, a FBCF registou um crescimento de 2,3%, 3 p.p. inferior ao observado nos três meses precedentes. A componente de equipamento de transporte registou uma variação homóloga de 33,6% que compara com 33,3% no trimestre anterior. O investimento em outras máquinas e equipamentos registou uma variação de -2,3% (9,7% no trimestre terminado em junho de 2015). O investimento em construção subiu 2,1% (+0,1 p.p. face ao trimestre precedente).

Os dados disponíveis para o investimento nos meses de outubro e de novembro, mostram que, em termos médios homólogos:

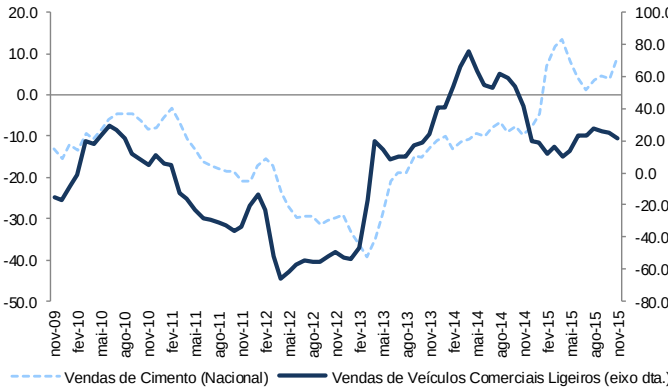
- as vendas de veículos comerciais ligeiros cresceram 17,4% (-8,2 p.p. face ao trimestre terminado em setembro) acompanhadas pela variação de 14,2% na venda de veículos comerciais pesados (desaceleração de 21,4 p.p. face ao período precedente);
- as vendas de cimento registaram um crescimento de 10,1% (+5,7 p.p. quando comparado com os três meses precedentes);
- as opiniões dos empresários sobre o volume de vendas de bens de investimento no comércio por grosso registaram uma melhoria.

Figura 2.8. Bens de Equipamento
(VH, MM3)



Fonte: INE.

Figura 2.9. Vendas de Cimento e de Veículos Comerciais Ligeiros
(VH, MM3)



Fonte: INE.

Os dados quantitativos disponíveis relativos ao trimestre terminado em outubro, mostram que, em termos homólogos:

- o índice de volume de negócios da indústria de bens de investimento para o mercado nacional registou um aumento de 5,6% (5,5% no 3.º trimestre de 2015);
- a importação máquinas e outros de bens de capital exceto material de transporte aumentou 1% (valor próximo do registado no trimestre terminado em setembro);
- as licenças de construção de fogos aumentaram 20,25% (14,8% no trimestre anterior).

Quadro 2.3 Indicadores de Investimento

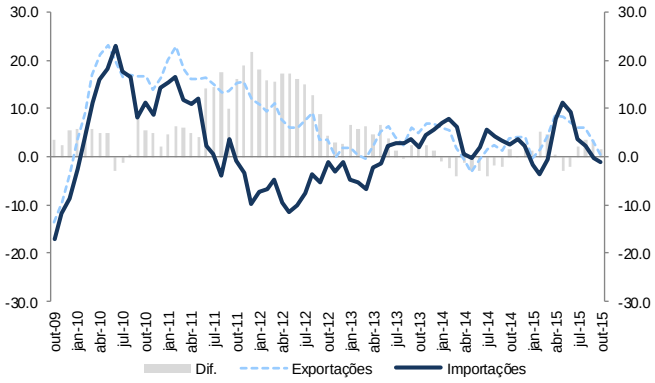
Indicador	Unidade	Fonte	2014	2014		2015			2015				
				3T	4T	1T	2T	3T	jul	ago	set	out	nov
FBC – CN Trimestrais	VH Real	INE	5.5	1.3	4.4	1.1	8.5	2.5	:	:	:	:	:
da qual, FBCF	VH Real	INE	2.8	3.5	2.8	8.7	5.3	2.3	:	:	:	:	:
Indicador de FBCF	VH/mm3	"	0.4	-0.3	1.4	9.0	2.8	5.3	2.9	4.9	5.3	6.7	:
Vendas de Cimento	VH	SECIL e CIMPOR	-9.5	-8.9	-7.9	11.9	4.2	4.4	2.5	5.0	6.0	0.6	22.3
Vendas de Veículos Comerciais Ligeiros	VH	ACAP	43.8	59.1	19.7	16.4	23.6	25.5	15.8	31.6	31.9	15.3	19.3
Vendas de Veículos Comerciais Pesados	VH	"	23.4	36.4	8.6	23.4	59.2	35.6	45.7	59.3	17.8	22.3	7.4
Volume Vendas Bens de Investimento*	SRE-VE	INE	1.1	2.0	7.1	3.8	-7.2	-6.2	-1.7	-6.1	-10.8	-11.1	1.2
Licenças de Construção de fogos	VH	"	-8.1	-13.1	17.1	17.0	21.8	14.8	14.3	37.8	0.9	28.8	:
Importações de Bens de Capital**	VH	"	7.4	8.7	2.9	4.4	8.4	1.3	-1.1	4.1	1.6	-1.8	:
Índice Vol. Negócios da IT de Bens de Inv.***	VH	"	9.5	7.0	9.1	3.1	1.5	5.5	-6.6	-2.8	25.2	-6.8	:

* no Comércio por Grosso; ** excepto Material de Transporte; *** para o Mercado nacional

Contas Externas

Em termos médios homólogos, os dados relativos ao comércio internacional de bens, divulgados pelo INE para o mês de outubro, apontam para uma redução de 3,9% das importações e uma diminuição das exportações em 2,5% (0% e 3,1% no 3.º trimestre, respetivamente).

Figura 2.10. Fluxos do Comércio Internacional
(VH, MM3, %)



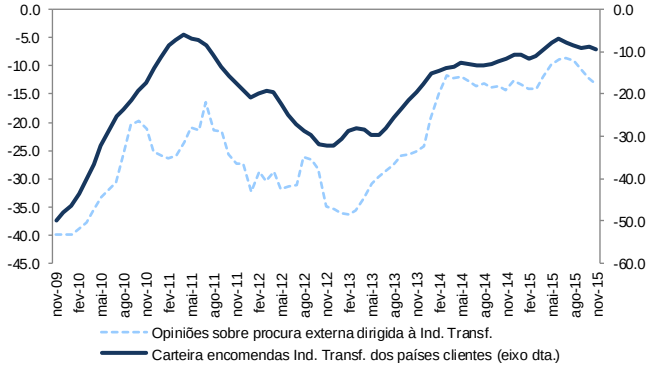
Fonte: INE.

Também no mês de outubro, e em termos homólogos nominais:

- a componente extracomunitária das exportações diminuiu 18,8%, uma desaceleração de 15,3 p.p. face ao registado no 3.º trimestre. As exportações para o mercado intracomunitário aumentaram 5,5%, valor inferior aos 5,9% registados no 3.º trimestre do ano;
- as importações de bens, no mercado intracomunitário diminuíram 2% enquanto, no mercado extracomunitário o decréscimo foi de 9,9% (3% e -8,2% no trimestre terminado em setembro, respetivamente). Estes resultados permitem que a taxa de cobertura do comércio internacional de bens, em termos acumulados, se situe atualmente em 83,2% (81,7% em igual período de 2014).

No trimestre terminado em novembro, as opiniões sobre a procura externa na indústria foram menos favoráveis quando comparadas com os três meses anteriores.

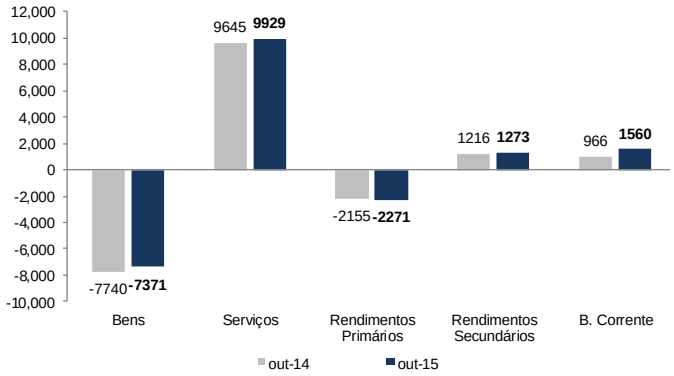
Figura 2.11. Procura Externa dirigida à Indústria



Fonte: INE.

Em outubro de 2015, o excedente acumulado da balança corrente foi de 1560 milhões de euros, o que representa uma melhoria de 594 milhões de euros em termos homólogos. Este resultado traduz uma melhoria no saldo de todas as balanças, com a exceção da balança de rendimentos primários (-115 milhões de euros face a igual período de 2014).

Figura 2.12. Balança Corrente: composição do saldo
(em milhões de euros)



Fonte: BdP. Séries ajustadas de sazonalidade.

No mesmo período, a balança corrente e de capital apresentou uma capacidade de financiamento de 3439 milhões de euros (um saldo superior ao excedente de 3032 milhões de euros registado no ano acabado em outubro de 2014).

Quadro 2.4. Indicadores de Contas Externas

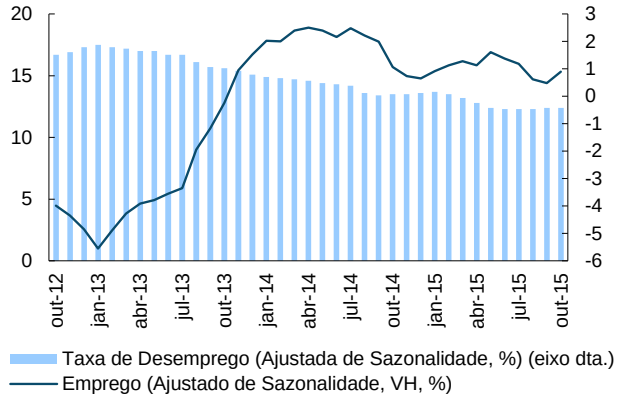
Indicador	Unidade	Fonte	2014	2014		2015			2015				
				3T	4T	1T	2T	3T	jun	jul	ago	set	out
Exportações (B&S) - CN Trimestrais	VH real	INE	3.9	3.8	5.7	7.0	7.3	3.9	:	:	:	:	:
Importações (B&S) - CN Trimestrais	VH real	"	7.2	6.0	8.5	7.1	12.0	4.9	:	:	:	:	:
Saldo de Bens e Serviços	%PIB	"	0.4	0.2	0.7	1.1	0.1	1.1	:	:	:	:	:
Capacidade de financiamento da economia	%PIB	"	1.7	5.0	1.8	0.1	-1.8	5.0	:	:	:	:	:
Saídas de Bens	VH nom	"	1.7	1.4	4.1	4.1	7.3	3.1	8.7	4.8	2.6	1.6	-2.5
Entradas de Bens	VH nom	"	3.4	3.5	2.3	-0.6	9.4	0.0	6.8	-0.8	1.7	-0.6	-3.9

Indicador	Unidade	Fonte	2014	2014		2015			2014	2015	Dif.
				3T	4T	1T	2T	3T	jan-out	jan-out	
Saldo Balança Corrente e de Capital	10^6 euros	BdP	3 641	1276	942	1206	453	1334	3032	3439	407
Saldo Balança de Bens	"	"	-9 243	-2401	-2171	-2079	-2580	-2104	-7740	-7371	369
Saldo Balança de Serviços	"	"	11448	2995	2756	2935	3007	3014	9645	9929	284
Saldo Balança de Rendimentos Primários	"	"	-2 518	-402	-757	-641	-865	-556	-2155	-2271	-115
Saldo Balança de Rendimentos Secundários	"	"	1393	372	436	532	285	363	1216	1273	57

Mercado de Trabalho

As mais recentes estimativas do INE apontam para uma taxa de desemprego de 12,4% em outubro de 2015, valor idêntico ao de setembro e inferior em 1,1 p.p. ao registado no mês homólogo. Para esta evolução contribuiu o crescimento do Emprego em 0,9% (0,5% no mês precedente).

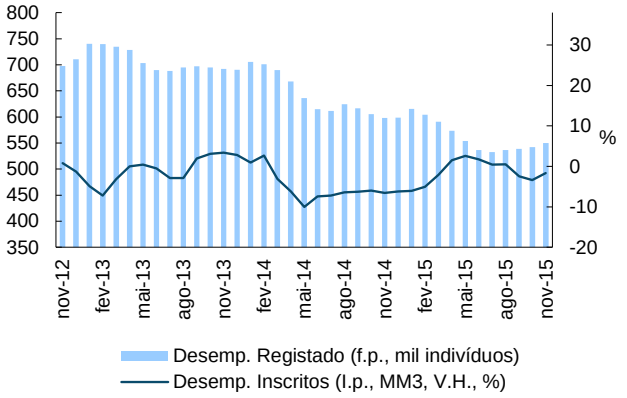
Figura 2.13. Taxa de desemprego e Emprego



Fonte: INE.

De acordo com o IEFP, no final de novembro estavam registados 550 mil indivíduos nos centros de emprego, o que traduz uma diminuição homóloga de 8%. Por contraste, o desemprego registado ao longo do período cresceu, em termos homólogos, 3%.

Figura 2.14. Desemprego

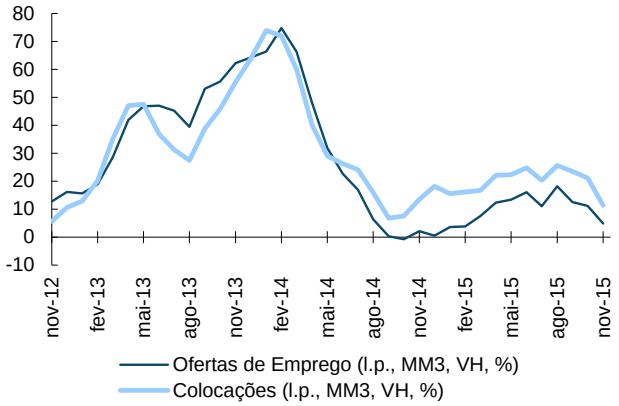


Fonte: IEFP.

Em igual período, tanto as ofertas como as colocações registaram um aumento, crescendo 4,7% e 2,7% respetivamente, valores que traduzem uma desaceleração face ao mês anterior. Esta evolução levou a que o rácio entre ofertas e colocações se fixasse nos 72,1%, mais 1,3 p.p. do que em outubro.

Figura 2.15. Ofertas de Emprego e Colocações

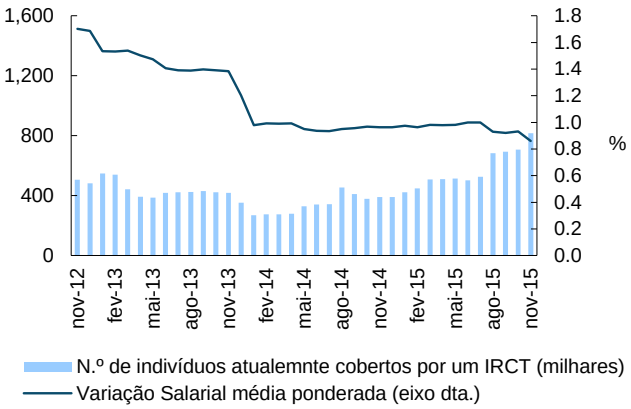
(MM3, VH)



Fonte: IEFP.

No final de novembro de 2015, estima-se que perto de 817 mil trabalhadores estivessem abrangidos por Instrumentos de Regulação Coletiva de Trabalho, um aumento de perto de 110 mil indivíduos quando comparado com outubro e mais 109% do que novembro de 2014. Já o aumento remunerações médias implícitas permaneceu nos 0,9%.

Figura 2.16. Contratação Coletiva



Fonte: MSESS, cálculos GPEARI.

Quadro 2.5. Indicadores do Mercado de Trabalho

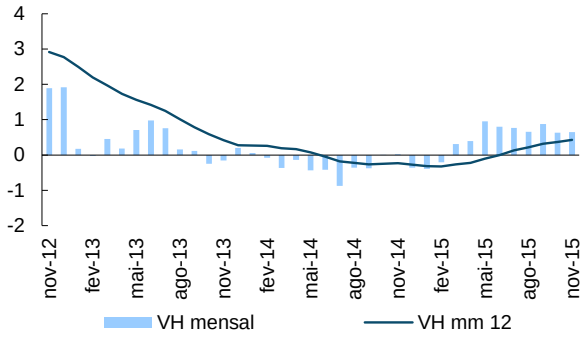
Indicador	Unidade	Fonte	2014	2014		2015			2015				
				3T	4T	1T	2T	3T	jul	ago	set	out	nov
Taxa de Desemprego*	%	INE	13.9	13.1	13.5	13.7	11.9	11.9	12.3	12.3	12.4	12.4	:
Emprego Total*	VH	"	1.6	2.1	0.5	1.1	1.5	0.2	1.2	0.6	0.5	0.9	:
Desemprego Registado (f.p.)	VH	IEFP	-13.3	-11.6	-13.3	-14.4	-12.7	-12.6	-12.9	-14.0	-12.6	-10.5	-8.0
Desempregados Inscritos (l.p.)	VH	"	-5.7	-6.2	-6.2	-2.1	1.8	-2.4	-1.5	-2.6	-3.0	-4.3	3.0
Ofertas de Emprego (l.p.)	VH	"	18.2	0.4	0.6	7.5	16.1	12.6	9.4	30.0	4.2	5.9	4.7
Contratação Coletiva	VHA	MSESS	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
Índice do Custo do Trabalho** - Portugal	VH	INE	-3.4	-1.9	-9.4	4.5	2.6	-2.8	-	-	-	-	-
Índice do Custo do Trabalho** - AE	VH	Eurostat	1.3	1.3	1.1	2.0	1.6	1.2	-	-	-	-	-

*Valores Trimestrais do Inquérito Trimestral ao Trabalho. Valores mensais das Estimativas Mensais (ajustadas de sazonalidade). **Total, excluindo Admnistração Pública, Educação, Saúde e Outras Atividade; f.p. - no fim do período; l.p. ao longo do período.

Preços

Em novembro de 2015, o índice de Preços no Consumidor (IPC) registou uma variação homóloga de 0,6%, valor idêntico ao de outubro. Em termos médios homólogos dos últimos 12 meses, a variação foi, à semelhança do mês anterior, de 0,4%.

Figura 2.17. Taxa de Variação do IPC
(VH, %)

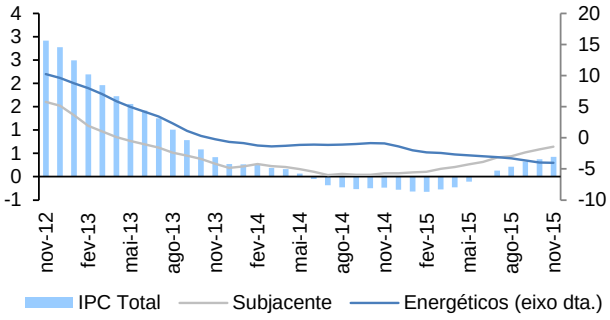


Fonte: INE.

Em igual período, o IPC dos Bens registou um decréscimo homólogo de 0,1% (variação nula em outubro), enquanto o IPC dos Serviços aumentou 1,8% (1,6% no mês precedente).

Já o IPC subjacente, isto é, o IPC excluindo produtos energéticos e alimentares não processados, cresceu 1%, mais 0,4 p.p. do que o IPC total. O preço dos produtos energéticos caiu 3,4%, que compara com -4,8% em outubro.

Figura 2.18. Taxa de Variação do IPC (Subjacente e Energéticos)
(MM12, VH, %)



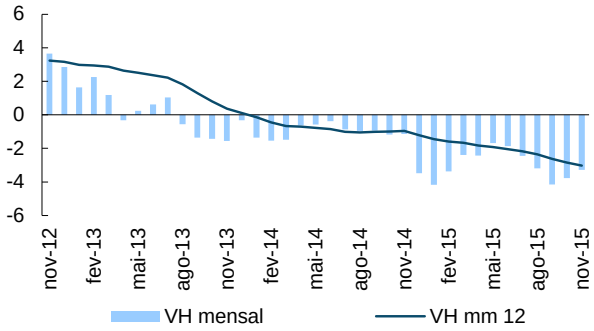
Fonte: INE.

Relativamente às classes do IPC, constata-se que as que registaram a maior quebra foram o Vestuário (-1,7%) e a Habitação (-0,2%), enquanto a Comunicação e as Bebidas Alcoólicas e Tabaco foram as que mais aumentaram (4,7% e 4,3% respetivamente).

O Índice Harmonizado de Preços no Consumidor registou, em Portugal, uma variação homóloga idêntica à do IPC (0,6%), enquanto a zona euro apresentou uma variação de 0,1%, levando a que o diferencial entre as duas fosse de 0,5 p.p.

O Índice de Preços na Produção Industrial apresentou, em novembro de 2015, uma variação homóloga de -3,3%, o que compara com os -3,8% do mês precedente.

Figura 2.19. Taxa de Variação do IPPI
(VH, %)



Fonte: INE.

As Indústrias Transformadoras foram as principais determinantes desta evolução, com uma quebra de 3,8%. Relativamente aos grandes agrupamentos industriais, apenas os Bens de Consumo Duradouros e os Bens de Investimento registaram variações positivas, com os últimos a subirem 0,9%. Também de assinalar a quebra de 11,6% no agrupamento da Energia.

Quadro 2.6. Indicadores de Preços

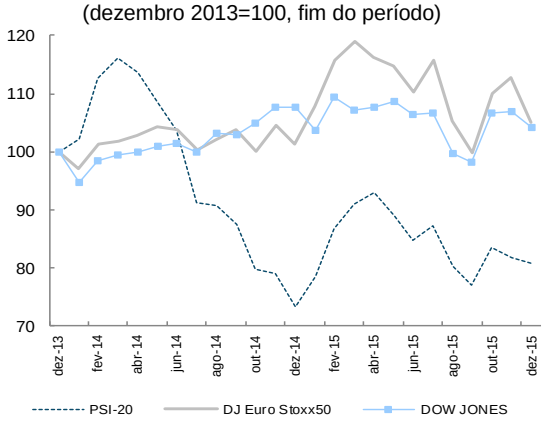
Indicador	Unidade	Fonte	2014	2015								
				mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov
Índice de Preços no Consumidor	VC	INE	:	1.9	0.3	0.4	-0.1	-0.7	-0.3	0.8	0.1	-0.2
Índice de Preços no Consumidor	VH	INE	-0.3	0.3	0.4	1.0	0.8	0.8	0.7	0.9	0.6	0.6
Índice de Preços no Consumidor	VM12	"	:	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
IPC - Bens	VH	"	-1.1	-0.5	0.0	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.0	-0.1
IPC - Serviços	"	"	0.8	1.5	1.0	1.4	1.2	1.3	1.2	1.7	1.6	1.8
IPC Subjacente*	"	"	0.1	0.6	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7	1.1	0.9	1.0
Índice de Preços na Produção industrial	VH	"	-1.2	-2.4	-2.4	-1.7	-1.9	-2.4	-3.2	-4.1	-3.8	-3.3
IHPC	"	"	-0.2	0.4	0.5	1.0	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.6
Diferencial IHPC PT vs. AE	p.p.	Eurostat	-0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	1.0	0.6	0.5

* IPC subjacente exclui os bens alimentares não transformados e energéticos

Mercado de Capitais, Crédito e Taxas de Juro

Em finais do ano de 2015, os índices bolsistas internacionais evoluíram desfavoravelmente, influenciados, em parte, pelas preocupações acerca das expectativas de enfraquecimento do crescimento económico e comércio mundiais e, pela queda acentuada das cotações dos preços do petróleo. Assim, em dezembro de 2015 e, no dia 21, face ao final do ano de 2014, o índice *Dow Jones* depreciou-se cerca de 3% (invertendo o registo de uma variação positiva entre 2009 e 2014).

Figura 2.20. Índices Bolsistas
(dezembro 2013=100, fim do período)

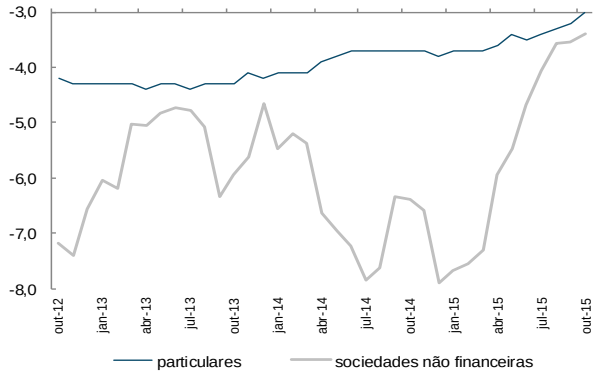


Fontes: CMVM; *Finance Yahoo*. Para dezembro, o valor é do dia 21.

Igualmente, o índice PSI-20 também se desvalorizou em finais do ano de 2015; mas, no conjunto do ano, recuperou devido sobretudo à evolução favorável registada no 1.º semestre. Com efeito, em dezembro de 2015 e, no dia 21, o índice PSI-20 valorizou-se cerca de 10% face ao final do ano de 2014 (período em que apresentou uma quebra significativa).

Em outubro de 2015, a taxa de variação anual dos empréstimos ao sector privado não financeiro foi de -3,2% em termos anuais (-3,3%, no mês precedente). A melhoria registada deu-se tanto no crédito atribuído às empresas não financeiras como aos particulares.

Figura 2.21. Empréstimos ao Setor Privado
(va, em %)

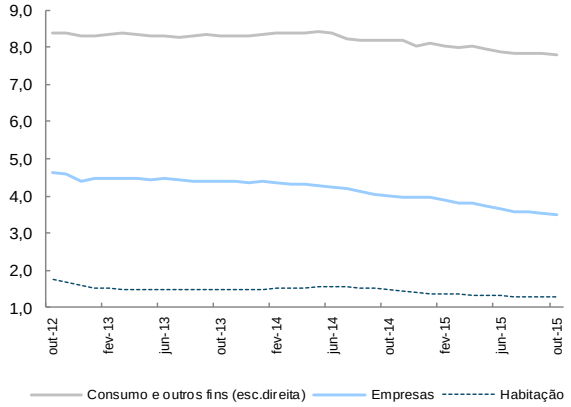


Fonte: Banco de Portugal.

De facto, a variação do crédito destinado aos particulares situou-se em -3,0% em outubro de 2015 (-3,2% em setembro) em resultado de uma variação menos negativa do crédito destinado à habitação e ao aumento do crédito ao consumo; já que o crédito para outros fins deteriorou-se ligeiramente.

As taxas de juro das operações do crédito diminuíram em outubro de 2015, tanto para as empresas como para os particulares; tendo este recuo sido mais acentuado para o primeiro caso (-50 p.b. face ao período homólogo).

Figura 2.22. Taxas de Juro de Empréstimos a Particulares e Empresas (em %)



Fonte: Banco de Portugal.

Quadro 2.7. Indicadores Monetários e Financeiros

Indicador	Unidade	Fonte	2014	2015								
				mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov
Yield OT 10 anos PT*	%	IGCP	2,4	1,7	2,1	2,5	3,0	2,4	2,6	2,4	2,5	2,3
Yield OT 10 – *Spread* Portugal face a Alemanha*	p.b.	"	191	148	176	206	223	174	184	180	201	184
PSI 20*	VC	CMVM	-26,8	4,9	2,1	-4,2	-4,9	2,9	-8,0	-4,1	8,3	-2,2
Empréstimos a particulares: - para habitação	va**	BP	-4,0	-3,9	-3,9	-3,8	-3,8	-3,7	-3,7	-3,6	-3,5	:
- para consumo	va**	"	-2,3	-1,9	-1,2	0,5	-0,5	-0,6	-0,1	0,3	0,9	:
Empréstimos a empresas	va**	"	-7,9	-7,3	-5,9	-5,5	-4,7	-4,1	-3,6	-3,5	-3,4	:
Taxa de Juro de empréstimos p/ habitação*	%	"	1,38	1,35	1,33	1,32	1,30	1,29	1,28	1,27	1,26	:
Taxa de Juro de empréstimos p/ empresas*	%	"	3,95	3,82	3,79	3,71	3,64	3,57	3,59	3,55	3,51	:

* Fim de período; ** Variação anual. Nota: As taxas de variação anual são calculadas com base na relação entre saldos de empréstimos bancários em fim de mês, ajustados de operações de titularização, e transações mensais, as quais são calculadas a partir de saldos corrigidos de reclassificações, de abatimentos ao activo e de reavaliações cambiais e de preço.

Finanças Públicas

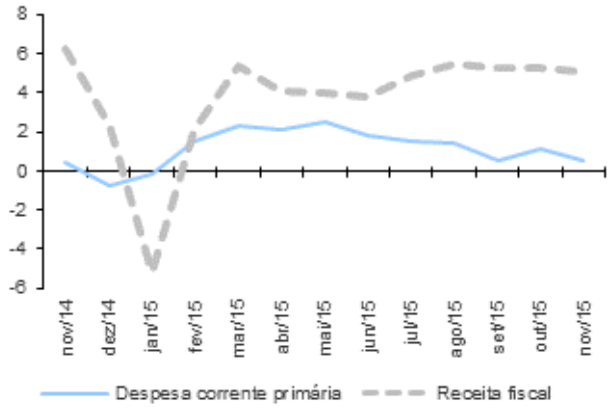
A execução orçamental do setor das Administrações Públicas apresentou, em novembro, um saldo global negativo de cerca de 4.805 milhões de euros. No mesmo período o saldo primário registou um valor de 2.861 milhões de euros. Para este resultado contribuiu a melhoria do saldo global do subsetor do Estado 1.300 milhões de euros, apesar de ter registado um saldo global negativo de 6.115 milhões de euros. A execução orçamental das AP foi marcada, para o universo comparável e no período em referência, por um crescimento da receita total de 0,6% (em termos homólogos) e uma redução da despesa total em 1,9%.

Estado

A execução orçamental do subsetor Estado registou em novembro um saldo global negativo de 6.115 milhões de euros, sensivelmente da mesma dimensão do registado no mês anterior, mas correspondendo a uma melhoria de 1.300 milhões de euros quando comparado com o saldo do período homólogo.

No mesmo período, o saldo primário foi também negativo e da ordem dos 873 milhões de euros, embora represente uma melhoria de 1.393 milhões de euros face ao saldo primário verificado no período homólogo.

Figura 2.23. Execução Orçamental do Estado
(VHA, em %)



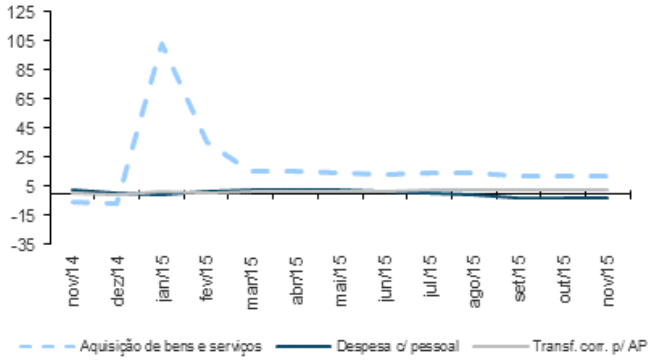
Fonte: DGO.

Para a melhoria do saldo contribuiu um comportamento distinto da receita total (+4,5%) e da despesa total (+0,8%). Na receita total destaca-se um aumento em termos homólogos de 4,8% da receita corrente e, dentro desta, um aumento de 3,9% da receita proveniente dos impostos diretos e um aumento de 6,0% com origem nos impostos indiretos.

A despesa total foi marcada por comportamentos distintos nas diversas componentes da despesa, destacando-se um aumento da despesa, em termos homólogos, com a aquisição de bens e serviços de 11,8% e de uma redução da despesa com o pessoal de 2,4% e da despesa com subsídios de 43,0%. As transferências correntes para as AP revelaram um aumento de 3,0% e a despesa com juros, um aumento de 1,4%.

Comparando com o orçamento corrigido, os níveis de execução orçamental do subsetor Estado estiveram ligeiramente acima dos registados no período homólogo: +1,4 pp no caso da receita total e +1,0 pp no que diz respeito à despesa total, com exceção da despesa com subsídios e da despesa com juros, onde a execução esteve substancialmente abaixo da registada no período homólogo (respetivamente menos 11,6 pp e 3,3 pp).

Figura 2.24. Despesa do Estado – principais componentes
(VHA, em %)



Fonte: DGO.

Quadro 2.8. Execução Orçamental do Estado

	2014	2015	2014	2015	2015			
	jan a nov		jan a nov		ago	set	out	nov
	10^6 euros		Exec. face OE corrig.* (%)		VHA (%)			
Receita Total	37218	38890	88,7	90,1	4,8	4,9	4,8	4,5
Receita corrente	36993	38768	89,6	90,6	5,2	5,2	5,1	4,8
Impostos diretos	15361	15967	87,5	87,7	3,2	3,2	3,7	3,9
Impostos indiretos	18201	19287	93,0	92,6	7,4	7,1	6,6	6,0
Despesa Total	44634	45006	90,5	91,5	2,6	1,6	1,6	0,8
Despesa corrente	43503	43808	91,0	91,7	2,5	1,5	1,4	0,7
Despesa com pessoal	8574	8371	90,9	98,3	-0,3	-3,2	-2,5	-2,4
Aquisição bens e serviços	1201	1343	80,5	82,4	14,4	11,7	12,6	11,8
Subsídios	164	94	73,2	61,6	17,2	-41,1	-41,2	-43,0
Juros	6895	6988	96,9	93,6	9,1	7,8	3,1	1,4
Transferências corr. p/ AP	23800	24521	92,2	92,9	2,3	2,4	2,8	3,0
Saldo Global	-7415	-6115	-	-	-	-	-	-
Saldo Primário	-521	873	-	-	-	-	-	-

*Corresponde ao OE retificativo de 2014 corrigido das alterações orçamentais da competência do Governo, nomeadamente, os montantes cativos utilizados, as autorizações de despesa, e os reforços de dotação provisional face à execução final do ano anterior. Fonte: DGO.

Serviços e Fundos Autónomos, (SFA) incluindo as Empresas Públicas Reclassificadas (EPR)

O saldo global resultante execução orçamental dos SFA (considerando o universo total e incluindo o SNS e as EPR) foi de 41 milhões de euros, inferior em 519 milhões de euros ao saldo registado no período homólogo de 2014.

Considerando o universo comparável, o saldo da execução foi de 176 milhões de euros (menos 384 milhões de euros do que o saldo registado no mês homólogo de 2014), para o qual terá contribuído um aumento da despesa total de 1,6%. A receita total esteve ao mesmo nível do verificado no mês homólogo de 2014.

Considerando ainda o universo comparável, destaca-se, dentro da receita total, um crescimento de 13,1% da receita proveniente de transferências correntes provenientes das AP, parcialmente compensada com uma redução da receita com origem nas contribuições para a CGA e ADSE.

O saldo global da execução orçamental das EPR consideradas no universo total foi negativo e da ordem dos 989 milhões de euros, representando um agravamento do saldo em termos homólogos de 472 milhões de euros.

Serviço Nacional de Saúde (SNS)

Em novembro, o saldo da execução orçamental do SNS (ótica de compromissos) foi negativo e da ordem dos 120 milhões de euros, representando uma melhoria em termos homólogos de 44 milhões de euros.

Este resultado é apoiado num crescimento da receita total de 2,6% ligeiramente superior ao crescimento de 2,0% da despesa total. No crescimento da receita total destaca-se um crescimento de 2,2% na rubrica relativa a outra receita corrente, onde se incluem as transferências recebidas do OE. Por sua vez, a evolução despesa total está associada à evolução da despesa com a aquisição de bens e serviços, que registou uma variação homóloga de 3,7%, e à despesa com o pessoal que apresentou um crescimento de 0,4%.

Caixa Geral de Aposentações (CGA)

A execução orçamental da CGA em novembro revelou um excedente de cerca de 285 milhões de euros, traduzindo uma melhoria do saldo em cerca de 208 milhões de euros relativamente ao mês homólogo do ano anterior.

A melhoria do saldo está associada a um crescimento, em termos homólogos, de 4,5% da receita total apoiado num aumento de cerca de 21% % da comparticipação recebida do OE.

A despesa total evidenciou também um crescimento (2,2%) embora inferior ao registado na receita total. Mantém-se a queda que se tem vindo a assinalar nas quotas e contribuições para a CGA (11,6% em relação ao período homólogo de 2014)[1]

A despesa com pensões (8.783 milhões de euros) continua a representar a quase totalidade da despesa total da CGA e registou, em novembro, um crescimento de 2,0% face ao período homólogo de 2014.

Quadro 2.9. Execução Orçamental dos Serviços e Fundos Autónomos

	Serviços e Fundos Autónomos (incluindo Empresas Públicas Reclassificadas)					Empresas Públicas Reclassificadas				
	2014	2015 - universo comparável		2015 - universo total		2014	2015 - universo comparável		2015 - universo total	
	jan a nov					jan a nov				
	10^6 euros		VHA (%)	10^6 euros	Grau de execução (%)	10^6 euros		VHA (%)	10^6 euros	Grau de execução (%)
Receita Total	24 512	24 512	0,0	25 661	88,1	2 452	2 584	:	7 862	85,4
Contribuições p/ Seg. Social, CGA e ADSE	4 595	3 669	-20,1	3 669	89,3	-	-	:	-	-
Transferências correntes das Adm. Públicas	13 268	15 002	13,1	15 189	87,0	392	349	:	565	84,2
Despesa Total	23 953	24 336	1,6	25 620	86,2	2 969	3 438	:	8 851	70,4
Despesa com pessoal	3 213	3 097	-3,6	5 546	87,4	681	655	:	3 104	91,6
Aquisição de bens e serviços	7 837	7 834	0,0	5 982	88,1	670	669	:	2 915	80,6
Transferências correntes	9 921	10 177	2,6	10 167	90,1	34	44	:	62	107,3
Saldo Global	560	176	-	41	-	- 517	- 854	:	- 989	-

Fonte: DGO.

Quadro 2.10. Execução Financeira do SNS e Orçamental da CGA

	Serviço Nacional de Saúde					Caixa Geral de Aposentações			
	2014	2015				2014	2015		
	jan a nov					jan a nov			
	10^6 euros		VHA (%)	Execução face ao OE (%)		10^6 euros		VHA (%)	Execução face ao OE (%)
Receita Total	7 701	7 901	2,6	91,9	Receita Total	8 827	9 225	4,5	95,4
Receita fiscal	83	103	-	50,2	Contribuições p/ a CGA	4591	3 665	-20,2	89,3
Outra receita corrente	7 589	7 757	2,2	92,4	Quotas e contribuições	4 043	3 574	-11,6	89,0
Receita de capital	29	41	-	-	Transferências correntes do OE	3 960	4 724	19,3	97,2
Despesa Total	7 866	8 021	2,0	93,0	Comparticipação do OE	3 716	4 489	20,8	97,7
Despesa com pessoal	3 130	3 142	0,4	90,1	Compensação por pagamento de pensões	244	235	-3,4	99,1
Aquisição de bens e serviços	4 525	4 692	3,7	94,4	Despesa Total	8 750	8 940	2,2	91,2
Despesa de capital	97	104	6,8	129,5	Pensões	8 612	8 783	2,0	91,0
Saldo Global	- 164	- 120	-	-	Saldo Global	77	285	-	-

Fontes: Administração Central do Sistema de Saúde e DGO.

[1] Parte desta diminuição é explicada pela alteração de registo das pensões unificadas recebidas da Segurança Social, que em 2015 são registadas como transferências correntes recebidas.

Segurança Social

A execução orçamental do subsector da Segurança Social apresentou, no final do mês de novembro, um saldo global positivo de 832 milhões de euros, representando uma melhoria de 441 milhões de euros relativamente ao saldo registado no período homólogo do ano anterior.

A evolução do saldo deste subsetor tem origem numa redução da despesa total (3,1%) superior à redução da receita total (1,1%).

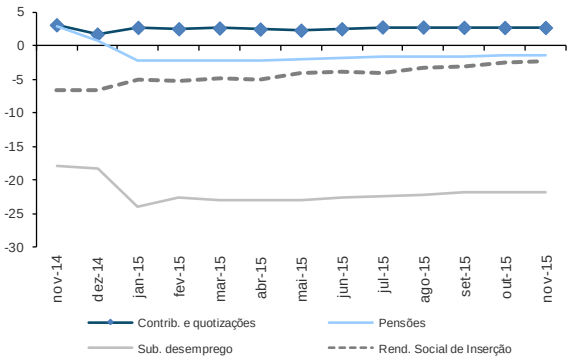
Na redução da despesa total continua a destacar-se a diminuição verificada na rubrica *Subsídio de Desemprego e Apoio ao Emprego* (21,7%). A despesa com pensões (14.066 milhões de euros), representando um peso relativo de cerca de 65% no total da despesa do subsetor, registou uma redução de 1,3%.

A redução da receita total revela uma diminuição de 4,4% das *Transferências Correntes da Administração Central* na sequência de uma menor transferência extraordinária para a compensação do défice do sistema da segurança social.

Em contrapartida, a receita proveniente das *Contribuições e Quotizações* regista um crescimento de 2,7% relativamente ao mês homólogo do ano anterior.

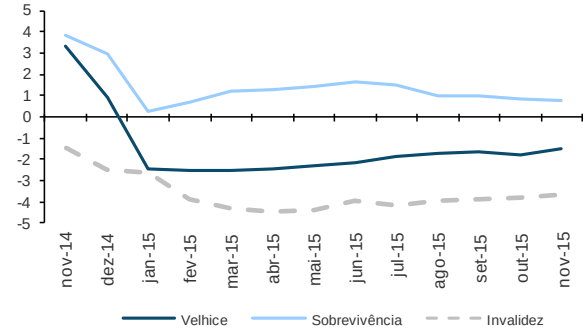
Em novembro o grau de execução orçamental da receita e da despesa situou-se abaixo do grau de execução do mês homólogo (menos 0,6 pp e menos 2,1 pp, respetivamente).

Figura 2.25. Execução Orçamental da Seg. Social
(VHA, em %)



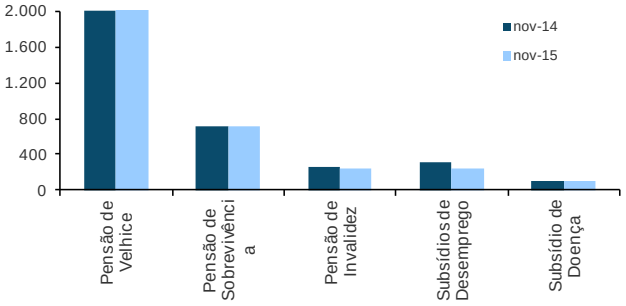
Fonte: DGO.

Figura 2.26. Despesa em Pensões da Seg. Social
(VHA, em %)



Fonte: DGO.

Figura 2.27. Número de Pensões e Subsídios Atribuídos
(milhares, em final do mês)



Fonte: MTSS.

Quadro 2.11. Execução Orçamental da Segurança Social

	Segurança Social				
	2014	2015		2014	2015
	jan a nov			jan a nov	
	10^6 euros	10^6 euros	VHA	Execução face ao OE (%)	
Receita Total	22683	22430	-1,1	89,4	88,8
Contribuições e quotizações	12283	12619	2,7	89,2	88,0
Transferências correntes da Adm. Central *	7893	7547	-4,4	92,4	92,6
Despesa Total	22292	21597	-3,1	90,6	88,5
Pensões	14258	14066	-1,3	92,4	91,2
Pensões de velhice do reg. subst. bancário	462	453	-2,0	92,0	91,0
Subsídio de desemp. e apoio ao emprego	2067	1617	-21,7	89,6	78,4
Prestações e ação social	1316	1325	0,7	90,4	91,5
Saldo Global	391	832	-	-	-

* Não inclui IVA social e transferências no âmbito do Plano de Emergência Social.

Fontes: DGO e GPEARI.

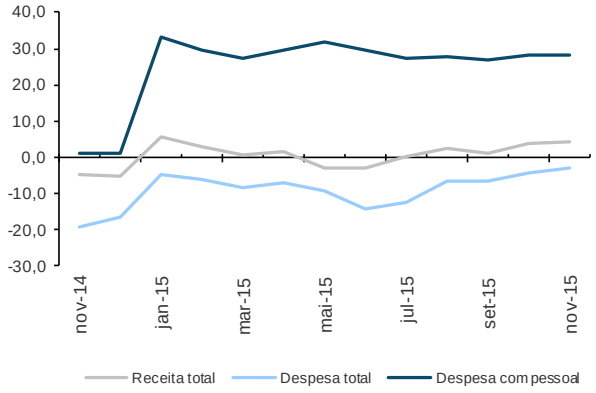
Administração Regional

A execução orçamental do universo total da Administração Regional revelou num Saldo Global negativo de 141 milhões de euros. Este resultado representa uma melhoria de 157 milhões de euros relativamente ao saldo apurado no mês homólogo de 2014. O saldo Global em termos de universo comparável foi de 151 milhões de euros (melhoria de 148 milhões de euros).

A evolução do saldo deste subsetor (universo total) está apoiada num crescimento da receita total de 4,4% e de uma redução da despesa total de 2,8%. Na receita total destaca-se um aumento da receita proveniente de impostos de 3,1% e de um aumento significativo das transferências correntes recebidas.

Figura 2.28. Execução Orçamental da Administração Regional

(VHA, em %)



Fonte: DGO.

Administração Local

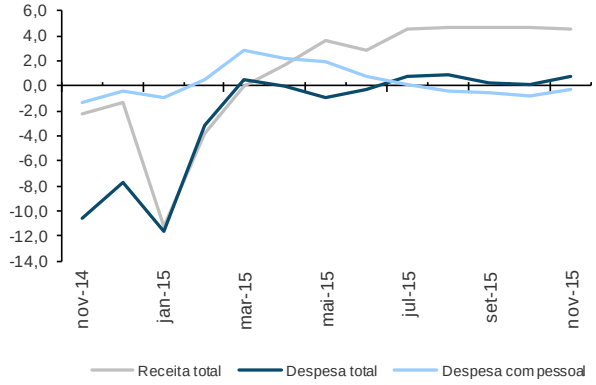
A execução orçamental da Administração Local apresentou, no final do mês de novembro, um saldo global positivo de 578 milhões de euros (melhoria de 231 milhões de euros relativamente ao saldo global apurado no período homólogo do ano anterior).

Esta evolução é essencialmente explicada pelo crescimento de 4,6% da receita total, apoiado, por sua vez, num crescimento de 5,7% das receitas com origem em impostos.

O crescimento da despesa total manteve-se praticamente estagnado (+0,7%), com o crescimento da despesa com a aquisição de bens e serviços (2,1%) a contrariar a redução da despesa com o pessoal (0,3%).

Figura 2.29. Execução Orçamental da Administração Local

(VHA, em %)



Fonte: DGO.

Quadro 2.12. Execução Orçamental das Administrações Local e Regional

	Administração Regional				Administração Local			
	2014	2015 - universo compáravel		2015 - universo total	2014	2015		
	jan a nov				jan a nov			
	10^6 euros		VHA (%)	10^6 euros	10^6 euros		Grau de execução (%)	VHA (%)
Receita total	2 062	2 076	0,7	2 153	5 965	6 237	87,9	4,6
Impostos	1 276	1 316	3,1	1 316	2 074	2 192	83,1	5,7
Transferências correntes	55	77	42,1	79	2 198	2 266	89,1	3,1
Despesa total	2 360	2 226	-5,7	2 294	5 618	5 659	90,2	0,7
Pessoal	706	704	-0,2	905	2 043	2 036	92,9	-0,3
Aquisição de bens e serviços	377	431	14,5	644	1 715	1 750	103,3	2,1
Transferências correntes	522	560	7,3	194	455	493	124,1	8,4
Investimento	152	150	-1,6	159	933	957	70,0	2,6
Saldo global	- 298	- 150	-	- 141	347	578	-	-

Fonte: DGO.

Dívida Pública

Dívida Pública das Administrações Públicas (ótica de Maastricht)

No final de outubro a dívida do sector das AP (ótica de Maastricht) ascendia a 229.269 milhões de euros, representando uma redução de 2.683 milhões de euros relativamente ao final do mês anterior (-1,2%), mas mantendo-se 3.502 milhões de euros acima do valor registado no final de 2014.

A redução da dívida relativamente ao mês anterior é essencialmente explicada pela redução da dívida do subsetor da Administração Central (menos 2.587 milhões de euros). Este subsetor continua a representar cerca de 94% do total não consolidado da dívida das AP.

Os depósitos da AC atingiram o valor de 15.745 milhões de euros no final de outubro (menos 4.086 milhões de euros relativamente ao valor registado no final do mês anterior).

Quadro 2.13. Dívida das Administrações Públicas
(milhões de euros)

	2014 dez	2015 set	2015 out
Administrações Públicas	225 767	231 952	229 269
Por subsector:			
Administração Central	227 033	234 112	231 525
Administração Regional e Local	10 733	10 863	10 832
Segurança Social	1	1	1
Consolidação entre subsectores	12 000	13 024	13 090
por memória:			
Depósitos da Administração Central	17 571	19 831	15 745

Fonte: Banco de Portugal.

Dívida não Financeira das Administrações Públicas

Quadro 2.14. Dívida não Financeira das AP
(milhões de euros)

	2014 dez	2015 out	2015 nov
Administrações Públicas	2 748	2 745	2 822
Por subsector:			
Administração Central	277	514	569
Administração Regional	986	790	801
Administração Local	1 486	1 441	1 452
Segurança Social	0	0	0

Fonte: DGO.

A dívida não financeira das AP situou-se, no final de novembro, em 2.822 milhões de euros, mais 77 milhões de euros do que no mês anterior e mais 73 milhões de euros do que no final de 2014 (2,7%).

A estrutura da dívida não financeira das AP não registou alteração mantendo-se o subsetor da Administração Local como responsável por 51,4% do respetivo total, seguido do subsetor da Administração Regional com 28,4%.

No final de novembro, os pagamentos em atraso no conjunto das AP ascendia a 1.024 milhões de euros. Este valor representa uma redução de cerca de 515 milhões de euros (-33,4%) face ao valor dos pagamentos em atraso no final de 2014.

A estrutura dos pagamentos em atraso continua a ser dominada pelos Hospitais EPE (responsáveis por cerca de 44,8% daquele total), seguidos pela Administração Local (29,4%) e pela Administração Regional (com 21,5%).

Quadro 2.15. Pagamentos em Atraso
(milhões de euros)

	2014 dez	2015 out	2015 nov
Administrações Públicas	1 539	1 036	1 024
Por subsector:			
Administração Central (excl. saúde)	22	26	26
SNS	7	2	4
Hospitais EPE	553	449	458
Empresas Públicas Reclassificadas	3	15	14
Administração Regional	516	260	220
Administração Local	437	285	301
Outras Entidades	1	1	1
Empresas públicas não reclassificadas	1	1	1
Adm. Públicas e outras entidades	1 539	1 037	1 025

Fonte: DGO.

Dívida Direta do Estado

Em novembro, a Dívida Direta do Estado aumentou 1.541 milhões de euros relativamente ao mês anterior (0,7%), situando-se, no final do período, em 224.667 milhões de euros.

A variação do *stock* da dívida relativamente ao mês anterior resultou, essencialmente, de um maior volume de novas emissões (3.876 milhões de euros) comparativamente ao volume de amortizações do período (2.952 milhões de euros).

O final do mês de novembro não revela alteração da estrutura da Dívida Direta do Estado, mantendo-se a predominância da Dívida Transacionável (55,4%). A dívida resultante do PAEF representa cerca de 32,4% do total.

Quadro 2.16. Movimento da Dívida Direta do Estado
(milhões de euros)

	31-out-15	nov-15			30-nov-15
	Saldo	Emissões	Amortiz.	Outros	Saldo
Transacionável	123 100	2 877	1 748	140	124 370
Bilhetes do Tesouro	14 893	1 647	1 539	0	15 001
Obrigações do Tesouro	102 759	1 230	80	- 44	103 865
Não Transacionável	27 650	999	1 205	-	27 445
Cert. de Aforro e do Tesouro	20 315	220	60	0	20 475
CEDIC e CEDIM	6 213	769	1 135	0	5 848
Prog. de Ajustamento Económico	72 375	0	0	477	72 852
Total	223 126	3 876	2 952	617	224 667

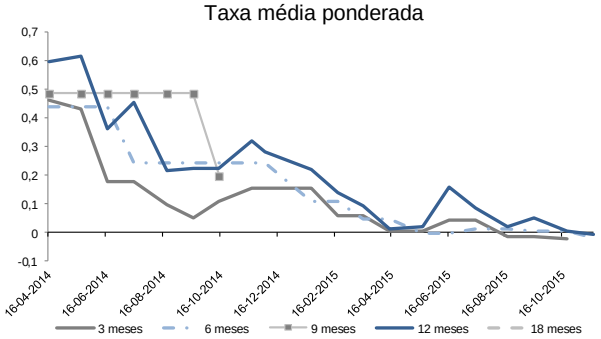
Fonte: IGCP.

Emissões e Amortizações de Dívida

No decurso do mês de dezembro foram colocadas duas emissões de Bilhetes do Tesouro com as seguintes características:

- uma, com um montante colocado (fase competitiva) de 248 milhões de euros, com maturidade em maio de 2016 com uma taxa média ponderada de -0,023%;
- outra, com um montante colocado (fase competitiva) de 750 milhões de euros, com maturidade em novembro de 2016 e uma taxa média ponderada de 0,030%.

Figura 2.30. Emissões de BT
Taxa média ponderada



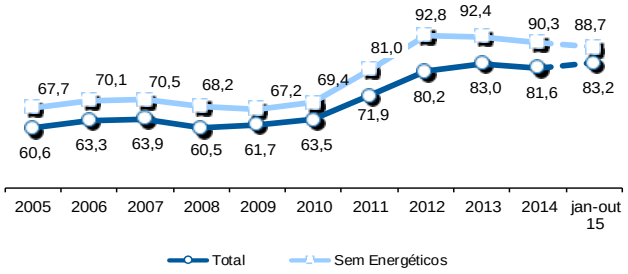
Fonte: IGCP.

3. Comércio Internacional [1]

Evolução global [2]

De acordo com os resultados preliminares recentemente divulgados pelo Instituto Nacional de Estatística, nos primeiros dez meses de 2015, as exportações de mercadorias cresceram, em termos homólogos, 4% enquanto as importações aumentaram 2,2% [3]. Nesse período, o défice da balança comercial (fob/cif) recuperou 6,2%. Excluindo os produtos energéticos, as exportações cresceram 4,5% e as importações registaram uma variação homóloga positiva de 7,3% (Quadro 3.1).

Figura 3.1. Evolução da Taxa de Cobertura (fob/cif) das Importações pelas Exportações de Mercadorias
(%)



Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.

Quadro 3.1. Evolução da Balança Comercial (valores acumulados)

Intra + Extra-EU (milhões de Euros)	janeiro a outubro			VH	
	2014	2015	VH	Últimos 3 meses	Últimos 12 meses
Exportações (fob)	40.288	41.908	4,0	0,3	3,6
Importações (cif)	49.286	50.349	2,2	-1,2	2,2
Saldo (fob-cif)	-8.998	-8.440	-6,2	-7,1	-3,8
Cobertura (fob/cif)	81,7	83,2	-	-	-
Sem energéticos:					
Exportações (fob)	36.940	38.601	4,5	2,6	4,1
Importações (cif)	40.560	43.512	7,3	4,4	6,5
Saldo (fob-cif)	-3.619	-4.911	35,7	17,9	29,3
Cobertura (fob/cif)	91,1	88,7	-	-	-
Extra-EU (milhões de Euros)	**janeiro a outubro**			**VH**	
	2014	2015	VH	Últimos 3 meses	Últimos 12 meses
Exportações (fob)	11.683	11.441	-2,1	-11,9	-1,6
Importações (cif)	12.572	11.970	-4,8	-6,3	-2,6
Saldo (fob-cif)	-889	-529	-40,6	712,2	-22,6
Cobertura (fob/cif)	92,9	95,6	-	-	-

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.
Notas:
Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros. Importações: somatório das importações com origem nos países comunitários com as importações provenientes dos Países Terceiros.

Nos primeiros dez meses de 2015, as exportações representaram 83,2% das importações, o que se traduziu num acréscimo de 1,5 p.p. na taxa de cobertura das importações pelas exportações, face ao período homólogo. Excluindo os produtos energéticos, as exportações passaram a representar 88,7% das importações (-2,4 p.p. que em igual período do ano transato).

Quadro 3.2. Balança Comercial: mês de outubro

Valores em milhões de Euros

janeiro a outubro	2014	2015	TVH
Intra+Extra UE			
Exportações (fob)	40 288	41 908	4,0
Importações (cif)	49 286	50 349	2,2
Saldo (fob-cif)	- 8 998	- 8 440	-6,2
Cobertura (fob/cif)	81,7	83,2	-
Intra UE			
Exportações (fob)	28 605	30 467	6,5
Importações (cif)	36 714	38 379	4,5
Saldo (fob-cif)	- 8 109	- 7 912	-2,4
Cobertura (fob/cif)	77,9	79,4	-
Extra UE			
Exportações (fob)	11 683	11 441	-2,1
Importações (cif)	12 572	11 970	-4,8
Saldo (fob-cif)	- 889	- 529	-40,6
Cobertura (fob/cif)	92,9	95,6	-

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.
Nota:
Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros. Importações: somatório das importações com origem nos países comunitários com as importações provenientes dos Países Terceiros.

Nos primeiros dez meses de 2015, o défice da balança comercial Intra UE recuperou 2,4% em termos homólogos, com as exportações de mercadorias a crescerem 6,5% e as importações a aumentarem 4,5%. O défice da balança comercial Extra UE recuperou 40,6% (Quadro 3.2).

Quadro 3.3. Evolução Mensal e Trimestral

Intra+Extra UE (milhões de Euros)	IMPORTAÇÕES (Cif)			EXPORTAÇÕES (Fob)		
	2014	2015	TVH	2014	2015	TVH
jan	4 912	4 421	-10,0	3 920	3 788	-3,4
fev	4 645	4 480	-3,6	3 817	3 973	4,1
mar	4 750	5 315	11,9	3 948	4 408	11,7
abr	4 544	5 243	15,4	3 887	4 258	9,5
mai	5 023	5 352	6,6	4 097	4 251	3,8
jun	5 066	5 411	6,8	4 192	4 555	8,7
jul	5 454	5 410	-0,8	4 481	4 696	4,8
ago	4 149	4 220	1,7	3 239	3 322	2,6
set	5 238	5 207	-0,6	4 076	4 140	1,6
out	5 506	5 290	-3,9	4 631	4 517	-2,5
nov	4 937			4 118		
dez	4 754			3 699		
1º Trim	14 307	14 216	-0,6	11 685	12 168	4,1
2º Trim	14 632	16 006	9,4	12 176	13 064	7,3
3º Trim	14 841	14 837	0,0	11 796	12 159	3,1
4º Trim	15 196			12 447		

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.
Nota:
Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros. Importações: somatório das importações com origem nos países comunitários com as importações provenientes dos Países Terceiros.

[1] Informação mais desagregada pode ser consultada em www.gee.min-economia.pt ("Síntese Estatística do Comércio Internacional, nº12/2015").
[2] Os dados de base do comércio internacional (Intra e Extra UE) divulgados para o mês de outubro de 2015 correspondem a uma versão preliminar. Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas (valor das transações das empresas para as quais o INE não recebeu ainda informação) assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação (valor anual das operações intracomunitárias abaixo do qual os operadores são dispensados da declaração periódica estatística Intrastat, limitando-se à entrega da declaração periódica fiscal: no caso de Portugal, 250 mil euros para as importações da UE e 250 mil para as exportações para a UE, em 2013). Por outro lado, a atual metodologia considera, para além do confronto regular entre as declarações Intrastat e do IVA, a comparação com os dados com a IES.
[3] Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros. Importações: somatório das importações com origem nos países comunitários com as importações provenientes dos Países Terceiros.

Exportações de Mercadorias

Nos primeiros dez meses de 2015, as exportações de mercadorias cresceram, em termos homólogos, 4%. Excluindo os produtos energéticos, registou-se um crescimento de 4,5%.

Entre janeiro e outubro de 2015, destaca-se o contributo positivo dos produtos "Material de Transporte" (+1,0 p.p.), seguido do contributo das "Agroalimentares" (+0,8 p.p.) e dos "Produtos Acabados Diversos" (+0,8 p.p.). As "Máquinas" são o grupo de produtos que maior peso tem nas exportações de mercadorias (14,5%). Seguem-se os "Químicos" (12,6%).

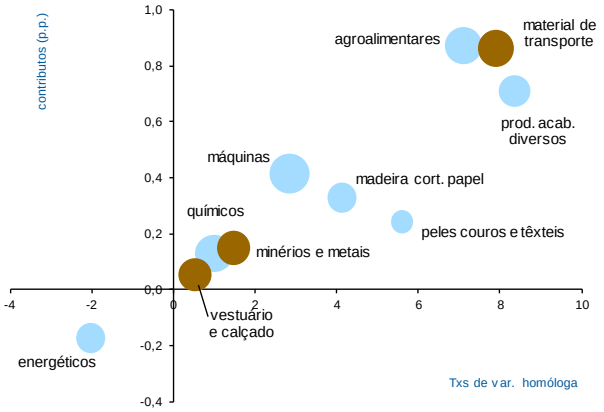
A Figura 3.2 apresenta os contributos dos diversos grupos de produtos para o crescimento das exportações no último ano a terminar em outubro de 2015.

Nesse período, a maioria dos grupos de produtos contribuiu positivamente para o crescimento das exportações de mercadorias (+3,6%). Os produtos relativos aos "Agroalimentares" foram os que mais contribuíram para este comportamento (+0,9 p.p.). De destacar ainda o contributo positivo dos "Material de Transporte" e das "Produtos Acabados Diversos" (+0,9 p.p. e +0,7 p.p. respetivamente).

De referir, ainda, os contributos dos "Máquinas", "Madeira Cortiça e Papel" e "Peles, Couros e Têxteis", para o crescimento das exportações de mercadorias (contributos de 0,4 p.p., 0,3 p.p. e 0,2 p.p., respetivamente).

Figura 3.2. Contributos para o Crescimento das Exportações por Grupos de Produtos (p.p.)

Últimos 12 meses a terminar em outubro de 2015 (Total: 3,6%)



Fonte: Quadro 3.4. Exportações de Mercadorias por Grupos de Produtos.

Nota:
A dimensão dos círculos representa o peso relativo de cada grupo de produtos no total das exportações no período em análise.

Quadro 3.4. Exportações * de Mercadorias por Grupos de Produtos

(Fob) **Intra + Extra UE**

	Grupos de Produtos	Milhões de Euros jan-out		Estrutura (%) Anual		Estrutura (%) jan-out		Tax. variação e contributos últimos 12 meses [1]		Tax. variação e contributos jan-out	
		2014	2015	2009	2014	2014	2015	VH [2]	contrib. p.p.[3]	VH	contrib. p.p.[3]
	Total das Exportações	**40 288**	**41 908**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**3,6**	**3,6**	**4,0**	**4,0**
000	Agro-Alimentares	4 872	5 189	12,6	12,5	12,1	12,4	7,1	0,9	6,5	0,8
100	Energéticos	3 348	3 307	4,9	8,5	8,3	7,9	-2,0	-0,2	-1,2	-0,1
200	Químicos	5 157	5 285	11,2	12,6	12,8	12,6	1,0	0,1	2,5	0,3
300	Madeira, Cortiça e Papel	3 215	3 376	8,4	8,0	8,0	8,1	4,1	0,3	5,0	0,4
400	Peles, Couros e Têxteis	1 756	1 860	4,5	4,3	4,4	4,4	5,6	0,2	6,0	0,3
500	Vestuário e Calçado	4 053	4 095	10,9	9,9	10,1	9,8	0,5	0,1	1,0	0,1
600	Minérios e Metais	4 116	4 106	9,8	10,3	10,2	9,8	1,5	0,1	-0,2	0,0
700	Máquinas	5 870	6 056	16,3	14,6	14,6	14,5	2,8	0,4	3,2	0,5
800	Material de Transporte	4 458	4 876	11,7	10,9	11,1	11,6	7,9	0,9	9,4	1,0
900	Produtos Acabados Diversos	3 444	3 756	9,5	8,6	8,5	9,0	8,4	0,7	9,1	0,8
Por memória:											
	Total sem energéticos	36 940	38 601	95,1	91,5	91,7	92,1	4,1	3,8	4,5	4,1

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.

Notas:

Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros.

[1] Últimos 12 meses a terminar em outubro de 2015.

[2] (nov 14-out 15)/(nov 13-out 14) x 100 - 100.

[3] Contributos para a taxa de crescimento das exportações - análise shift-share : (TVH) x (peso no período homólogo anterior) ÷ 100.

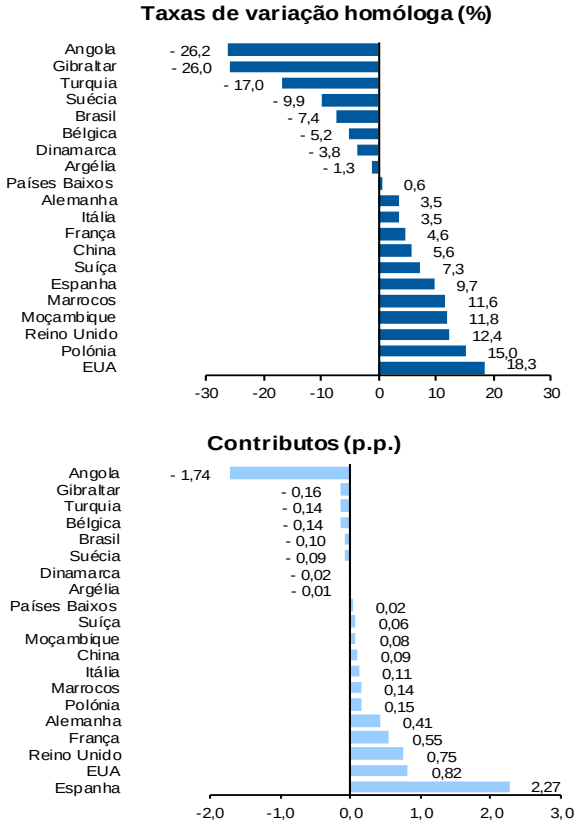
Nos primeiros dez meses de 2015, as exportações para a UE cresceram, em termos homólogos, 6,5%. As exportações com destino aos países da UE-15 registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 6,5% enquanto as exportações com destino aos Países do Alargamento cresceram 7,4%. As exportações para países terceiros registaram uma taxa de variação homóloga negativa de -2,1% (Quadro 3.5).

As exportações de mercadorias para Espanha (+2,6 p.p.) foram as que registaram o maior contributo Intra UE-15 para o crescimento das exportações, seguidas das exportações para o Reino Unido e França (+0,8 p.p. e +0,7 p.p., respetivamente).

No último ano a terminar em outubro de 2015, as exportações para os países Intra UE cresceram, em termos homólogos, 5,7%. As exportações para os países da UE-15 registaram igual taxa de variação homóloga (5,7 %). As exportações para Espanha (+2,3 p.p.) e Reino Unido (+0,7 p.p.) foram as que mais contribuíram para o crescimento das exportações. Entre os países terceiros, destaca-se a variação homóloga positiva das exportações para os EUA (+18,3%), Moçambique (+11,8%) e Marrocos (+11,6%). No mesmo período, destaca-se o decréscimo das exportações com destino a Angola (-26,2%) e Gibraltar (-26,0%), ainda que com um impacto pouco expressivo na variação homóloga das exportações totais (Figura 3.3).

Figura 3.3. Taxas de Crescimento das Exportações para uma Seleção de Mercados e Contributos

Últimos 12 meses a terminar em outubro de 2015



Fonte: Quadro 3.5. Evolução das Exportações de Mercadorias com destino a uma Seleção de Mercados.

Quadro 3.5. Evolução das Exportações de Mercadorias com Destino a uma Seleção de Mercados

Intra + Extra-UE (Fob)

Valores em milhões de Euros

Destino	jan-out		Estrutura (%)				Taxas de variação e contributos			
			anual		jan-out		12 meses [1]		jan-out	
	2014	2015	2009	2014	2014	2015	VH [2]	contrib. p.p. [3]	VH	contrib. p.p. [3]
TOTAL	**40 288**	**41 908**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**3,6**	**3,6**	**4,0**	**4,0**
Intra UE	**28 605**	**30 467**	**75,4**	**70,9**	**71,0**	**72,7**	**5,7**	**4,1**	**6,5**	**4,6**
dos quais:										
UE-15	**27 210**	**28 969**	**72,5**	**67,5**	**67,5**	**69,1**	**5,7**	**3,8**	**6,5**	**4,4**
Espanha	9 439	10 480	27,2	23,5	23,4	25,0	9,7	2,3	11,0	2,6
Alemanha	4 807	5 037	13,0	11,7	11,9	12,0	3,5	0,4	4,8	0,6
França	4 759	5 035	12,4	11,7	11,8	12,0	4,6	0,5	5,8	0,7
Reino Unido	2 457	2 791	5,6	6,1	6,1	6,7	12,4	0,7	13,6	0,8
Países Baixos	1612	1656	3,6	4,0	4,0	4,0	0,6	0,0	2,7	0,1
Itália	1266	1298	3,7	3,2	3,1	3,1	3,5	0,1	2,5	0,1
Bélgica	1072	955	2,5	2,7	2,7	2,3	-5,2	-0,1	-10,9	-0,3
Suécia	398	346	1,2	1,0	1,0	0,8	-9,9	-0,1	-13,1	-0,1
Dinamarca	259	252	0,8	0,6	0,6	0,6	-3,8	0,0	-2,6	0,0
Alargamento	**1 395**	**1 498**	**2,9**	**3,4**	**3,5**	**3,6**	**7,0**	**0,2**	**7,4**	**0,3**
Polónia	394	457	0,9	1,0	1,0	1,1	15,0	0,1	15,8	0,2
Extra UE	**11 683**	**11 441**	**24,6**	**29,1**	**29,0**	**27,3**	**-1,6**	**-0,5**	**-2,1**	**-0,6**
dos quais:										
Angola	2 618	1784	7,1	6,6	6,5	4,3	-26,2	-1,7	-31,8	-2,1
EUA	1746	2 177	3,2	4,4	4,3	5,2	18,3	0,8	24,7	1,1
China	699	713	0,7	1,7	1,7	1,7	5,6	0,1	1,9	0,0
Brasil	519	476	0,9	1,3	1,3	1,1	-7,4	-0,1	-8,3	-0,1
Argélia	495	468	0,6	1,2	1,2	1,1	-1,3	0,0	-5,5	-0,1
Marrocos	498	572	0,7	1,2	1,2	1,4	11,6	0,1	14,9	0,2
Suíça	360	388	0,9	0,9	0,9	0,9	7,3	0,1	7,9	0,1
Turquia	346	280	0,6	0,8	0,9	0,7	-17,0	-0,1	-19,2	-0,2
Moçambique	261	298	0,4	0,7	0,6	0,7	11,8	0,1	14,1	0,1
Gibraltar	245	181	0,3	0,6	0,6	0,4	-26,0	-0,2	-26,0	-0,2
Por memória:										
OPEP [4]	3 582	2 745	8,9	9,0	8,9	6,5	-18,5	-1,7	-23,4	-2,1
PALOP	3 162	2 367	8,4	8,0	7,8	5,6	-20,7	-1,7	-25,2	-2,0
EFTA	490	585	1,2	1,2	1,2	1,4	20,3	0,2	19,4	0,2

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.

Notas:

Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros.

Países ordenados por ordem decrescente de valor no ano de 2014.

[1] Últimos 12 meses a terminar em outubro de 2015.

[2] (nov 14-out 15)/(nov 13-out 14) x 100 - 100.

[3] Contributos para a taxa de crescimento das exportações - análise shift-share: (TVH) x (peso no período homólogo anterior) ÷ 100.

[4] Inclui Angola.

Importações de Mercadorias

De janeiro a outubro de 2015, as importações de mercadorias registaram uma variação homóloga positiva de 2,2% (Quadro 3.6).

Destaca-se o contributo das importações dos grupos de produtos "Energéticos" (-3,8 p.p.), "Peles, Madeira, Cortiça e Papel" (0,1 p.p.) e "Têxteis, Vestuário e Calçado" (0,4 p.p.) para a redução das importações nos primeiros dez meses de 2015.

O comportamento das importações de produtos "Material de Transporte", com um contributo positivo de 1,8 p.p. contrariou este decréscimo das importações.

A UE-28 mantém-se como principal mercado de origem das importações portuguesas (76,2%).

Nos primeiros dez meses de 2015, as importações de mercadorias provenientes do mercado comunitário cresceram, em termos homólogos, 4,5%, sendo que as provenientes dos países da UE-15 aumentaram 4,3%. As importações provenientes dos países do Alargamento registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 10,5%.

As importações de mercadorias provenientes de países terceiros decresceram 4,8%, em termos homólogos a China destaca-se como sendo o principal mercado extracomunitário de origem das importações de mercadorias (3,0% do total). Seguem-se Angola (1,9%) e os EUA (1,6%).

Quadro 3.6. Importações de Mercadorias por Grupos de Produtos e sua Distribuição por uma Seleção de Mercados

Grupos de Produtos	10^6 Euros (Cif) jan-out		Estrutura (%)				Taxas de variação e contributos			
			Anual		jan-out		12 meses [1]		jan-out	
	2014	2015	2009	2014	2014	2015	VH [2]	contrib. p.p.[3]	VH	contrib. p.p.[3]
TOTAL DAS IMPORTAÇÕES	**49 286**	**50 349**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**2,2**	**2,2**	**2,2**	**2,2**
Grupos de Produtos										
000-Agro-Alimentares	7 385	7 753	14,9	15,0	15,0	15,4	4,1	0,6	5,0	0,7
100-Energéticos	8 726	6 837	12,6	17,3	17,7	13,6	-18,3	-3,2	-21,7	-3,8
200-Químicos	8 011	8 644	15,1	16,1	16,3	17,2	7,3	1,2	7,9	1,3
300-Peles, Mad, Cortiça e Papel	2 337	2 383	4,6	4,7	4,7	4,7	1,9	0,1	2,0	0,1
400-Têxteis, Vestuário e Calçado	3 608	3 797	7,0	7,3	7,3	7,5	5,5	0,4	5,3	0,4
500-Minérios e Metais	4 037	4 278	8,2	8,2	8,2	8,5	5,2	0,4	6,0	0,5
600-Máquinas [4]	7 370	7 691	19,3	15,4	15,0	15,3	4,0	0,6	4,4	0,7
700-Material de Transporte [5]	5 192	6 084	11,9	10,6	10,5	12,1	15,2	1,6	17,2	1,8
800-Prod. Acabados Diversos	2 620	2 881	6,4	5,4	5,3	5,7	8,8	0,5	10,0	0,5
Total sem energéticos	40 560	43 512	87,4	82,7	82,3	86,4	6,5	5,4	7,3	6,0
Mercados de origem										
Intra UE	**36 714**	**38 379**	**78,6**	**74,8**	**74,5**	**76,2**	**3,8**	**2,9**	**4,5**	**3,4**
dos quais:										
UE-15	**35 245**	**36 757**	**76,2**	**71,8**	**71,5**	**73,0**	**3,6**	**2,6**	**4,3**	**3,1**
Espanha	15 991	16 398	32,8	32,6	32,4	32,6	1,8	0,6	2,5	0,8
Alemanha	6 054	6 495	13,2	12,3	12,3	12,9	6,0	0,7	7,3	0,9
França	3 495	3 725	8,3	7,1	7,1	7,4	5,5	0,4	6,6	0,5
Itália	2 544	2 702	5,8	5,2	5,2	5,4	4,6	0,2	6,2	0,3
Países Baixos	2 544	2 545	5,3	5,1	5,2	5,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Reino Unido	1497	1586	3,3	3,1	3,0	3,2	6,1	0,2	5,9	0,2
Bélgica	1310	1422	2,9	2,7	2,7	2,8	7,8	0,2	8,6	0,2
Suécia	546	544	1,0	1,1	1,1	1,1	3,6	0,0	-0,3	0,0
Irlanda	474	556	1,0	1,0	1,0	1,1	19,4	0,2	17,3	0,2
Alargamento	**1 468**	**1 622**	**2,4**	**3,0**	**3,0**	**3,2**	**9,4**	**0,3**	**10,5**	**0,3**
Extra UE	**12 572**	**11 970**	**21,4**	**25,2**	**25,5**	**23,8**	**-2,6**	**-0,6**	**-4,8**	**-1,2**
dos quais:										
Angola	1256	943	0,3	2,7	2,5	1,9	-7,8	-0,2	-24,9	-0,6
China	1356	1498	2,2	2,7	2,8	3,0	11,8	0,3	10,5	0,3
EUA	744	801	1,7	1,6	1,5	1,6	8,8	0,1	7,7	0,1
Brasil	748	744	1,7	1,5	1,5	1,5	6,8	0,1	-0,5	0,0
Cazaquistão	605	480	0,3	1,4	1,2	1,0	4,0	0,0	-20,7	-0,3
Arábia Saudita	680	632	0,8	1,3	1,4	1,3	0,2	0,0	-7,1	-0,1
Argélia	631	507	0,5	1,2	1,3	1,0	-14,0	-0,2	-19,6	-0,3
Rússia	589	503	1,0	1,2	1,2	1,0	-16,6	-0,2	-14,7	-0,2
Nigéria	541	103	2,4	0,9	1,1	0,2	-80,8	-0,7	-80,9	-0,9
Índia	425	379	0,5	0,8	0,9	0,8	-9,2	-0,1	-10,7	-0,1
Azerbaijão	410	362	0,0	0,8	0,8	0,7	-1,9	0,0	-11,9	-0,1
Turquia	323	366	0,6	0,7	0,7	0,7	5,6	0,0	13,3	0,1
Congo	281	237	0,0	0,5	0,6	0,5	-12,8	-0,1	-15,7	-0,1
OPEP [6]	3 278	2 417	5,6	6,6	6,7	4,8	-16,9	-1,0	-26,3	-1,7
EFTA	277	301	1,8	0,6	0,6	0,6	8,0	0,0	8,9	0,1
PALOP	1287	982	0,4	2,8	2,6	2,0	-7,3	-0,2	-23,7	-0,6

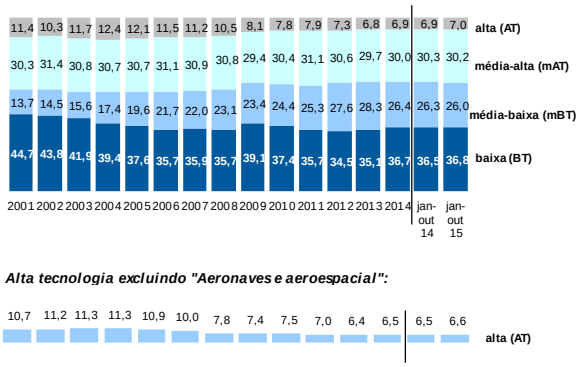
Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.

Notas:
Importações: somatório das importações de mercadorias provenientes da UE com as importações de Países Terceiros.
Países ordenados por ordem decrescente de valor no ano de 2014.
[1] Últimos 12 meses a terminar em outubro de 2015.
[2] (nov 14-out 15)/(nov 13-out 14) x 100 - 100.
[3] Contributos para a taxa de crescimento das importações - análise shift-share: (TVH) x (peso no período homólogo anterior) ÷ 100.
[4] Não inclui tractores.
[5] Inclui tractores.
[6] Inclui Angola.

Comércio Internacional Português por grau de Intensidade Tecnológica

Nos primeiros dez meses de 2015, as exportações de produtos industriais transformados registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 4,0%. As exportações de produtos de média intensidade tecnológica representam mais de metade do total das exportações destes produtos (56,2%), sendo os produtos de alta tecnologia aqueles cujas exportações registaram o maior crescimento homólogo (+6,1%) (Figura 3.4 e Quadro 3.7).

Figura 3.4.Exportações de Produtos Industriais Transformados, por Grau de Intensidade Tecnológica



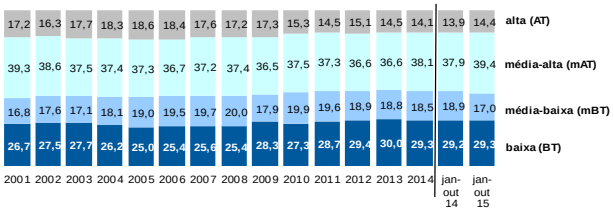
Fonte: Quadro 3.7. Exportações e Importações de Produtos Industriais Transformados, por grau de intensidade tecnológica.
Definição da Intensidade Tecnológica de acordo com a metodologia proposta pela OCDE (STI Scoreboard 2003): Alta Intensidade Tecnológica (ISIC Rev.3 2423, 30, 32, 33, 353); Média-alta (24 excl. 2423, 29, 31, 34, 352+359); Média-baixa (23, 25-28, 351); Baixa (15-22, 36-37).

As exportações de produtos de baixa tecnologia foram as que mais contribuíram para o aumento homólogo das exportações de produtos industriais transformados (+1,8 p.p.).

As exportações dos produtos de média-alta e alta intensidade tecnológica contribuíram positivamente (1,1 p.p. e 0,4 p.p. respetivamente) para o crescimento das exportações de produtos industriais transformados.

As importações de produtos industriais transformados registaram uma taxa de variação homóloga positiva de 5,1%, sendo os produtos de média alta e baixa tecnologia os que mais contribuíram para este crescimento (+3,5 p.p. e 1,5 p.p., respetivamente).

Figura 3.5.Importações de Produtos Industriais Transformados, por Grau de Intensidade Tecnológica



Fonte: Quadro 3.7. Exportações e Importações de Produtos Industriais Transformados, por grau de intensidade tecnológica.
Definição da Intensidade Tecnológica de acordo com a metodologia proposta pela OCDE (STI Scoreboard 2003): Alta Intensidade Tecnológica (ISIC Rev.3 2423, 30, 32, 33, 353); Média-alta (24 excl. 2423, 29, 31, 34, 352+359); Média-baixa (23, 25-28, 351); Baixa (15-22, 36-37).

Quadro 3.7. Exportações e Importações* de Produtos Industriais Transformados, por Grau de Intensidade Tecnológica

Intra + Extra-UE

Valores em milhões de Euros

Intensidade Tecnológica	2014	janeiro a outubro		Taxas variação (%)			% total prod. indust. transf.				Contributos [1] (p.p.)	
		2014	2015	média 2009-14	2014-13	jan-out 2015-14	2013	2014	jan-out 2014	jan-out 2015	2014	jan-out 2015
EXPORTAÇÕES												
Total dos prod. indust. transformados	**45 484**	**38 144**	**39 681**	**8,7**	**1,8**	**4,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**1,8**	**4,0**
Alta tecnologia	3 148	2 633	2 792	5,3	3,2	6,1	6,8	6,9	6,9	7,0	0,2	0,4
- Sem Aeronáutica e aeroespacial [2]	*2 940*	*2 457*	*2 602*	*4,6*	*3,1*	*5,9*	*6,4*	*6,5*	*6,5*	*6,6*	*0,2*	*0,4*
Média-alta tecnologia	13 633	11546	11978	9,1	2,6	3,7	29,7	30,0	30,3	30,2	0,8	1,1
Média-baixa tecnologia	12 002	10 037	10 305	11,3	-5,0	2,7	28,3	26,4	26,3	26,0	-1,4	0,7
Baixa tecnologia	16 700	13 929	14 605	7,4	6,4	4,9	35,1	36,7	36,5	36,8	2,2	1,8
Por memória:												
Total das Exportações	48 105	40 288	41908	8,7	1,7	4,0	100,0	100,0	100,0	100,0	1,7	4,0
Residual [3]	2 621	2 144	2 227	8,9	-0,1	3,9	5,5	5,4	5,3	5,3	0,0	0,2
IMPORTAÇÕES												
Total dos prod. indust. transformados	**47 131**	**39 324**	**41339**	**1,6**	**7,3**	**5,1**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**7,3**	**5,1**
Alta tecnologia	6 662	5 478	5 934	-2,4	4,4	8,3	14,5	14,1	13,9	14,4	0,6	1,2
- Sem Aeronáutica e aeroespacial [2]	*6 133*	*5 009*	*5 574*	*-2,3*	*2,7*	*11,3*	*13,7*	*13,2*	*12,9*	*13,6*	0,4	1,5
Média-alta tecnologia	17 957	14 901	16 277	2,5	11,7	9,2	36,6	38,1	37,9	39,4	4,3	3,5
Média-baixa tecnologia	8 701	7 446	7 021	2,3	5,2	-5,7	18,8	18,5	18,9	17,0	1,0	-1,1
Baixa tecnologia	13 810	11499	12 106	2,3	4,8	5,3	30,0	29,3	29,2	29,3	1,5	1,5
Por memória:												
Total das Importações	58 976	49 286	50 349	2,8	3,4	2,2	100,0	100,0	100,0	100,0	3,4	2,2
Residual [3]	11846	9 962	9 010	8,5	-9,6	-9,6	23,0	20,1	20,2	17,9	-2,2	-1,9

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas do Comércio Internacional do INE (últimas versões disponíveis à data da publicação para o período considerado). Os dados do comércio intracomunitário incluem estimativas para as não respostas assim como para as empresas que se encontram abaixo dos limiares de assimilação.

Notas:

Exportações: somatório das exportações para o espaço comunitário com as exportações para os Países Terceiros. Importações: somatório das importações com origem nos países comunitários com as importações provenientes dos Países Terceiros.

Definição da Intensidade Tecnológica de acordo com a metodologia proposta pela OCDE (STI Scoreboard 2003): Alta Intensidade Tecnológica (ISIC Rev.3 2423, 30, 32, 33, 353); Média-alta (24 excl. 2423, 29, 31, 34, 352+359); Média-baixa (23, 25-28, 351); Baixa (15-22, 36-37).

[1] Contributos para a taxa de crescimento das Exportações/Importações de produtos industriais transformados, em pontos percentuais – análise shift-share: (TVH) x (peso no período homólogo anterior) ÷ 100.

[2] Os dados referentes aos produtos de AT não são directamente comparáveis para os anos de 2004 e 2005 uma vez que, a partir de 1de Janeiro de 2005, as reparações e manutenção de aeronaves provenientes dos países comunitários passaram a ser contabilizadas na balança de Serviços. O mesmo sucede para os dados de 2005 e 2006, na medida em que, a partir de 1de Janeiro de 2006, o mesmo tratamento foi aplicado às aeronaves provenientes dos países terceiros.

[3] Total das Exportações (Importações) – Exportações (Importações) de produtos industriais transformados.

Comércio Internacional de Bens e Serviços

De acordo com os dados divulgados para a Balança de Pagamentos para o mês de setembro de 2015, nos primeiros nove meses de 2015, as "Exportações" (crédito) de Bens e Serviços registaram um crescimento homólogo de 4,7%. A componente dos Bens contribuiu positivamente (3,3 p.p.) para o crescimento das "exportações" totais.

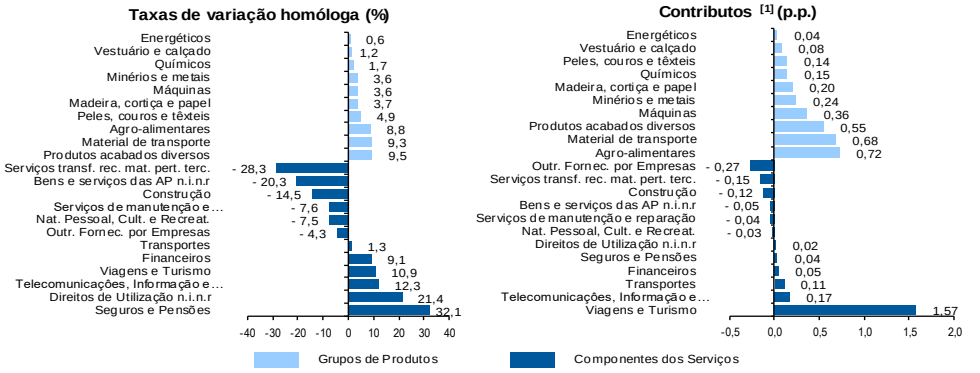
Nos primeiros nove meses de 2015, a componente dos Serviços representou 33,6% do total das "Exportações" e contribuiu positivamente (1,3 p.p.) para o seu crescimento. Do lado das "Importações" (débito) o peso desta componente foi de 17,8% no total e o seu comportamento reforçou o crescimento das "Importações" totais (3,8%) em 0,9 p.p. (Quadro 3.8).

No painel esquerdo da Figura 3.6 compara-se o crescimento homólogo das diferentes categorias de Bens e de Serviços no último ano a terminar em setembro de 2015, com base em dados do INE para as "Exportações" de Bens (Grupos de Produtos) e do Banco de Portugal para as "Exportações" de Serviços. O painel direito mostra os contributos para a taxa de crescimento das "Exportações" de Bens e Serviços.

No período em análise, destacou-se o contributo positivo dos produtos "Agroalimentares" (+0,72 p.p.) e dos "Material de transporte" (+0,68 p.p.). Na componente dos serviços, continuam a destacar-se os contributos das rubricas de Viagens e Turismo (+1,57 p.p.) e Telecomunicações, Informação e Informática (+0,17 p.p.).

Figura 3.6. Taxas de Crescimento das "Exportações" de Bens e Serviços e Contributos das Componentes

Último ano a terminar em setembro de 2015



Fonte: Cálculos do GEE com base em dados do Banco de Portugal, para as Exportações de bens e serviços, e do INE, para o cálculo da estrutura das exportações de Bens. A distribuição do contributo das Exportações de Bens (dados da Balança de Pagamentos, banco de Portugal) pelos grupos de produtos segue a estrutura implícita na base de dados do Comércio Internacional do INE para as Exportações de Bens (somatório das Exportações de mercadorias para a UE com as Exportações para Países Terceiros).

[1] Contributos - análise shift-share: TVH x Peso no período homólogo anterior ÷ 100. O somatório corresponde à TVH das Exportações de Bens e Serviços nos últimos 12 meses, de acordo com as estatísticas da Balança de Pagamentos do Banco de Portugal (4,5%).

Quadro 3.8. Comércio Internacional de Bens e Serviços (Componentes dos Serviços)

Valores em milhões de Euros

	jan-set		Estrutura (%)				Taxas de variação e contributos				
			Anual		jan-set		média anual	12 meses [1]		jan-set	
	2014	2015	2009	2014	2014	2015	09-14	VH [2]	contrib. p.p. [3]	VH	contrib. p.p. [3]
CRÉDITO (Exportações)											
Bens e Serviços	**52 977**	**55 455**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**8,3**	**4,5**	**4,5**	**4,7**	**4,7**
Bens	**35 064**	**36 827**	**66,0**	**66,7**	**66,2**	**66,4**	**8,5**	**4,8**	**3,2**	**5,0**	**3,3**
Serviços	**17 913**	**18 628**	**34,0**	**33,3**	**33,8**	**33,6**	**7,9**	**3,9**	**1,3**	**4,0**	**1,3**
Serv. transf. rec. mat. pert. terc.	285	213	0,5	0,5	0,5	0,4	8,0	-28,3	-0,2	-25,5	-0,1
Serv. de manutenção e reparação	243	252	1,0	0,5	0,5	0,5	-6,1	-7,6	0,0	3,5	0,0
Transportes	4 351	4 406	8,2	8,2	8,2	7,9	8,1	1,3	0,1	1,3	0,1
Viagens e Turismo	8 019	8 839	14,5	14,6	15,1	15,9	8,5	10,9	1,6	10,2	1,5
Construção	387	351	1,1	0,7	0,7	0,6	0,2	-14,5	-0,1	-9,1	-0,1
Seguros e Pensões	65	89	0,2	0,1	0,1	0,2	-3,0	32,1	0,0	37,7	0,0
Financeiros	308	291	0,7	0,6	0,6	0,5	4,9	9,1	0,0	-5,5	0,0
Direitos de Utilização n.i.n.r	48	54	0,2	0,1	0,1	0,1	-10,7	21,4	0,0	12,1	0,0
Telecom., Informação e Informática	743	805	1,5	1,5	1,4	1,5	7,5	12,3	0,2	8,3	0,1
Outr. Fornec. por Empresas	3 167	3 062	5,2	5,9	6,0	5,5	11,1	-4,3	-0,3	-3,3	-0,2
Nat. Pessoal, Cult. e Recreat.	168	163	0,5	0,3	0,3	0,3	1,2	-7,5	0,0	-3,0	0,0
Bens e serviços das AP n.i.n.r	129	102	0,3	0,2	0,2	0,2	2,6	-20,3	-0,1	-20,6	-0,1
DÉBITO (Importações Fob)											
Bens e Serviços	**50 841**	**52 798**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**3,0**	**4,2**	**4,2**	**3,8**	**3,8**
Bens	**41 884**	**43 407**	**83,4**	**82,3**	**82,4**	**82,2**	**2,7**	**3,6**	**3,0**	**3,6**	**3,0**
Serviços	**8 957**	**9 391**	**16,6**	**17,7**	**17,6**	**17,8**	**4,2**	**7,3**	**1,3**	**4,8**	**0,9**
Serv. transf. rec. mat. pert. terc.	21	9	0,0	0,0	0,0	0,0	8,7	-53,8	0,0	-54,6	0,0
Serv. de manutenção e reparação	219	229	0,4	0,5	0,4	0,4	8,5	10,5	0,0	4,2	0,0
Transportes	2 400	2 422	4,1	4,7	4,7	4,6	5,8	3,5	0,2	0,9	0,0
Viagens e Turismo	2 492	2 724	4,6	4,8	4,9	5,2	4,1	8,9	0,4	9,3	0,5
Construção	89	63	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,8	-27,5	-0,1	-28,9	-0,1
Seguros e Pensões	253	253	0,3	0,5	0,5	0,5	10,7	4,2	0,0	-0,3	0,0
Financeiros	378	415	1,1	0,7	0,7	0,8	-5,4	4,6	0,0	9,8	0,1
Direitos de Utilização n.i.n.r	384	426	0,7	0,7	0,8	0,8	4,8	16,4	0,1	10,8	0,1
Telecom., Informação e Informática	691	697	1,3	1,4	1,4	1,3	4,8	8,9	0,1	1,0	0,0
Outr. Fornec. por Empresas	1792	1875	3,0	3,6	3,5	3,6	6,7	11,2	0,4	4,6	0,2
Nat. Pessoal, Cult. e Recreat.	183	193	0,8	0,4	0,4	0,4	-10,9	-6,4	0,0	5,1	0,0
Bens e serviços das AP n.i.n.r	55	86	0,2	0,1	0,1	0,2	-3,8	52,1	0,1	57,4	0,1

Fonte: GEE, com base nos dados das estatísticas da Balança de Pagamentos do Banco de Portugal.

Notas:

Valores Fob para a Importação de bens.

Artigos

Rácio Marginal de Alavancagem, Um Instrumento de Monitorização

João Miguel Leal e Diogo Batista da Silva*

Neste artigo é apresentada a metodologia de cálculo, componentes e evolução do rácio marginal de alavancagem, tal como exposto em Burke (2013). Averigua-se a utilidade deste rácio enquanto instrumento de monitorização e supervisão face a outros indicadores. Tendo por base a informação estatística mais recente, recorre-se ao mesmo para analisar as dinâmicas do sistema financeiro português, bem como para realizar uma análise comparativa entre os países ditos do core com os países periféricos. Adicionalmente, é desenvolvida uma metodologia de cálculo do RMA adaptada a episódios em que os fluxos de ativos e capital próprio são ambos negativos.

1. Introdução

A crise financeira de 2007-08 desencadeou, na procura de respostas por parte das autoridades, crescentes preocupações com a supervisão do setor bancário, que se refletiram tanto a nível regional, como a nível global. O melhor exemplo é porventura a introdução dos acordos de Basileia III[1], no qual o rácio de alavancagem é utilizado como uma ferramenta de supervisão prudencial. Após a crise financeira, verifica-se uma tendência para o reforço dos requisitos dos níveis mínimos de capital próprio que são exigidos às instituições financeiras. Por exemplo, o Banco de Portugal impôs aos bancos portugueses que atingissem um rácio de capital *core tier 1*[2] de 9% e 10%, até ao final de 2011 e 2012, respetivamente. De acordo com os dados mais recentes, o rácio de capital *core tier 1*, situava-se em 11,6% no 2.º trimestre de 2015.

Para um agente económico, o conceito de alavancagem financeira relaciona-se com a importância relativa dos ativos face ao capital que detém. Desta forma, o nível de alavancagem pode ser expresso pelo rácio entre os ativos e o capital próprio que é a designação usual e a adotada neste trabalho. Conquanto, existem outras formulações. A título de exemplo, assinale-se que os acordos de Basileia III definem alavancagem como o rácio entre capital próprio e total de ativos.

A existência de alavancagem no setor bancário é determinante para a atividade de intermediação financeira e portanto para a transferência de fundos de aforradores para investidores, o que permite uma alocação eficiente dos recursos. Porém, excessos de alavancagem poderão comportar riscos elevados. Quando os bancos transformam depósitos (ativos líquidos) em empréstimos de longo prazo (ativos ilíquidos), estão mais expostos ao efeito de procuras súbitas por liquidez por parte dos depositantes, particularmente se preservam níveis de capital relativamente reduzidos. O risco de liquidez foi proeminente no âmbito da crise financeira de 1929-30 e de 2007-08, o que retrata a utilidade de instrumentos prudenciais de supervisão.

No contexto mais recente, níveis de alavancagem excessivos conduziram a fortes pressões para a diminuição dos mesmos, o que impeliu uma quebra do preço dos ativos motivada pelo *fire-sale*[3] e naturalmen-

---

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores podendo não coincidir com as da instituição. Todos os erros e omissões são da responsabilidade dos autores.

E-mails dos autores:
Joao.leal@gpeari.min-financas.pt
Diogo.silva@gpeari.min-financas.pt

[1] http://www.bis.org/publ/bcbs189_dec2010.pdf

[2] "…Este rácio é apurado através do quociente entre o conjunto de fundos próprios designado de "core" e as posições ponderadas em função do seu risco. O conjunto de fundos próprios "core" compreende o capital de melhor qualidade da instituição, em termos de permanência e capacidade de absorção de prejuízos, deduzido de eventuais prejuízos e de certos elementos sem valor de realização autónomo numa perspetiva de continuidade da atividade de uma instituição." Retirado de:
https://www.bportugal.pt/ptPT/OBancoeoEurosistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Paginas/combp20110407.aspx

[3] O *fire-sale* refere-se à venda dos ativos a desconto, dada a existência de fortes pressões para alienação dos mesmos. Neste contexto, as instituições financeiras estavam pressionadas a diminuir os riscos a que estavam expostas, nomeadamente através da diminuição dos rácios de alavancagem. O aumento da oferta de alguns ativos implicou uma diminuição dos respetivos preços.

te a uma redução dos capitais próprios dos bancos por reconhecimento de perdas, dada a diminuição do preço dos ativos, com consequências numa maior escassez na concessão de crédito.

Neste artigo verificasse que o recurso ao nível de alavancagem absoluto oferece limitações, sobretudo quando a análise é de curto/médio-prazo, na medida em não deduzimos imediatamente as dinâmicas do setor bancário que se apuraram, dado que o mesmo permanece estável e inerte ao longo tempo, fruto de uma evolução proporcional ao nível dos ativos e do capital. Burke (2013) esclarece que é possível calcular uma medida alternativa do rácio de alavancagem que reflete a relação entre os fluxos de ativos e capital próprio. Este rácio foi denominado pelo autor de rácio marginal de alavancagem (RMA). A análise com base nos fluxos, permite uma visão mais apropriada do comportamento do setor bancário em cada período.

> *"The marginal leverage ratio can be used as an early warning tool to signal potential episodes of excessive leverage…helps to explain how banks deleverage and the amplified effects of the deleveraging process…"*
>
> (Burke, 2013)

O objetivo deste estudo será adaptar a análise desenvolvida por Burke (2013) ao caso Português, fazendo uso dos dados mais recentes publicados no *ECB Statistical Data Warehouse*[4]. Adicionalmente, realizou-se uma comparação entre as dinâmicas do setor financeiro dos países periféricos e do *core* da área do euro.

O artigo encontra-se organizado da seguinte forma: no capítulo 2 é revista a literatura mais relevante, no capítulo 3 é analisada a evolução do sistema financeiro português (secção a) e desenvolvida uma comparação entre o *core* e a periferia (secção b). Estuda-se ainda os riscos associados aos ativos e tipos de financiamento das instituições financeiras portuguesas no capítulo 4.

2. Revisão da Literatura

Em 1927, Schumpeter reconhecia a importância do setor bancário no ritmo de crescimento das economias, enquanto financiador de inovadores e empreendedores no desenvolvimento de modos de produção mais eficientes. De acordo com o autor, os bancos têm especial impacto nos períodos de depressão, quando reduzem o nível de crédito, dada a sua avaliação sobre as dificuldades que enfrentam os seus devedores e uma menor tendência para retenção e manutenção dos depósitos. O autor salientou a possibilidade de suavização das dinâmicas associadas ao ciclo económico através de uma gestão adequada do crédito, sendo que esta atuação seria particularmente eficaz em períodos de estabilidade.

No artigo intitulado "*Finance and Growth: Schumpeter might be right*", King e Levine (1993) demonstraram que o nível de desenvolvimento financeiro[5] está fortemente relacionado com o ritmo de crescimento do produto interno bruto (PIB), com a taxa de acumulação de capital físico e com as melhorias na eficiência da sua alocação.

Na análise do comportamento cíclico do crédito bancário e das perdas e provisões com os empréstimos em Espanha, Fernández *et al.* (2001) apuraram que num ambiente competitivo os bancos têm tendência para diminuir a restritividade dos critérios subjacentes ao crédito que concedem na fase crescente do ciclo económico, período no qual as perdas com empréstimos, nomeadamente as relacionadas com cobranças duvidosas, são reduzidas, o que impele um excesso de concessão de crédito. A menor qualidade destes créditos só se torna visível com o aparecimento das falências, tipicamente na fase depressiva do ciclo económico. As provisões realizadas apresentam-se insuficientes na fase ascendente do ciclo, assim, os lucros reportados das instituições bancárias tendem a estar distorcidos por excesso na fase expansionista e por defeito na fase de declínio. A concessão de crédito tende a ser pro-cíclica, enquanto as provisões tendem a ser contra-cíclicas. Em suma, são praticados desacertos na fase crescente do ciclo económico contudo esses erros só são visíveis posteriormente.

[4] http://sdw.ecb.europa.eu/

[5] As *proxys* de desenvolvimento financeiro são: Dimensão do setor de intermediação financeira face ao produto interno bruto (PIB); Rácio entre o crédito concedido a empresas não financeiras e total de crédito concedido (excluindo créditos a outros bancos); Rácio entre o crédito concedido a empresas não financeiras e o PIB; Rácio entre os depósitos nos bancos comerciais e o somatório dos depósitos nos bancos comerciais com os depósitos junto do Banco Central.

"What looks like error after depression set in, need not have been error at all before".

Schumpeter (1927)

Também Adrian e Shin (2009) notam que o nível de alavancagem tende a ser pro-cíclico, dado que em períodos de expansão o preço dos ativos tende a aumentar, o que leva a uma diluição automática do nível de alavancagem. Todavia, fruto de uma gestão ativa dos seus portefólios, os bancos respondem com um maior investimento em ativos, do qual decorre um aumento no nível de alavancagem. Reinhart e Rogoff (2008) explicam que a maioria das crises financeiras tende a ser precedida de um "*boom"* não só na concessão de crédito mas também nos preços dos ativos.

Adicionalmente, Valencia (2014) realça que a relação positiva entre taxas de juro mais baixas e níveis de alavancagem superiores. Após uma redução nas taxas de juro sem risco, a rentabilidade dos bancos tende a aumentar dado que, não só se financiam a custos mais baixos mas também porque a taxa a que emprestam recursos tende a diminuir menos do que a taxa de juro sem risco[6]. Desta forma, as instituições financeiras têm incentivos a aumentar a concessão de crédito. Fruto de uma diminuição da taxa de juro, que poderia ser benéfica na potenciação do crescimento económico, podem decorrer riscos importantes para o setor financeiro, o que realça a importância de regulamentação macro-prudencial.

"Um ambiente de baixas taxas de juro nominais pode favorecer a tomada excessiva de risco, a sobrevalorização dos ativos e a compressão da rendibilidade das instituições financeiras. Face a estes riscos, importa que prossiga a reafectação do crédito" [7].

(Banco de Portugal, 2015)

A tributação pode ter um impacto importante no nível de endividamento das empresas e bancos. Gu *et al.* (2012) esclarecem que as subsidiárias dos bancos localizadas em espaços com maiores níveis de tributação tendem a estar mais alavancadas, dado que beneficiam de uma maior poupança fiscal associada ao endividamento. Neste sentido, note-se que a limitação dos níveis de alavancagem poderá ter um efeito no valor de mercado das instituições financeiras. Níveis de alavancagem excessivos favoreceram as condições que levaram à crise financeira em 2007-08, mas o processo de desalavancagem posterior também potenciou episódio recessivo que se seguiu (Corrigan, 2008). Antes da crise financeira, as 50 maiores instituições bancárias detinham, em média, níveis de alavancagem de apenas 4%[8]. Hildebrand (2008) analisa a importância de restringir os bancos a um nível mínimo de capital mas realça que os bancos podem aumentar o risco a que estão expostos não só através do nível de alavancagem mas também em função do nível de risco dos ativos que detêm. Entravam em prática neste período os acordos de Basileia II, que seguiam uma abordagem baseada no risco, ou seja, na análise da alavancagem, incorpora o risco dos ativos das instituições. Porém os riscos em que incorrem os bancos estão longe de ser transparentes. Ainda assim, existem riscos que podem ser rapidamente comparados. A titulo de exemplo, um bilhete do tesouro americano terá em princípio menos risco incorporado do que uma obrigação de uma empresa de média dimensão. No contexto de Basileia II os riscos são diferenciados com algum detalhe, o que torna a análise dos riscos mais dependente de modelos, respetivos pressupostos, calibração, qualidade, adequabilidade, entre outros. Dowd (2015) chama a atenção para a possível discricionariedade associada à gestão destes riscos por parte dos bancos que reúnem mais *expertise*. Hildebrand (2008) realça a importância de usar o rácio de alavancagem com ponderação e sem ponderação pelo risco de forma complementar.

A restrição dos níveis de alavancagem ou mesmo o processo de desalavancagem típico na fase decrescente do ciclo económico podem alterar significativamente as condições em que as instituições financeiras emprestam recursos. Esta questão é particularmente relevante em economias constituídas sobretudo por pequenas e médias empresas, dado que as empresas de maior dimensão têm maior facilidade em substituir divida bancária por outras fontes de financiamento. No contexto alemão, as empresas mais

[6] Mais recentemente, esta tendência não é notória. Manning e Shamloo (2015) explicam que apesar de níveis historicamente baixos nas taxas de juro no âmbito do sistema monetário europeu, a concessão de crédito e as taxas a que as instituições financeiras emprestam fundos não evoluíram no mesmo sentido, dado que os bancos estiveram sujeitos a severas restrições de capital e liquidez. Os autores notam que a magnitude da provisão de liquidez do Banco Central Europeu (BCE) foi necessária para compensar a diminuição dos depósitos junto dos bancos e não para potenciar a concessão de crédito.

[7] Relatório de estabilidade financeira de novembro de 2015, Banco de Portugal;

[8] Calculado através do rácio entre capital próprio e total de ativos. Corresponde a um nível de alavancagem de 25 na medida comum.

afetadas pelo processo de desalavancagem são de menor dimensão e pertencem aos setores da indústria transformadora e do comércio por grosso e a retalho (Fidrmuc *et al.,* 2015)

Christensen *et al.* (2011) forneceram evidência que a regulação macro-prudencial do sistema bancário através de medidas contra-cíclicas baseadas no nível de alavancagem tem um efeito estabilizador particularmente importante quando choques de carácter financeiro têm fortes impactos nas flutuações económicas. O Rácio Marginal de Alavancagem, que será exposto neste artigo, é um utensílio que poderá ser utilizado neste âmbito, enquanto ferramenta de monitorização e supervisão, no reconhecimento de mutações no ambiente em que decorre a atividade bancária, através das dinâmicas do *leverage*. Este trabalho contribui principalmente para a criação de mais um instrumento de monitorização de conjuntura, podendo também ser utilizado para acompanhar a normalização dos fluxos de crédito no sistema financeiro Português.

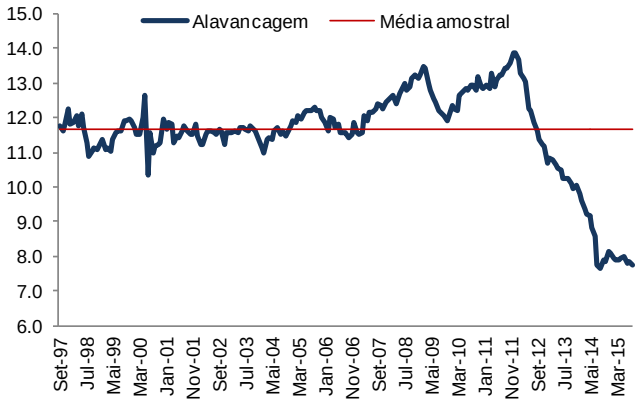
3. Leverage do setor financeiro

a. Portugal

A primeira referência a um *Marginal Leverage Ratio*, ou doravante, Rácio Marginal de Alavancagem (RMA), no contexto do Sistema Financeiro Europeu, surgiu num documento de trabalho publicado em novembro de 2013 por Javier Villar Burke, membro da Direcção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros da Comissão Europeia[9].

Intitulado "*Assessing leverage in the financial sector through flow data*", o artigo explora o conceito de alavancagem, as suas componentes, como o calcular e monitorizar. Em particular, propõe como medida adicional e complementar de alerta o RMA, para sinalizar antecipadamente episódios de excessiva alavancagem ou desalavancagem. Tal como referido pelo autor, ao capturar melhor a dinâmica dos ciclos de alavancagem e desalavancagem do que o tradicional rácio entre o *stock* de ativos e capital, este indicador apresenta uma medida de risco que o anterior pode ocultar.

Figura 1 – Rácio de Alavancagem do Sistema Financeiro Português
(N.º de vezes)



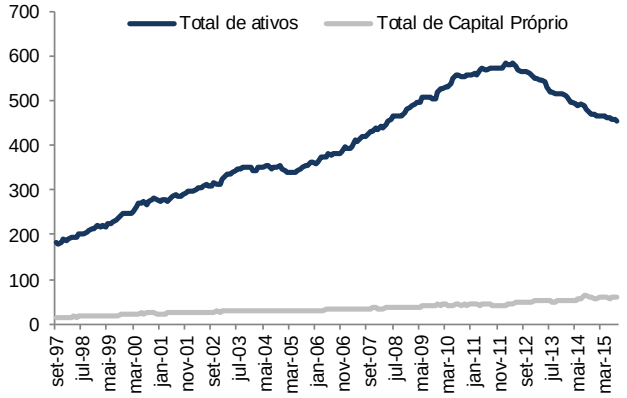
Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

O termo alavancagem não se restringe à evolução dos ativos isoladamente, mas à evolução da relação entre ativos e capital próprio. Como se verifica pela observação das Figuras 2 e 3, o total de ativos do sistema financeiro português tem mantido uma trajetória descendente após o máximo registado em fevereiro de 2012 (583 mil milhões de euros) encontrando-se, em setembro de 2015, 22,4% abaixo do nível observado à data. Durante o mesmo período de tempo, o capital Próprio das Instituições Financeiras registou um crescimento de 26,9%, o que equivale a um acréscimo de 15 mil e 700 milhões de euros.

O resultado destes movimentos encontra-se refletido na Figura 1, com o rácio de alavancagem a reduzir-se de 13,9 para 7,8 entre janeiro de 2012 e setembro de 2015. Este é o valor mais baixo observado desde, pelo menos, setembro de 1997. Tal significa que por cada euro de capital, o sistema financeiro inscreve 7,8 euros de ativos assignados às diferentes atividades de negócio.

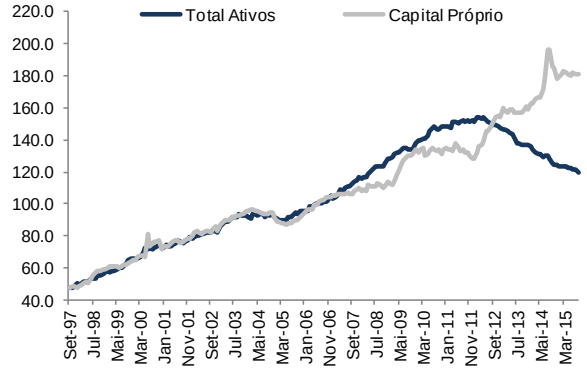
[9] http://www.voxeu.org/article/assessing-leverage-through-flow-data

Figura 2 – Total de Ativos e Capital do Sistema Bancário
(MM€)



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

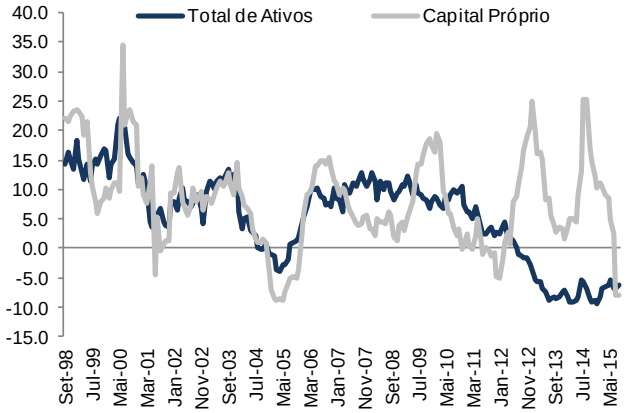
Figura 3 – Total de Ativos e Capital do Sistema Bancário
(*Index* 2006=100)



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

O rácio de alavancagem tende a ser uma medida relativamente estável, como se infere na mesma figura. À semelhança de outras variáveis macroeconómicas, logarítmicas de natureza, tende-se a calcular as variações anuais como forma de as linearizar e aumentar a comparabilidade entre economias de diferente dimensão (Figura 4).

Figura 4 – Total de Ativos e Capital próprio do Sistema Bancário
(VH, %)

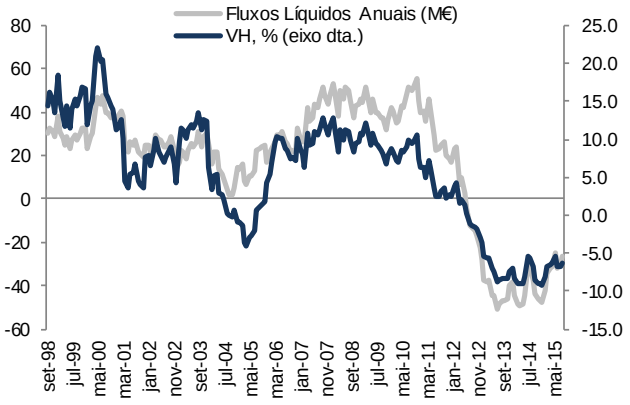


Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

No entanto, tal como é realçado pelo autor, num contexto expansão dos balanços, o simples cálculo de taxas de crescimento tende a criar um enviesamento que pode disfarçar a amplitude das variações das variáveis. Uma forma simplificada de testemunhar este efeito é comparar a evolução destes agregados em fluxos anuais[10] e taxas de variação anual, tal como apresentado nas Figuras 5 e 6.

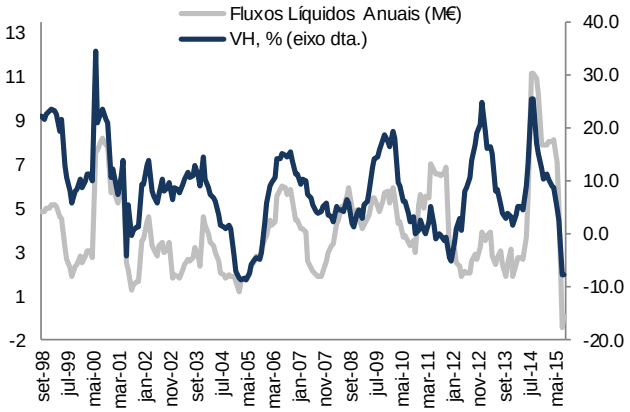
[10] Soma acumulada de 12 meses de fluxos líquidos.

Figura 5 – Total de Ativos do Sistema Bancário



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Figura 6 – Total de Capital do Sistema Bancário

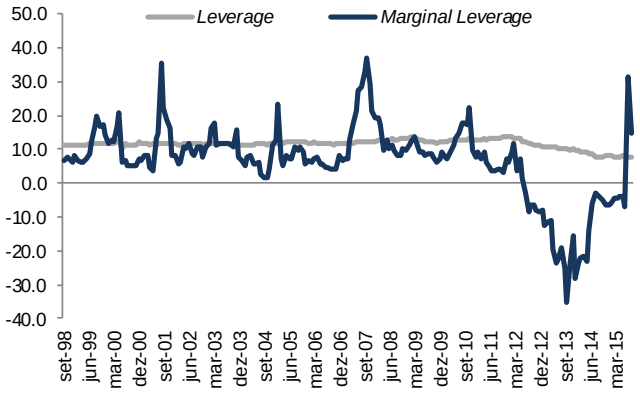


Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Os dados dos fluxos de capital e ativos sintetizam tanto a informação das taxas de variação, como da evolução absoluta destes indicadores, capturando de forma transparente as tendências e movimentos cíclicos, distinguindo-os. Por exemplo, em novembro de 2010 registou-se o maior fluxo anual de ativos da amostra. Entre novembro de 2006 e de 2010, o valor dos fluxos aumentou 2,58 vezes, de 21 mil e 500 milhões de euros para 55 mil e 600 milhões de euros. A taxa de variação anual aumentou de 7,2% para 10,7%.

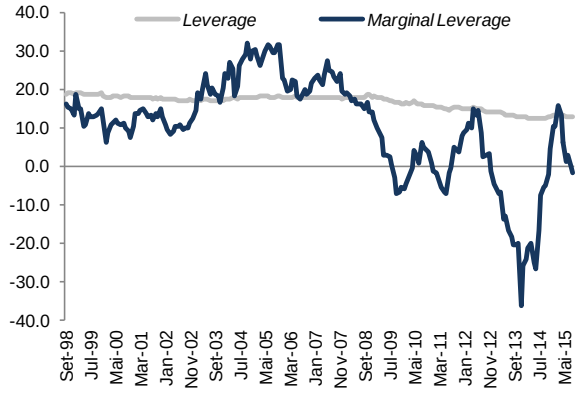
O conceito de alavancagem marginal corresponde ao rácio entre os fluxos de ativos totais e capital. Ao retratar a relação entre fluxos está a referir-se ao grau de alavancagem incorrido para novas operações, ao invés do seu *stock* (registado no Balanço das Instituições) que provocava a inércia observada no indicador. Pode-se, agora, recuperar a explicação do ato de desalavancar. Considera-se que, se entra num processo de desalavancagem, quando as novas operações têm um grau de alavancagem inferior ao do *stock* ou, de forma equivalente, quando o rácio marginal é inferior ao rácio absoluto desta medida. É exatamente esta relação que se encontra representada na Figura 7 para Portugal e na Figura 8 para a Área do Euro.

Figura 7 – Rácio de Alavancagem do Sistema Financeiro Português



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Figura 8 – Rácio de Alavancagem na Área do Euro[11]



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

A similitude dos movimentos desde o ano de 2009 traduz, de facto, o grau de sincronização e transmissão dos sistemas financeiro nacional e europeu e valida os resultados obtidos neste exercício.

No entanto, à semelhança do referido no artigo, crescente atenção tem sido dedicada à identificação de um limite superior para a alavancagem marginal como sinal de alerta para o acumular de alavancagem nos balanços do sistema financeiro. Os acordos de Basileia III referiam, recentemente, um limite de 30 (3%) para o rácio absoluto de alavancagem (este valor nunca foi atingido pelo rácio absoluto de alavancagem, todavia o RMA registou valores acima deste limite, em Portugal, na segunda metade do ano de 2007), existindo no entanto literatura que argumenta que poderia ser racional estabelecer limites inferiores. Não pode porém ser desconsiderada a natureza e risco das operações subjacentes a estes movimentos.

Será apresentado de seguida, o estudo da evolução do RMA para Portugal e outros países em ajustamento económico, bem como a comparação entre a periferia e o "*core*" da área do euro.

Enquanto instrumento de monitorização, a dinâmica do RMA pode apresentar-se especialmente importante, tendo em conta as recentes dificuldades de diversas instituições para examinar a robustez do sistema financeiro eficazmente. Após a crise financeira global em 2008, registou-se um desenvolvimento dos testes de *stress*[12] aos bancos de maior dimensão, nos quais a instituição responsável pressupõe pelo menos um cenário de *stress* aos quais os bancos poderão ficar expostos. Os bancos são bem-sucedidos nos testes se, no contexto de *stress,* for previsível que manteriam um nível adequado de capital face ao valor dos ativos que detêm. Em balanço, nos testes conduzidos em 2010, pelo comité europeu de supervisão bancária, foram observados 91 bancos, tendo 7 falhado. Contudo, 4 meses depois, o sistema financeiro irlandês colapsou, conquanto nenhum banco irlandês havia reprovado no teste. Após os testes de *stress* de 2011, o banco franco-belga *Dexia*, o banco espanhol *Bankia* e o sistema financeiro cipriota cederam, apesar destas instituições terem sido aprovadas nos testes realizados.

[11] Dados adicionais para a Área do Euro podem ser consultados em: www.rvburke.com/datos/Marginal_leverage_ratio_-_DATA.xls
[12] https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2015/html/sr151105.en.html

Ao relacionar as dinâmicas do ciclo económico com a oferta de crédito pelos bancos, Schumpeter (1927) notava a possibilidade de se detetarem antecipadamente desequilíbrios, que seriam suavizáveis, no caso de os mesmos serem detetados em períodos de equilíbrio. Daqui decorre a necessidade de se identificar instrumentos de monitorização, como o RMA, capazes de realçar alterações relevantes nas circunstâncias em que opera o sistema financeiro.

Em que medida o RMA teria sido um indicador revelador de instabilidade?

Tabela 1 – *Leverage* e RMA

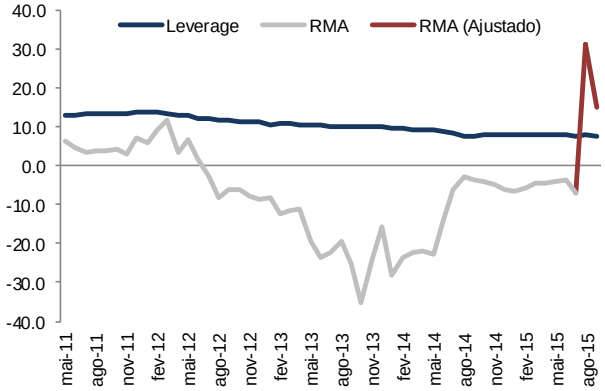
	Leverage	RMA
jun-07	12.1	21.5
jul-07	12.2	27.5
ago-07	12.2	28.5
set-07	12.4	33.2
out-07	12.3	36.7
nov-07	12.2	29.3
dez-07	12.4	21.1

Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Entre junho de 2007 e dezembro do mesmo ano, não é identificável através do rácio de alavancagem (*leverage*) uma evolução singular no sistema financeiro português. Contudo, com base na análise do RMA, denota-se distintamente níveis de alavancagem para novas operações, porventura problemáticos (Tabela 1). Em outubro de 2007 o rácio marginal de alavancagem atingiu os 36,7, ultrapassando a barreira de 30 para 1 estabelecida no âmbito de Basileia III para o *leverage*. Em ambos os meses, o fluxo anual de capital cifrou-se em 1,4 MM€, ao qual correspondeu um aumento nos ativos de 46,1 MM€ e de 51,6 MM€. Neste período o RMA conseguiu retratar uma dinâmica singular que não seria reconhecida pelo rácio de alavancagem. De facto, tal como notam Reinhart e Rogoff (2008), as crises financeiras tendem a ser precedidas por um "*boom"* no crédito.

No período pós-crise financeira, particularmente, a partir de Maio de 2011 o processo de desalavancagem que se registou torna-se evidente (figura 9), na medida em que o rácio marginal de alavancagem foi sempre inferior ao nível de alavancagem existente. Neste contexto, é importante realçar que, pelo menos desde setembro de 1997, o RMA se tornou negativo pela primeira vez, em julho de 2012, o que reflete uma alteração significativa nas condições em que operava o sistema financeiro português. O RMA apurado neste mês resulta de um fluxo anual líquido de ativos de -4,4 MM€, acompanhado de um fluxo anual líquido de capital próprio de 1,5 MM€. De julho de 2012 em diante verificamos sempre fluxos negativos nos ativos detidos pelos bancos portugueses. A maior quebra nos fluxos anuais líquidos do total de ativos ocorreu em julho de 2013 e equivaleu a -50,6 MM€.

Figura 9 - *Leverage* e RMA[13]

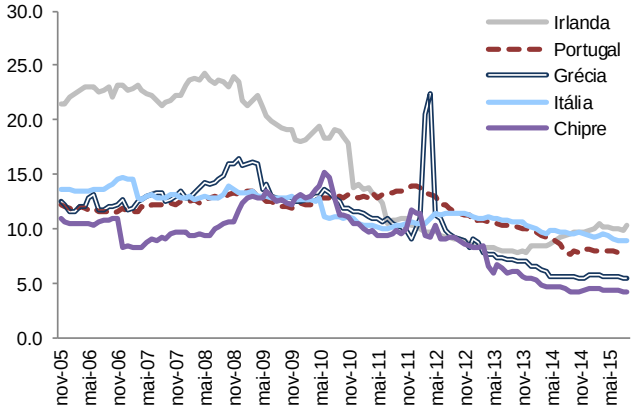


Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Este processo é comum a toda a zona euro e está relacionado com novos requisitos regulatórios, testes de *stress*, exercícios de recapitalização da autoridade bancária europeia e ainda com injeções de capital de acionistas e também dos Estados. O processo de desalavancagem nos países periféricos é intuitivo aquando da análise das figuras 10 e 11.

Os níveis de alavancagem registados antes da crise na Irlanda evidenciam a especificidade da crise irlandesa, que se reflete no pós crise em rácios marginais de alavancagem mais estridentes. Portugal segue a tendência registada nos restantes países periféricos. No entanto, importa salientar que o sistema financeiro português registou pela primeira vez, desde pelo menos setembro de 1997, fluxos anuais líquidos de capital negativos em agosto e setembro de 2015 (-962 M€ e -396 M€, respetivamente). Este tipo de dinâmicas registam-se na Irlanda desde 2013, em Espanha antes da crise já se haviam verificado episódios deste tipo e em Itália só se verificaram entre julho de 2012 e março de 2013.

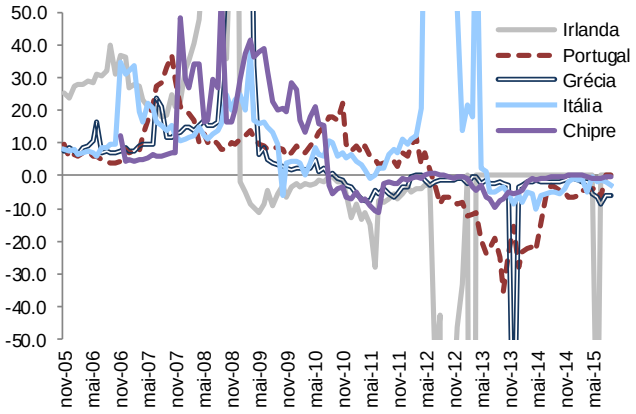
Figura 10 – *Leverage*



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

[13] Em agosto e setembro de 2015 os fluxos anuais líquidos do total de ativos e de capital próprio são negativos, para Portugal. Nestas circunstâncias, o cálculo do RMA nos moldes comuns leva a um enviesamento na interpretação dos dados. Note-se, neste contexto, que à medida que os fluxos de ativos se tornam mais negativos, mantendo-se os fluxos de capitais próprios constantes, o RMA aumenta, apesar de se verificar uma diminuição na alavancagem. Por forma a permitir a coerência no RMA, para o mês de agosto e setembro, utiliza-se o rácio entre o capital próprio e o total de ativos, (o inverso da medida comummente utilizada). A interpretação dos dados neste período seria a redução do capital próprio em proporção da redução do total de ativos. Neste caso, o limite para o RMA, a partir do qual o mesmo seria considerado excessivo é igual a 3 (%). Dado que a principal função do indicador é ser utilizado como um instrumento de monitorização na identificação de episódios de excessiva alavancagem ou desalavancagem, e para que o limite a partir do qual os processos de alavancagem se tornam alarmantes seja consistente ao longo do tempo, optou-se por multiplicar o indicador por 10 quando se verifiquem estas condições. Desta forma, a interpretação da informação é aproximadamente equivalente e os dados são apresentados numa ordem de grandeza muito semelhante. Este fenómeno acontece, ainda que em períodos relativamente curtos, com outros países. As reduções ao nível do capital próprio podem ser explicadas, por exemplo, pelas reduções do valor dos ativos, nomeadamente pela reestruturação da dívida grega em 2012. Exemplo prático da transformação utilizada em anexo.

Figura 11 – Rácio Marginal de alavancagem



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Em suma, no período pré-crise (2000 a 2004) averiguamos rácios de alavancagem absolutos e marginais semelhantes e estáveis (figura 12). No período que antecedeu a crise, é apurada uma inversão da estabilização verificada no período anterior, patente nas diferenças entre o RMA verificado em dezembro de 2004 e 2007 (tabela 2). Por cada unidade adicional de capital, os bancos expandiram os seus ativos em 11 unidades em dezembro de 2004 e em 21,1 unidades em dezembro de 2007. No contexto pós-crise o sistema financeiro desalavancou de forma expressiva, o que se traduziu num RMA que foi sempre inferior ao rácio absoluto de alavancagem, tornando-se mesmo negativo. Isto significa que em dezembro de 2012, por cada unidade adicional de capital as instituições financeiras em Portugal comprimiram os ativos que detinham em 8,6 unidades.

Tabela 2 - *Leverage* e RMA
(Portugal)

	Leverage	RMA
jan-00	11.7	11.9
dez-04	11.8	11.0
dez-07	12.4	21.1
dez-08	13.1	9.9
dez-12	11.2	-8.6
dez-14	8.1	-6.3

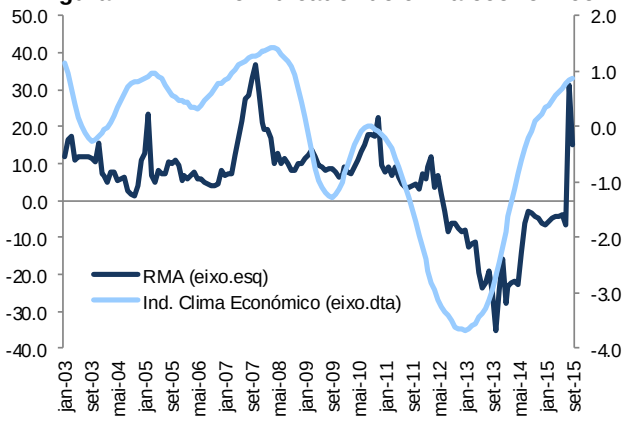
Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Corrigan (2008) realçou os custos associados a este processo enquanto potenciadores do episódio recessivo posterior à crise, com o carácter pró-cíclico da concessão de crédito por parte dos bancos a já ter sido avivado por diversos autores, como Adrian e Shin (2009) e Fernández *et al.* (2001). O impacto do processo de desalavancagem será mais pronunciado em países cujo tecido empresarial é mais densamente constituído por pequenas e médias empresas, como é aliás o caso de Portugal, dado que empresas de menor dimensão terão mais dificuldades em substituir divida bancária por *bonds*.

O caráter pró-cíclico das dinâmicas do sistema financeiro reflete a utilidade de regulação contra-cíclica (figura 12) relativa à evolução do *leverage* das instituições financeiras, Recorde-se, mais uma vez, que Christensen *et al.* (2011) forneceram evidência de que a regulação macro-prudencial do sistema bancário através de medidas contra-cíclicas baseadas no nível de alavancagem tem um efeito estabilizador particularmente importante quando choques de carácter financeiro têm fortes impactos nas flutuações económicas. Esta é uma das reformas introduzidas no âmbito dos acordos de Basileia III. Os Estados poderão exigir, às respetivas instituições financeiras, em períodos de expansão de crédito, aumentos no rácio entre o capital de maior qualidade[14] e os ativos ponderados pelo risco de até 2,5%. Este rácio poderá ser atenuado novamente em períodos de estabilidade ou depressão.

[14] Corresponde a ações ordinárias e a resultados retidos.

Figura 12 – RMA e Indicador de clima económico



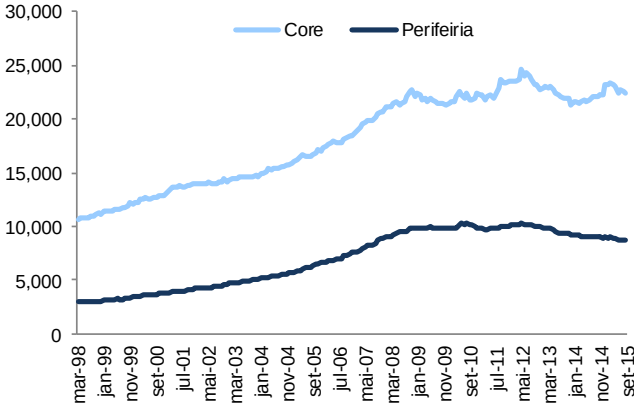
Fonte: BCE, INE, Cálculos dos autores.

b. *Core versus* Periferia

Os países foram afetados de forma distinta pela crise financeira de 2007-08. Tipicamente faz-se a distinção entre os países do centro da europa, que designaremos por países do "*core*" e os países periféricos. Pretende-se esclarecer se existiam e se permaneceram características específicas associadas a cada sistema financeiro deste grupo de países.

O *core* é representado pela Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Holanda e Luxemburgo. Esta análise subentende os seguintes países periféricos: Chipre, Eslovénia, Eslováquia, Estónia, Espanha, Grécia, Itália, Irlanda, Lituânia, Malta e Portugal.

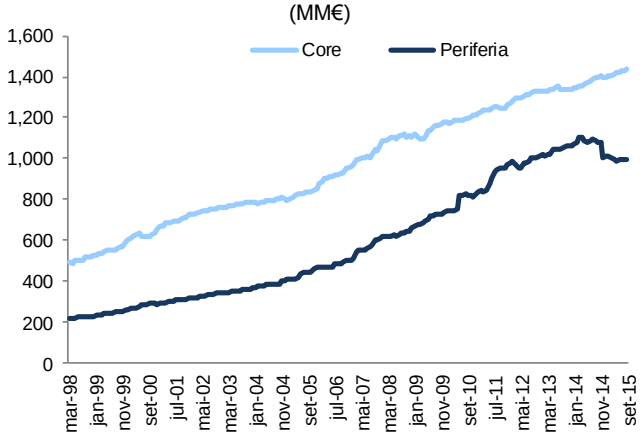
Figura 13 – Total de Ativos
(MM€)



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Apesar de observarmos um número superior de países periféricos, o total de ativos e de capital próprio do sistema financeiro dos países do *core* é consideravelmente superior (figura 13 e 14), o que realça a magnitude da dimensão do sistema financeiro dos países do *core* face aos países periféricos. Em dezembro de 2014 o total de ativos detidos pelas instituições financeiras do *core* equivalia a 22.263,1 MM€, 250% do total de ativos detidos pelo sistema financeiro dos países periféricos (8.942,6 MM€). O total de capital próprio do *core* correspondia a 1.392,2 MM€ e o capital das instituições financeiras da periferia a 1.002,2 MM€, o que equivalia a 140%.

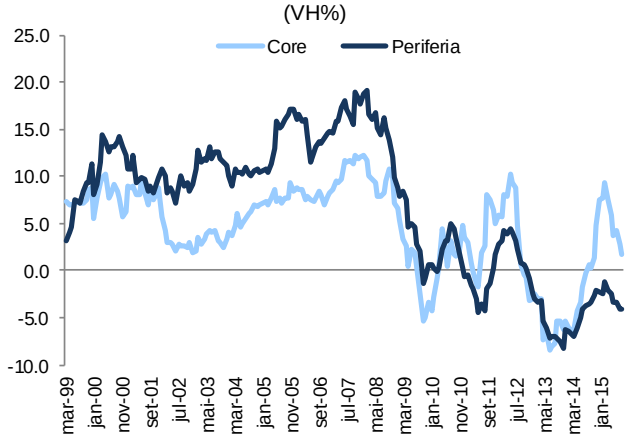
Figura 14 – Total de Capital Próprio
(MM€)



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

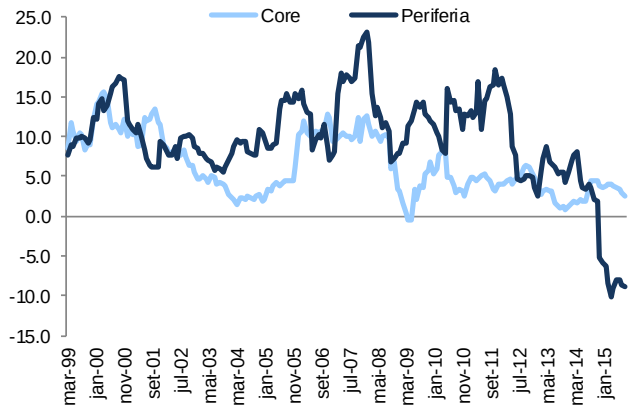
A tendência para expansão dos balanços por parte dos bancos é clara, tanto no contexto dos países do *core* como nos países da periferia (figura 13 e 14). Note-se que a taxa de variação homóloga do total de ativos e capital próprio foi sempre positiva, para ambos os conjuntos de países, até à crise financeira de 2007-08 (figura 15 e 16). De realçar uma diminuição do *stock* de capital próprio nos países periféricos a partir do final de 2014 (figura 14 e 16), potenciada sobretudo pela Irlanda e por Malta, cujos fluxos anuais líquidos, em setembro de 2015 foram respetivamente de -4,7 MM€ e de -1,1 MM€.

Figura 15 – Total de Ativos
(VH%)



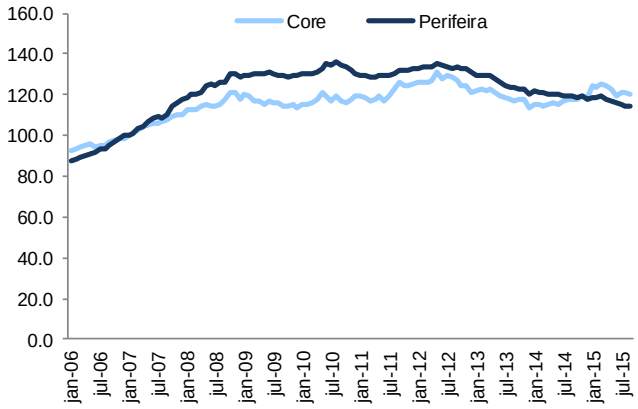
Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Figura 16 – Total de Capital Próprio
(VH%)



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Figura 17 – Total de Ativos
(*Index* 2006=100)



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

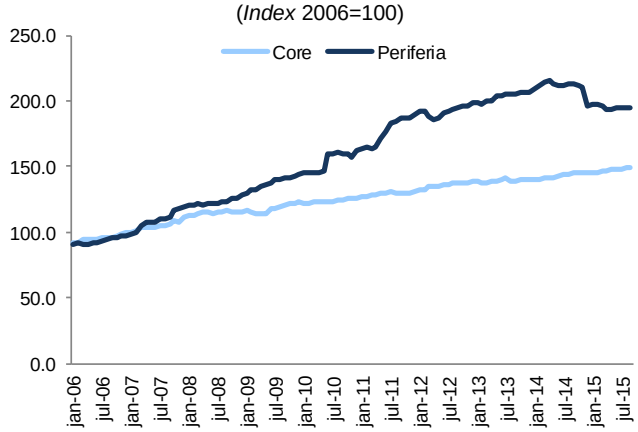
Face aos níveis verificados em 2006 denotamos uma maior expansão do total de ativos dos países periféricos, bem como a partir de janeiro de 2012 verificamos também um ajustamento mais expressivo do total de ativos nas instituições financeiras da periferia (figura 17). Em janeiro de 2012 o total de ativos do sistema financeiro dos países periféricos correspondia a 133% do nível verificado no final de 2006, que compara com os 126% dos países do *core*. Em setembro de 2015, o total de ativos detidos pelos bancos da periferia correspondiam a 114% do nível registado no final de 2006, enquanto nos países do *core* esta relação se situava em 120% (tabela 3).

Tabela 3 – Total de Ativos
(*Index* 2006=100)

	Core	Periferia
dez-07	110.0	117.4
dez-08	117.8	129.0
dez-12	121.2	131.5
dez-14	118.9	117.9
set-15	119.9	114.7

Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Figura 18 – Total de Capital Próprio
(*Index* 2006=100)



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Nos países do *core*, o capital próprio dos bancos expande-se em torno de uma tendência linear relativamente estável, porém, nos países periféricos, particularmente no pós-crise, identifica-se uma ampliação mais pronunciada dos capitais próprios das instituições bancárias, (figura 18). Assim, entre dezembro de 2008 e dezembro de 2012 o capital próprio das instituições financeiras dos países periféricos cresceu 54%[15], enquanto o aumento nos países do *core* foi somente de 20%, o que reflete um esforço de recapitalização mais acentuado nos bancos dos países periféricos (tabela 4).

[15] Calculável através dos dados da figura 21: [(198.3/128.5)-1]*100

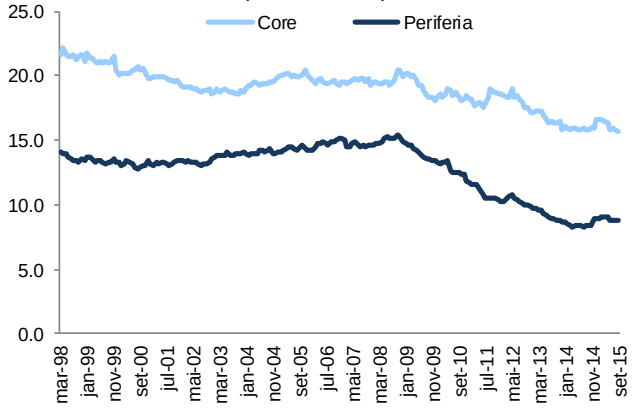
Tabela 4 – Total de Capital Próprio
(*Index* 2006=100)

	Core	Periferia
dez-07	111.5	119.2
dez-08	115.3	128.5
dez-12	138.4	198.3
dez-14	145.0	195.8
set-15	149.4	194.3

Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Apesar de maiores ajustamentos no pós-crise financeira nos países da periferia, com esta análise, é possível inferir, rácios de alavancagem absolutos, nas instituições bancárias do *core*, sempre superiores aos verificados nos países periféricos (figura 19). O *leverage* máximo verificado no *core* foi de 20,5 em outubro de 2008, sendo que na periferia a alavancagem máxima do setor financeiro foi alcançada em novembro de 2008 e correspondeu a um rácio de 15,5. É de notar uma aproximação, ainda que ligeira, do *leverage* dos países da periferia face aos países do *core*, até à crise financeira, conquanto este diferencial volta a dilatar-se no pós-crise. Em setembro de 2015 o rácio de alavancagem absoluta registado foi de 8,8 na periferia e de 15,6 no *core*.

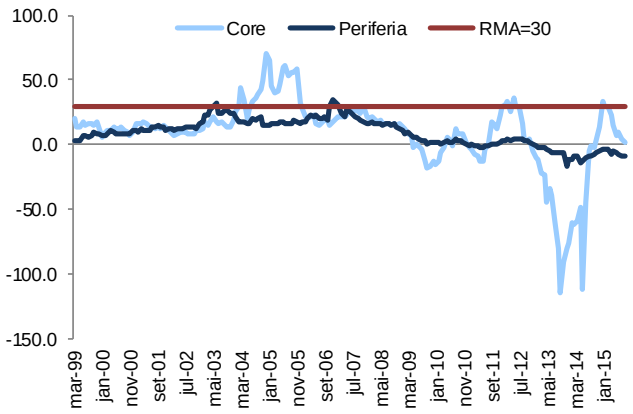
Figura 19 – *Leverage*
(n.º de vezes)



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Através da figura 20 identificámos uma maior volatilidade no RMA dos países do *core*, que foi tendencialmente superior ao verificado na periferia, o que pode ser explicado com níveis de alavancagem constantemente superiores nos sistemas financeiros dos países do *core*. Em relação à identificação de excessos de alavancagem, com base no RMA, é de notar que as instituições financeiras do *core* registaram entre março de 2004 e dezembro de 2005, quase sempre, rácios marginais de alavancagem superiores a 30. O RMA, nos países do *core*, atingiu em dezembro de 2004 o valor de 70, o que significa que por cada unidade adicional de capital, neste período, os bancos assignaram 70 unidades adicionais de ativos nos seus balanços. Nos países periféricos o RMA cruzou a linha de 30 entre dezembro de 2006 e fevereiro de 2007, tendo atingido os 33,6 em dezembro de 2006. É importante relembrar que rácios marginais de alavancagem de 30 para 1 têm interpretações diferentes no contexto dos países da periferia e do *core*, dado que o diferencial face ao nível de alavancagem absoluto nos países periféricos é mais significativo. Todavia as instituições financeiras do *core* chegaram a registar, entre junho de 2005 e novembro do mesmo ano, um RMA sempre superior a 50.

Figura 20 – Rácio Marginal de Alavancagem



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Quando analisamos a evolução do *leverage*, mas sobretudo as dinâmicas do RMA, deparamo-nos com um contexto mais volátil nos países do *core*, o que pode antever maiores riscos. Neste âmbito é determinante salientar primeiramente que é necessário ter em consideração o tipo de ativos e de financiamento que estão subjacentes às dinâmicas de alavancagem. Essa análise será desenvolvida para Portugal no capítulo subsequente.

Desde os acordos de Basileia I, mas com maior profundidade após Basileia II e III, a análise da evolução do *leverage* é realizada com a ponderação dos ativos pelo risco[16]. Hildebrand (2008) realça que os bancos podem aumentar o risco a que estão expostos não só através do nível de capital mas também em função do nível de risco dos ativos que detêm. A título de exemplo, tome-se por referência dois bancos em que o nível de alavancagem é o mesmo, mas em que um destes detém nos seus ativos apenas obrigações do tesouro americano, enquanto o outro detém somente empréstimos cedidos a empresas não financeiras de pequena dimensão. Porém, os bancos incorrem em muitos riscos que estão longe de ser translúcidos. Atualmente os riscos são diferenciados com algum detalhe, o que torna a análise dos mesmos mais dependente de modelos, respetivos pressupostos, calibração ou adequabilidade. A sugestão de Dowd (2015) é a de que os principais riscos estão presentes nos bancos franceses e alemães, incoerente com os resultados dos testes de *stress* desenvolvidos mais recentemente pelo BCE. O argumento do autor é o de que estes testes são baseados em rácios de alavancagem em que os ativos são ponderados pelos riscos e que as instituições financeiras de maior dimensão reúnem mais *expertise*, conseguindo moldar os riscos por forma a apresentarem-se sólidas nos testes de *stress*. Acrescenta que os principais bancos[17] não superariam avaliações em que, em contexto de *stress,* tivessem de conservar rácios de alavancagem absolutos superiores a 3% (ou inferiores a 30). Hildebrand (2008) destaca a importância de usar o rácio de alavancagem com ponderação e sem ponderação dos ativos pelo risco de forma complementar, como passa a decorrer dos acordos de Basileia III, que impõem um rácio de alavancagem absoluto máximo de 30. Porém, na análise que desenvolvida neste artigo para o nível de alavancagem no sistema financeiro português, dos países do *core* e dos países periféricos, não detetámos níveis de alavancagem em algum momento superiores a 30. A introdução deste requisito em anos anteriores não teria prevenido, de forma alguma, a crise financeira. No entanto se o mesmo requisito se aplicasse ao RMA, teriam sido detetados excessos de alavancagem nos países do *core* em 2004, nos países periféricos em 2006 e especificamente para Portugal em 2007. Neste sentido, é percetível a relevância do RMA enquanto instrumento de monitorização e supervisão.

[16] Basileia II exigia um rácio entre capital de alta qualidade (ações ordinárias + resultados retidos) e total de ativos ponderados pelo risco de 2%. Basileia III exige um rácio de 4,5%. O rácio mínimo entre capital *tier 1* (ações ordinárias + resultados retidos + ações preferenciais + instrumentos híbridos de capital + divida sem vencimento) e o total de ativos ponderados pelo risco evolui de 4% para 6%.

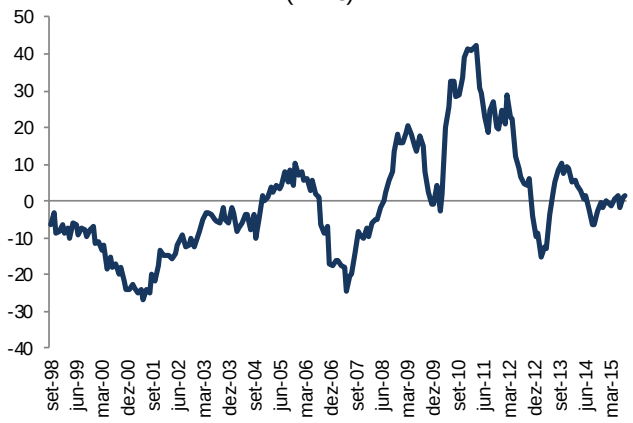
[17] Dowd (2015) identifica o Credit Agricole, BNP Paribas, o SocGen e o Deutsche Bank.

4. Fontes de Financiamento

É fundamental examinar a evolução da qualidade dos ativos e passivos presentes nos balanços dos bancos. Quando uma instituição financeira aumenta o seu nível de capital em uma unidade adicional, para um rácio marginal de alavancagem de 20 para 1, medido pela relação entre o valor dos ativos e do capital próprio, a instituição está disposta a emprestar mais 20 unidades monetárias mediante um aumento do capital próprio de uma unidade. À medida que este processo se vai repetindo, tendem a diminuir o número indivíduos a quem o banco pode emprestar recursos com risco de crédito reduzido[18]. Relembre-se que, tal como Fernandez *et al*. (2001) sugerem, na fase crescente do ciclo económico, as instituições financeiras tendem a conceder crédito de forma relativamente menos criteriosa e que a menor qualidade destes créditos só se torna aparente posteriormente, com a emergência dos primeiros *defaults,* que ocorrem sobretudo na fase decrescente do mesmo[19].

As fontes de financiamento dos bancos caracterizadas como estáveis, normalmente depósitos das famílias e empresas não financeiras, podem não acompanhar as necessidades dos bancos na fase expansionista. Nestas circunstâncias as instituições financeiras podem recorrer a outros bancos, nomeadamente estrangeiros, investidores institucionais ou à securitização. Estas fontes de financiamento, denominadas de "*non-core*", são tendencialmente menos estáveis, tal como proposto por Burke (2013).

Figura 21 – Diferença entre os fluxos anuais líquidos de depósitos e empréstimos
(MM€)



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

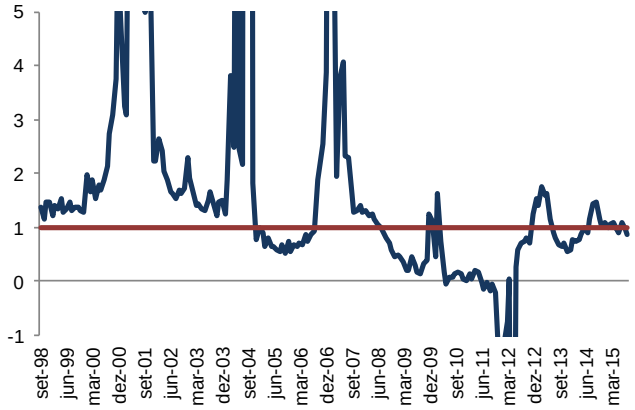
Através da figura 21, verificasse que até setembro de 2008, os fluxos associados aos empréstimos foram tendencialmente superiores à evolução dos depósitos. Consequentemente, a parcela de empréstimos financiada através de depósitos, no âmbito do sistema financeiro português, foi cada vez menor.

No contexto da área do euro, entre novembro de 2008 e outubro de 2009, um aumento de 365 MM€ nos depósitos e de 155 MM€ nos capitais próprios não foram suficientes para compensar uma diminuição de 1.150 MM€ no financiamento "*non-core*", que anteriormente havia permitido um crescimento dos empréstimos consideravelmente superior ao dos depósitos (Burke, 2013).

[18] O Banco de Portugal realça no relatório de estabilidade financeira de novembro de 2015 que o crédito "*deverá ser direcionado a mutuários com maior qualidade creditícia, em detrimento de mutuários sem viabilidade económica, cuja relação de crédito deverá ser extinta. É essencial que, na avaliação de novos créditos, quer a particulares quer a empresas, sejam adotados critérios prudentes, privilegiando a capacidade de geração de rendimento futuro, inclusive em cenários diversos do atual, nomeadamente de subida das taxas de juro."*

[19] Um menor grau de provisionamento na fase crescente do ciclo económico demonstra que os riscos não são adequadamente avaliados (Fernandez *et al.*, 2001).

Figura 22 – Rácio marginal entre empréstimos e depósitos[20]



Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

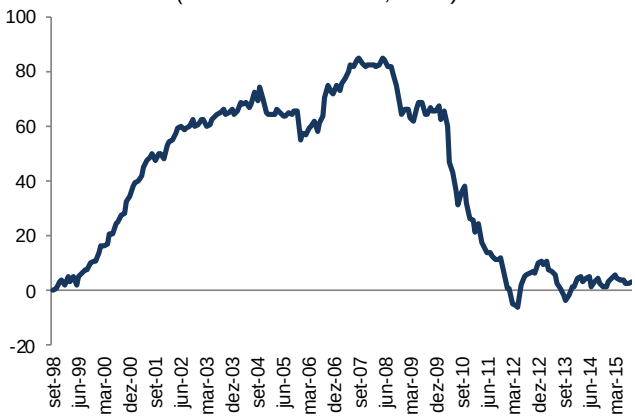
É possível segmentar a figura 22 em dois períodos distintos. Na fase anterior à crise financeira o rácio marginal entre empréstimos e depósitos é tendencialmente superior a um, o que já não se verifica a partir de 2007-08. Quando o rácio marginal entre empréstimos e depósitos é superior a um, tal significa que a expansão dos empréstimos é superior à dos depósitos. Em junho de 2007 este rácio correspondeu a 4,06 o que significa que 300 em cada 400 unidades monetárias de crédito concedido foram financiadas por outras fontes que não depósitos.

Os fluxos anuais líquidos de depósitos passaram a ser consistentemente superiores aos fluxos anuais líquidos dos empréstimos a partir de agosto de 2008 (figura 23).

O diferencial de fluxos de empréstimos face a depósitos que se foram acumulando entre setembro de 1998 e maio de 2008, no valor de 85 MM€, foram anulados em menos de 4 anos (figura 16), o que reflete a rapidez e dimensão do processo de desalavancagem.

A propensão para redução da importância dos depósitos nas fontes de financiamento das instituições financeiras, desde setembro de 1998, resultou no desequilíbrio, patente na figura 23. Após a crise financeira de 2007-08 e o programa de ajustamento económico e financeiro (PAEF), os depósitos estabilizaram em níveis próximos ao dos empréstimos.

Figura 23 – Acumulado das diferenças dos fluxos mensais líquidos de empréstimos e depósitos
(setembro 1998 = 0, MM€)



Fonte: ECB, Cálculos dos autores.

Saliente-se que este desequilíbrio foi acompanhado da tendência para os bancos emprestarem recursos a agentes com risco de crédito cada vez maior, verificando-se duas dinâmicas em paralelo: a expansão excessiva dos créditos (face aos depósitos) e o aumento dos riscos associados aos novos empréstimos.

Burke (2013) também realça, neste âmbito, que é cada vez menor a parcela do crédito que é concedido à economia real. Tome-se por empréstimos à economia real, o crédito às famílias e às sociedades não

[20] O rácio marginal entre empréstimos e depósitos ou "marginal loan-to-deposit ratio" é calculado através da divisão entre os fluxos anuais líquidos de empréstimos e os fluxos anuais líquidos de depósitos. Quando os fluxos anuais líquidos de empréstimos e depósitos são ambos negativos, é calculado o rácio entre depósitos e empréstimos. Se o fluxo anual líquido de depósitos é negativo, recorre-se ao valor do marginal *loan-to-deposit ratio* no período seguinte.

financeiras, ao contrário dos empréstimos a outras instituições financeiras e instituições estrangeiras, maioritariamente;

Com objetivo de repararem os seus balanços, os bancos podem atuar no sentido diminuir o risco associado aos seus ativos ou tornarem-se menos dependentes de fundos volúveis.

5. Conclusão

A análise desenvolvida neste artigo versou sobretudo pela aplicação do estudo desenvolvido por Burke (2013) ao contexto português. Para tal, recorreu-se ao indicador introduzido pelo autor, designado de rácio marginal de alavancagem (RMA). Este instrumento consiste no rácio entre os fluxos anuais líquidos do total de ativos e os fluxos anuais líquidos de capital próprio. Foi apresentada neste artigo, uma metodologia alternativa de cálculo deste indicador, aplicada quando os fluxos de ativos e de capital próprio são ambos negativos e que permite a manutenção das suas propriedades nestas circunstâncias. Compara-se a utilidade do RMA face ao rácio de alavancagem absoluto na identificação de processos de alavancagem e desalavancagem excessivos. De facto, o RMA, através da análise dos fluxos, evidenca dinâmicas do sistema financeiro que não são facilmente identificáveis pelo *leverage* absoluto, o que reforça a importância deste indicador enquanto instrumento auxiliar de monitorização. No âmbito do sistema financeiro português, na segunda metade do ano de 2007, verificou-se uma evolução no *leverage* problemática, tendo o RMA ultrapassado, inclusivamente, o valor de 30. A partir de 2009, e com base no RMA, identificámos um elevado grau de sincronização entre o sistema financeiro português e europeu, o que pode ser explicado pelo mecanismo de transmissão da política monetária e uma maior integração do sistema financeiro europeu.

As instituições financeiras dos países do *core* registaram sempre, pelo menos desde 1997, níveis de alavancagem consideravelmente superiores aos dos países da periferia. O RMA traduz maior volatilidade para os países do *core*, com estes a registarem rácios marginais de alavancagem excessivos[21] durante um horizonte temporal relativamente mais alargado e mais cedo que os países da periferia.

O carácter pro-cíclico da concessão de crédito por parte das instituições financeiras realça a consideração de regulação macro-prudencial contra-cíclica. O processo de desalavancagem no pós-crise financeira caracterizou-se pelo seu carácter célere e abrupto, com maior impacto nos países da periferia, cujo ajustamento foi mais profundo, como transparece pela observação do RMA.

No âmbito do sistema financeiro português, a crescente expansão dos empréstimos concedidos não foi acompanhada por um incremento semelhante dos depósitos no período anterior à crise. Esta tendência ditou o recurso, por parte das instituições bancárias portuguesas, a outros fundos, caracterizados por serem menos estáveis, de tal forma que, após a crise financeira se tornaram escassos. O resultado foi uma rápida aproximação entre o *stock* de depósitos e de empréstimos, através de uma forte contração do crédito concedido, tal como revela a evolução do RMA.

Em trabalhos futuros o RMA pode ser utilizado para analisar a especificidade do sistema financeiro de outros países ou grupos de países, nomeadamente países não europeus ou com políticas monetárias distintas. Adicionalmente, o estudo contínuo da evolução deste indicador será porventura benéfico, dado que deverá permitir uma mais adequada monitorização das circunstâncias em que atua o sistema financeiro. Considerando a sua potencial relação com o ciclo económico, o carácter preditivo do RMA poderá igualmente ser uma abordagem a desenvolver.

[21] Se tomarmos por excessivos rácios marginais de alavancagem superiores a 30.

6. Bibliografia

Adrian, T. and H. S. Shin (2010): *Liquidity and leverage,* Journal of financial intermediation, 19.3: 418-437;
http://www.econstor.eu/bitstream/10419/60918/1/587545496.pdf

Banco de Portugal (2015); Relatório de estabilidade financeira, novembro de 2015;
https://www.bportugal.pt/ptPT/EstabilidadeFinanceira/Publicacoes/RelatoriodeEstabilidadeFinanceira/Publicacoes/Relatorio%20de%20Estabilidade%20Financeira_-_novembro_2015.pdf

Burke, J. V. (2013): *The bonsai and the gardener: using flow data to better assess financial sector leverage*, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN) *No. 500*, European Commission*;*
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp500_en.pdf

Corrigan, E. G. and Group of thirty (2008): *The Credit Crisis: The Quest for Stability and Reform*. Group of Thirty;

Christensen, I. and Meh, C. and Moran P. (2011): *Bank leverage regulation and macroeconomic dynamic*, Cirano-Scientific Publications 2011s-76,
http://www.econstor.eu/bitstream/10419/80756/1/682030775.pdf

Dowd, K. (2015): *Central Bank Stress Tests: Mad, Bad, and Dangerous*, Cato Journal 35.3: 507;
http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2015/9/cj-v35n3-3.pdf

Fernández, S. and Pagés, M. and Saurina, J. (2000): *Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in spain*, Bank of Spain working paper 18,
http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap01.pdf#page=339

Fidrmuc, J. and Schreiber, P. and Siddiqui, M. (2015): *The Transmission of Bank Funding to Corporate Loans: Deleveraging in Germany*. Open Economies Review: 1-17;

Gu and Weishi, G. and Mooij, R. and Poghosyan, T. (2015): *Taxation and leverage in international banking*, International Tax and Public Finance 22.2: 177-200, IMF;
http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.304.5110&rep=rep1&type=pdf

Hildebrand, P. M. (2008): *Is Basel II Enough?: The Benefits of a Leverage Ratio*, SNB;

Manning, J., and Shamloo, M., 2015. "*A Financial Conditions Index for Greece";* WP/15/220 – IMF;
https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15220.pdf

King, R. G. and Levine, R. (1993): *Finance and growth: Schumpeter might be right,* The quarterly journal of economics 717-737;
http://qje.oxfordjournals.org/content/108/3/717.abstract

Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. (2008): *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises*: *National Bureau of Economic Research*, No. w13882,
http://m.rrojasdatabank.info/rogoff2008.pdf

Schumpeter, J. (1927): *The explanation of the business cycle,* Económica 21: 286-311,
http://down.cenet.org.cn/upfile/34/20074410841130.pdf

Valencia, F. (2014): *Monetary policy, bank leverage, and financial stability*, Journal of Economic Dynamics and Control 47: 20-38, IMF;
http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11244.pdf

7. Anexos

A - Notas explicativas

Quando os fluxos anuais líquidos de ativos e capital próprio são negativos, verificou-se a necessidade de adequar fórmula de cálculo do RMA, por forma permitir a consistência na interpretação dos dados e na ordem de grandeza da informação. Assim, a fórmula de cálculo foi ajustada, de tal forma que o limite a partir do qual se admite níveis de alavancagem excessivos, se mantenha igual a 30.

Tabela 5 – Comparação das medidas do RMA
(Exemplo prático)

Fluxos anuais líquidos		RMA	
Ativos	CP	Ativos/CP	Ajustado
-30000	-1000	30	33
-30000	-600	50	20
-30000	-1000	30	33
-50000	-1000	50	20

Assinale-se que, quando é utilizada a fórmula de cálculo típica para o RMA, à medida que os fluxos anuais líquidos de capital próprio se tornam menos negativos, mantendo-se os fluxos anuais líquidos de ativos constantes, o indicador reporta um aumento na alavancagem (tabela 5), o que é incorreto.

Tabela 6 – Comparação das medidas do RMA para Portugal
(agosto e setembro de 2015, respetivamente)

Fluxos anuais líquidos		RMA	
Ativos	CP	Ativos/CP	Ajustado
-30566	-962	31.8	31.5
-26444	-396	66.8	15.0

Fonte: BCE, Cálculos dos autores.

Na tabela 6, é possível comprovar a importância de adequar o método de cálculo do RMA e interesse da metodologia adotada, dado que o RMA ajustado permite um retrato mais adequado das dinâmicas do sistema financeiro, contudo, somente no contexto das circunstâncias apresentadas. Em suma, ao invés de ser utilizado o rácio entre o total de ativos e capital próprio, acorre-se ao inverso desta medida. No contexto de fluxos anuais líquidos de ativos e capital próprio negativos esta medida regista a redução no capital próprio em proporção da diminuição dos ativos. A evolução da alavancagem é considerada excessiva se a redução nos capitais próprios corresponder a mais de 3% da redução no total de ativos, ou, por outras palavras, se a redução no total de ativos for menor que 30 vezes a redução do capital próprio.

Por forma a permitir a consistência do rácio marginal de alavancagem ao longo do tempo, multiplicamos esta medida por 10. Desta forma, o limite a partir do qual se pode inferir um excesso de alavancagem é igual a 30. Assim, é salvaguardada a utilidade do RMA enquanto utensilio capaz de detetar excessos de alavancagem ou desalavancagem, nas diversas conjunturas.

B – Dados: Rácio marginal de alavancagem

Tabela 7 - RMA

Rácio Marginal de Alavancagem			
	Portugal	Core	Periferia
dez-02	10.7	10.4	16.7
dez-03	7.5	18.7	23.6
dez-04	11.0	70.2	14.2
dez-05	5.4	31.7	16.5
dez-06	8.2	17.2	34.2
dez-07	21.1	21.0	16.7
dez-08	9.9	16.8	11.6
dez-09	7.0	-13.4	1.1
dez-10	9.7	1.3	0.5
dez-11	7.2	23.1	2.2
dez-12	-8.6	-4.9	0.5
dez-13	-15.6	-80.3	-16.4
dez-14	-6.3	13.3	-4.6
set-15	15.0	2.1	-8.9

Fonte: BCE, Cálculos dos autores

Iniciativas e Medidas Legislativas

1. Iniciativas

Iniciativa	Sumário
Reunião Conselho ECOFIN 8 de dezembro de 2015	Do debate ocorrido no Conselho ECOFIN de 8 de dezembro de 2015 destacam-se os seguintes temas: ▪ **Tributação das empresas**: O Conselho tomou um conjunto de decisões neste domínio, nomeadamente, *(i)* a adoção da alteração à Diretiva sobre cooperação administrativa em matéria fiscal por forma a incluir a troca de informação sobre *tax rulings*, no seguimento do acordo político alcançado na reunião de 6 de outubro e *(ii)* a adoção de decisões sobre a conclusão do acordo assinado com o Liechtenstein em outubro de 2015 e do acordo assinado com a Suíça em maio de 2015, bem como a assinatura de um acordo com São Marino, relativos a troca automática de informação sobre contas financeiras. O Conselho discutiu, ainda, outras medidas interrelacionadas tendo em vista a prevenção da evasão fiscal: *(i) adotou* conclusões sobre o futuro e o reforço do Código de Conduta sobre Tributação das Empresas, *(ii)* adotou conclusões sobre a implementação na UE das recomendações da OCDE sobre erosão da base tributável e transferência de lucros (*base erosion and profit shifting* - BEPS), e *(iii)* avaliou o ponto de situação das discussões técnicas sobre a proposta para uma base comum consolidada para o imposto sobre as sociedades na UE, em particular, no que se refere aos aspetos internacionais anti-BEPS nela contidos, tendo a Comissão anunciado a apresentação, no início de 2016, de um pacote de medidas, legislativas e não legislativas, anti-BEPS. ▪ **Governação Económica:** A Comissão apresentou a Análise Anual do Crescimento (*Annual Growth Survey*, AGS) e o Relatório sobre o Mecanismo de Alerta (*Alert Mechanism Report*, AMR), bem como um projeto de recomendação do Conselho sobre a política económica da área do euro. Há a referir que este projeto de recomendação surgiu antecipadamente face a anos anteriores, uma vez que se pretende que os estados-membros na elaboração dos seus programas de estabilidade ou convergência e nos seus programas nacionais de reformas tenham em conta a situação global da área do euro. No AGS, as três prioridades políticas para 2015 – investimento, reformas estruturais e responsabilidade orçamental – mantêm-se para 2016, a par das medidas preconizadas pelo Relatório dos Cinco Presidentes para o aprofundamento da União Económica e Monetária. O AMR, que passou a incluir 3 novos indicadores sociais, conclui que os desequilíbrios têm vindo a ser corrigidos, apesar de um ambiente económico ainda com desafios. Alemanha, Áustria, Bélgica, Bulgária, Croácia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Hungria, Irlanda, Itália, Países Baixos, Portugal, Roménia, Reino Unido e Suécia integram a lista de estados-membros que a Comissão propõe para uma Análise Aprofundada (*In-Depth Review*, IDR). Para a área euro, a proposta da Comissão é a de que o Conselho recomende: (i) a prossecução de políticas que apoiem a retoma económica, promovam a convergência, facilitem a correção dos desequilíbrios macroeconómicos e melhorem a capacidade de ajustamento; (ii) a implementação de reformas ao nível do mercado de trabalho; (iii) a manutenção de uma política orçamental globalmente neutra; e (iv) facilitação da redução gradual do crédito mal parado e melhoria dos processos de insolvência de empresas e famílias. ▪ **Flexibilidade do Pacto de Estabilidade e Crescimento:** No seguimento da Comunicação da Comissão Europeia de 13 de janeiro, "*Making the Best Use of the Flexibility Within the Existing Rules of the Stability and Growth Pact*", e

Iniciativa	Sumário
	dos trabalhos técnicos que se lhe seguiram, o Conselho tomou nota da posição comum acordada entre os estados-membros relativamente à forma como as condições cíclicas, as reformas estruturais e o investimento serão tidos em conta na aplicação dos requisitos do Pacto de Estabilidade de Crescimento (PEC). Este acordo, que não compromete a exigência de sustentabilidade das finanças públicas, deverá ser traduzido numa alteração ao Código de Conduta relativo ao PEC. ▪ **Estatísticas Europeias:** O Conselho adotou conclusões sobre o desenvolvimento das estatísticas da União Europeia onde reconhece o progresso ocorrido em termos de modernização do Sistema Estatístico Europeu. Foi, igualmente, endossado um relatório anual sobre requisitos de informação estatística no âmbito da União Económica e Monetária. ▪ **Titularização**: O Conselho chegou a acordo sobre uma orientação geral quanto a dois Regulamentos destinados a facilitar o desenvolvimento de um mercado de titularização na Europa: um que estabelece regras relativas à titularização e critérios para definir uma titularização simples, transparente e normalizada (STS, na sigla inglesa) e outro que altera o Regulamento 575/2013 relativo aos requisitos de fundos próprios dos bancos. O primeiro estabelece um quadro comum de regras aplicáveis a todas as titularizações, assegurando a coerência e a convergência das regras que se encontram dispersas por diversos atos jurídicos, e define os critérios para uma titularização STS; o segundo prevê um tratamento prudencial mais sensível ao risco para as titularizações STS. Portugal apoia o objetivo de revitalização do mercado de titularizações, no contexto do estímulo a um mercado de capitais integrado que possa melhorar o acesso ao financiamento, reduzir a fragmentação e diversificar as fontes de financiamento, assegurando ao mesmo tempo um nível apropriado de proteção do investidor. Contudo, Portugal assinalou desde o início a necessidade de eliminar significativamente a dependência das agências de notação externa na definição de requisitos de capital, considerando-se, pois, que o acordo obtido, apesar de constituir uma melhoria face à atual situação, é pouco ambicioso nesta matéria. No domínio dos serviços financeiros, destaca-se ainda a adoção: ▪ pelo COREPER, no dia 9 de dezembro, do compromisso alcançado previamente com o Parlamento Europeu quanto à proposta de Regulamento relativo aos índices utilizados como índices de referência (*benchmarks*) no quadro de instrumentos e contratos financeiros; ▪ pelo Conselho, no dia 14 de dezembro, do texto final da Diretiva relativa à distribuição de seguros, o qual foi aprovado pelo Parlamento Europeu a 24 de novembro.
Orçamento de Estado Retificativo para 2015 Conselho de Ministros de 21 de dezembro	A 19 de dezembro de 2015, o Banco de Portugal, na sua qualidade de Autoridade de Resolução, decidiu aplicar ao Banif uma medida de resolução, acompanhada da venda imediata de um conjunto de ativos e passivos a um terceiro, pelo que se torna necessário financiar a referida operação, bem como dotar o Fundo de Resolução dos meios indispensáveis a garantir o exercício das suas responsabilidades de financiamento. Tal operação, que não se encontra prevista, em montante suficiente, no Orçamento de Estado para 2015, implica um aumento do montante total das despesas no programa orçamental e envolve um acréscimo dos respetivos limites do endividamento líquido fixados na Lei do Orçamento de Estado para 2015. Neste contexto, o Conselho de Ministros aprovou a primeira alteração à Lei n.º 82-B/2014, de 31 de dezembro, que aprova o Orçamento do Estado para 2015.

Iniciativa	Sumário
Pacote Rendimento Conselho de Ministros de 17 de dezembro	Aprovou um conjunto de medidas no âmbito da política de relançamento da economia assumida como prioridade pelo XXI Governo Constitucional. A estas medidas acrescem outras em processo de aprovação na Assembleia da República ou de negociação em sede de Comissão Permanente de Concertação Social. O «Pacote Rendimento», que inicia a devolução de rendimentos às famílias, integra o seguinte conjunto de medidas: • A atualização do valor das pensões do regime geral e do regime de proteção social; • A reposição do valor de referência do CSI (Complemento Solidário para Idosos); • A reposição do valor de referência do RSI (Rendimento Social de Inserção) e a reposição das escalas de equivalência; • O aumento dos três primeiros escalões do abono de família. Estas primeiras medidas de recuperação de rendimentos das famílias beneficiarão 440 mil portugueses em resultado da reposição dos mínimos sociais e mais de 1,1 milhão de crianças em resultado do aumento do abono de família. Serão ainda atualizados 2 milhões de pensões do Regime de Segurança Social e 120 mil pensões do regime da CGA.
Pacote Investimento Conselho de Ministros de 17 de dezembro	Aprovou um «Pacote Investimento», com o objetivo de dinamizar a economia real, reduzir o sobre-endividamento e promover a capitalização das empresas. Neste sentido, foi criada uma Estrutura de Missão para a Capitalização das Empresas que irá proceder à inventariação e proposta de soluções concretas de diversificação das fontes de financiamento das empresas portuguesas, de modo a robustecer a sua saúde financeira e revitalizar o tecido produtivo nacional. Esta Estrutura de Missão termina os seus trabalhos em março de 2017 e não prevê custos adicionais, considerando que os membros que a integram não serão remunerados e que o apoio será feito por funcionários da Administração Pública.
Medidas adicionais que permitam a saída de Portugal do procedimento por défices excessivos Conselho de Ministros de 10 de dezembro	Analisou a execução orçamental de 2015 e constatou a necessidade da implementação de medidas adicionais que permitam a saída de Portugal do procedimento por défices excessivos. O Conselho de Ministros decidiu empreender todas as ações necessárias ao cumprimento desse objetivo, determinando o reforço da contenção do lado da despesa. Em particular, determinou: • O congelamento de processos pendentes de descativações e transições de saldo de gerência não urgentes; • A redução dos fundos disponíveis das administrações públicas para 2015 em 46 milhões de euros; • A não assunção de novos compromissos financeiros não urgentes.
Orçamento do Estado para 2016 Conselho de Ministros de 10 de dezembro	Definiu os procedimentos a seguir para a elaboração da proposta de Orçamento do Estado para 2016, tendo em conta a urgência com que o Governo pretende concluir o documento.

2. Seleção de Medidas Legislativas

ASSUNTO/DIPLOMA	DESCRIÇÃO
Política Orçamental Decreto-Lei n.º 253/2015 - Diário da República n.º 254/2015, Série I de 2015-12-30	Estabelece o regime de execução orçamental duodecimal entre 1 de janeiro de 2016 e a entrada em vigor da Lei do Orçamento de Estado para 2016.
Política Orçamental Regional Decreto Legislativo Regional n.º 17/2015/M - Diário da República n.º 254/2015, Série I de 2015-12-30	Aprova o Orçamento da Região Autónoma da Madeira para 2016.
Investimento Público Regional Resolução da Assembleia Legislativa da Região Autónoma da Madeira n.º 14/2015/M - Diário da República n.º 254/2015, Série I de 2015-12-30	Aprova o Plano e Programa de Investimentos e Despesas de Desenvolvimento da Administração da Região Autónoma da Madeira para o ano de 2016.
Política Pública de transportes Resolução da Assembleia da República n.º 148/2015 - Diário da República n.º 253/2015, Série I de 2015-12-29	Plano Ferroviário Nacional.
Política Pública de transportes Resolução da Assembleia da República n.º 149/2015 - Diário da República n.º 253/2015, Série I de 2015-12-29	Urgente construção integral do IC35.
Política Pública de transportes Resolução da Assembleia da República n.º 150/2015 - Diário da República n.º 253/2015, Série I de 2015-12-29	Recomenda prioridade na construção do IC35 (Penafiel - Entre-os-Rios).
Contratação Pública Decreto Legislativo Regional n.º 27/2015/A - Diário da República n.º 253/2015, Série I de 2015-12-29	Aprova o regime jurídico dos contratos públicos na Região Autónoma dos Açores.
Política Pública de transportes Resolução da Assembleia da República n.º 145/2015 - Diário da República n.º 252/2015, Série I de 2015-12-28	Recomenda ao Governo a revogação e a reversão das subconcessões dos sistemas de transporte da empresa Metro do Porto, S. A. e da Sociedade de Transportes Coletivos do Porto, S. A..
Política Pública de transportes Resolução da Assembleia da República n.º 146/2015 - Diário da República n.º 252/2015, Série I de 2015-12-28	Recomenda ao Governo a anulação da subconcessão dos sistemas de transporte da Companhia Carris de Ferro de Lisboa, S. A. (CARRIS, S. A.) e do Metropolitano de Lisboa, E. P. E. (ML, E. P. E.).
Política pública de saúde Resolução da Assembleia da República n.º 147/2015 - Diário da República n.º 252/2015, Série I de 2015-12-28	Construção urgente do Hospital no Concelho do Seixal.
Participação da Agência para o Desenvolvimento e Coesão em fundos de capital de risco Despacho n.º 13728-E/2015 - Diário da República n.º 231/2015, 1º Suplemento, Série II de 2015-11-25	Autoriza a Agência para o Desenvolvimento e Coesão, I. P., a assumir a qualidade de entidade participante no Fundo de Capital e Quase Capital e no Fundo de Dívida e Garantia..
Cargos de direção superior na AP Despacho n.º 14677/2015 - Diário da República n.º 242/2015, Série II de 2015-12-11	Regulamento de tramitação dos procedimentos de recrutamento e seleção dos cargos de direção superior na administração pública.
Regulamento da CRESAP Despacho n.º 14678/2015 - Diário República n.º 242/2015, Série II de 2015-12-11	Regulamento Interno da Comissão de Recrutamento e Seleção da Administração Pública.
Grupo de Trabalho para avaliação dos impactos da crise da Volkswagen	Atualização do Despacho n.º 11428/2015, de 8 de outubro, publicado no Diário da República, 2.ª série, n.º 200, de 13 de

ASSUNTO/DIPLOMA	DESCRIÇÃO
Despacho n.º 14679/2015 - Diário da República n.º 242/2015, Série II de 2015-12-11	outubro, onde foi criado um Grupo de Trabalho com o objetivo de antecipar os impactos da crise da Volkswagen.
Inovação na AP Resolução da Assembleia da República n.º 140/2015 - Diário da República n.º 243/2015, Série I de 2015-12-14	Recomenda ao Governo a promoção de uma estratégia setorial e transversal de modernização administrativa com vista à salvaguarda de um Estado forte, inteligente e moderno.
Lei Orgânica do XXI Governo Decreto-lei n.º 251-A/2015 - Diário da República n.º 246/2015, 1º Suplemento, Série I de 2015-12-17	Aprova a Lei Orgânica do XXI Governo Constitucional.
Regimento do Conselho de Ministros Resolução do Conselho de Ministros n.º 95-A/2015 - Diário da República n.º 246/2015, 1º Suplemento, Série I de 2015-12-17	Aprova o Regimento do Conselho de Ministros do XXI Governo Constitucional.
Capitalização de Empresas Resolução do Conselho de Ministros n.º 100/2015 - Diário da República n.º 250/2015, Série I de 2015-12-23	Cria uma estrutura temporária de projeto designada por Estrutura de Missão para a Capitalização de Empresas.

Lista de Acrónimos

Lista de Acrónimos

Siglas	Descrição
ACAP	Associação do Comércio Automóvel de Portugal
ADSE	Direção-geral de Proteção Social aos Funcionários e Agentes da Administração Pública
AL	Administração Local
AR	Administração Regional
BCE	Banco Central Europeu
BEA	*Bureau of Economic Analysis*
BGFRS	*Board of Governors of the Federal Reserve System*
BLS	*Bureau of Labour Statistic*
BP	Banco de Portugal
BT	Bilhetes do Tesouro
BVLP	Bolsa de Valores de Lisboa e Porto
CE	Comissão Europeia
CEDIC	Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo
CGA	Caixa Geral de Aposentações
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
COGJ	*Cabinet Office Government of Japan*
DGEG	Direção-geral de Energia e Geologia
DGO	Direção-geral do Orçamento
DGT	Direção-geral do Tesouro
EPA	*Economic Planning Agency*
Eurostat	Instituto de Estatística da UE
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSO	Instituto Nacional de Estatística da Alemanha
GEE	Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia
GPEARI	Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais do Ministério das Finanças
IEFP	Instituto de Emprego e Formação Profissional
IGCP	Instituto de Gestão do Crédito Público
IGFSS	Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
INE	Instituto Nacional de Estatística
INSEE	Instituto Nacional de Estatística da França
IPC	Índice de Preços no Consumidor
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
IRS	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
IS	Imposto do Selo
ISM	*Institute for Supply Management*
ISP	Imposto sobre os Produtos Petrolíferos e Energéticos
ISTAT	Instituto Nacional de Estatística da Itália
ISV	Imposto sobre Veículos

Siglas	Descrição
IUC	Imposto Único de Circulação
IVA	Imposto sobre o Valor Acrescentado
MC	*Ministry of Commerce of China*
Michigan	Universidade de Michigan
NBSC	*National Bureau of Statistics of China*
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OE	Orçamento do Estado
ONS	Instituto Nacional de Estatística do Reino Unido
OT	Obrigações do Tesouro
PIB	Produto Interno Bruto
SDDS	*Special Data Dissemination Standard*
SFA	Serviços e Fundos Autónomos
SNS	Serviço Nacional de Saúde
SS	Segurança Social
UE	União Europeia
VAB	Valor Acrescentado Bruto
Yahoo	*Finance Yahoo*

Siglas	Unidades
%	Percentagem
p.p.	Pontos percentuais
p.b.	Pontos base
EUR/USD	Dólar americano por euros
EUR/GBP	Libra esterlina por euros
MM3	Médias móveis de três termos
SRE	Saldo de respostas extremas
VA	Valores acumulados
VC	Variação em cadeia
VCS	Valor corrigido de sazonalidade
VE	Valor efetivo
VH	Variação homóloga
VHA	Variação homóloga acumulada
VITA	Variação intertabelas anualizada. Refere-se a Instrumentos de Regulamentação Coletiva de Trabalho publicados desde o início do ano até ao mês em referência e com início de eficácia no respetivo ano

Notas Gerais

Unidade – unidade/medida em que a série se encontra expressa.
: representa valor não disponível.
- não se aplica.