

PORTUGAL – DÉFICE CUMPRIDO, MAS... DÍVIDA PÚBLICA CONTINUA A ESCALAR

Segundo o apuramento preliminar das contas públicas relativamente a 2014, o saldo orçamental situou-se em valores mais favoráveis que o orçamentado (défice de 4.5% do PIB face a estimativa de 4.8%). Excluindo operações extraordinárias ou não recorrentes, o déficit ficou mesmo abaixo de 4%, fixando-se em 3.7% do PIB excluindo as operações de financiamento do Estado à STCP e à Carris (cerca de 1.49 mil milhões de euros). Acresce referir o reforço do saldo primário excedentário, de 0.1% para 0.4% do PIB, mantendo valores positivos pelo segundo ano consecutivo, o que acontece pela primeira vez desde 1997. Apesar deste bom desempenho, verifica-se que o rácio da dívida pública continua a aumentar e foi mesmo revisto em alta face aos valores anteriormente avançados pelo Banco de Portugal (de 128.8% para 130.2%). Refira-se que alguns factores atenuam e justificam parcialmente esta nova derrapagem: impacto da desvalorização do euro no financiamento obtido em moeda estrangeira, a significativa almofada financeira ou mesmo as diferenças entre a estimativa e os valores revistos do PIB nominal. Todavia, esta evolução não deixa de ser preocupante na medida em que a evidência do início do movimento de inversão do rácio da dívida pública (num processo que se pretende sustentado) seria um importante sinal de que os ajustamentos estruturais estão a surtir efeito, para além de constituir um factor certamente relevante para a reavaliação da notação de *rating* da República Portuguesa. Efectivamente, o sector público é o único que ainda não ajustou em termos de grau de alavancagem: os rácios de endividamento do sector privado – empresas não financeiras e famílias – continuam paulatinamente a descer e estão já distantes dos máximos enquanto a necessidade de financiamento do Estado permanece significativamente elevada, alimentando o ciclo de expansão da dívida pública. Ainda assim, ressalva-se o importante movimento de reconhecimento de responsabilidades contingentes pela Administração pública nos últimos anos, justificando parcialmente o aumento do rácio da dívida desde 2010. A este propósito, refira-se que a Alemanha é o país onde o peso das responsabilidades contingentes no PIB é maior, no contexto da UE, cerca de 145% do PIB, face a 70% em Portugal. Tendo presente esta situação, analisam-se em seguida algumas tendências observadas nas contas públicas portuguesas em 2014.

1. Resultados em Contabilidade Nacional

Segundo a informação disponibilizada pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), o saldo orçamental situou-se em 4.5% do PIB. Este é um valor ainda provisório, na medida em que não está fechada a forma de contabilização do financiamento do Fundo de Resolução ao Novo Banco que decorreu da decisão de resolução do BES, em Agosto de 2014. Ainda que sendo um valor provisório, importa comparar as estimativas agora apuradas com os valores orçamentados, designadamente a previsão incluída no Orçamento de Estado para 2015, apresentado no passado mês de Outubro. Verifica-se que praticamente não houve discrepâncias relativamente à receita fiscal apesar do comportamento díspar de impostos directos e indirectos. Todavia, a receita pública no seu conjunto desiludiu, registando menos 1.2 mil milhões de euros que o previsto graças a praticamente todas as rubricas, com excepção dos impostos indirectos. A evolução da despesa mais que compensou a derrapagem da receita, ficando aquém do orçamentado em 1.8 mil milhões de euros e permitindo a melhoria do saldo orçamental face às projecções no OE2015 de cerca de 514 milhões de euros.

Contas das administrações públicas (óptica da contabilidade nacional)

	2014 observado (1)	2014 - Estimativa OE2015 (2)	Observado-Estimativa OE15 (1-2)	2015 (Prev. OE2015) (3)	Variação em 2015	
					face a estimativa (3/2)	face ao valor observado (3/1)
Receita corrente	75,740.8	76,619.6	-878.8	79,047.0	3.2%	4.4%
Receita fiscal	43,538.3	43,552.0	-13.7	45,729.0	5.0%	5.0%
Impostos s/ produção e importação	24,616.8	24,458.0	158.8	26,380.0	7.9%	7.2%
Impostos correntes s/ rendimento, património	18,921.6	19,094.0	-172.4	19,349.0	1.3%	2.3%
Contribuições sociais	20,512.7	20,702.0	-189.3	21,089.0	1.9%	2.8%
Outra receita corrente	11,689.8	12,365.6	-675.8	12,229.0	-1.1%	4.6%
Receita de capital	1,271.1	1,676.0	-404.9	1,722.0	2.7%	35.5%
Receita total	77,011.9	78,295.6	-1,283.7	80,769.0	3.2%	4.9%
Despesa corrente	79,272.9	79,776.0	-503.1	80,610.0	1.0%	1.7%
Consumo intermédio	10,193.9	10,146.0	47.9	10,509.0	3.6%	3.1%
Despesas com pessoal	20,481.5	19,971.0	510.5	19,681.0	-1.5%	-3.9%
Prestações sociais	34,092.2	34,188.0	-95.8	34,709.0	1.5%	1.8%
Subsídios	1,164.3	1,401.0	-236.7	975.0	-30.4%	-16.3%
Juros	8,580.3	8,787.0	-206.7	8,886.0	1.1%	3.6%
Outra despesa corrente	4,760.7	5,283.0	-522.3	5,850.0	10.7%	22.9%
Despesa de capital	5,561.4	6,856.0	-1,294.6	5,019.0	-26.8%	-9.8%
Formação bruta de capital	3,504.2	4,296.0	-791.8	4,373.0	1.8%	24.8%
Outras despesas de capital	2,057.2	2,560.0	-502.8	646.0	-74.8%	-68.6%
Despesa total	84,834.2	86,632.0	-1,797.8	85,629.0	-1.2%	0.9%
Saldo Global	-7,822.3	-8,336.4	514.1	-4,860.0	-41.7%	-37.9%

Fonte: INE, Ministério das Finanças, BPI calc.

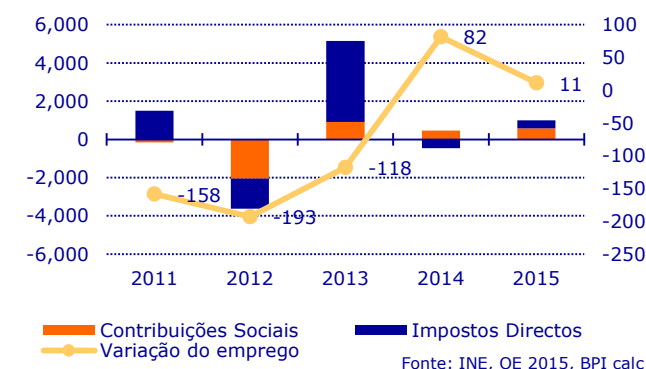
TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL – DÉFICE CUMPRIDO, MAS... DÍVIDA PÚBLICA CONTINUA A ESCALAR (cont.)

• As metas para execução do orçamento de 2015 tornam-se assim mais exigentes pelo lado da receita – para cumprir o objectivo terá que aumentar 4.9% e não 3.2% - e mais fáceis de cumprir pelo lado da despesa, pois o cumprimento do OE acomoda um aumento de 0.9% face a uma previsão inicial de encolhimento de 1.2%. Os objectivos pelo lado da receita poderão também revelar-se optimistas atendendo ao comportamento esperado quer da procura interna quer do emprego. Efectivamente, o contributo da procura interna para o crescimento deverá manter-se positivo mas espera-se que seja inferior aos valores registados em 2014 (previsão do BPI); todavia, projecta-se um aumento da arrecadação em sede de impostos indirectos de 1.8 mme face a uma variação de 1.2 mme em 2014. Relativamente à tributação em sede de impostos directos e contribuições para a Segurança Social, ainda que o acréscimo esperado seja moderado, a geração de postos de trabalho deverá ficar aquém da melhoria registada em 2014, dificultando o alcance da meta.

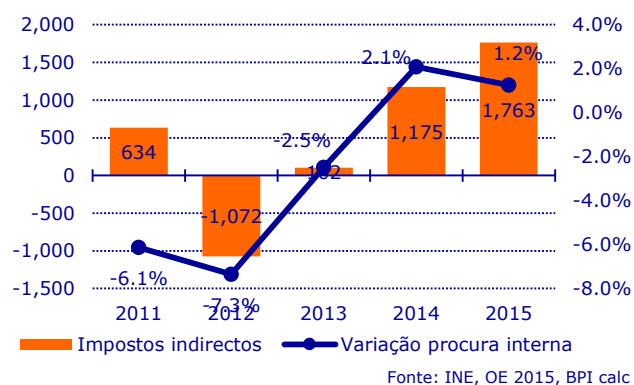
Receita de Impostos & Contribuições vs Emprego

(milhões de euros, milhares de indiv.)



Receita de Impostos Indirectos vs Procura Interna

(milhões de euros, var. anual %)



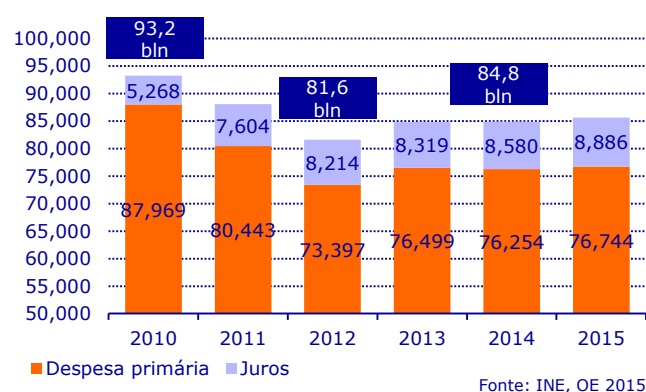
...Análise de algumas tendências

Destacam-se algumas observações:

- A despesa pública atingiu um mínimo absoluto de 81.6 mme em 2012 e desde então tem vindo a aumentar, situando-se em 84.8 mme em 2014.
- Em termos de grandes rubricas, verifica-se que este aumento se fica sobretudo a dever ao acréscimo da parcela de juros (muito expressiva se o ponto de referência for 2010), embora em 2013 se tenha registado também aumento da despesa corrente. Em 2014, a despesa corrente praticamente estabilizou.
- Pelo lado da receita, tem-se verificado o aumento da carga fiscal, de 35% em 2007 para cerca de 37% em 2014.
- Ainda na óptica da despesa, e em termos da sua estrutura, verifica-se que o envelhecimento da população e o aumento do desemprego e das dificuldades sociais justificaram o acréscimo do peso das prestações sociais, de 35% para 40% da despesa no espaço de uma década. Por outro lado, as despesas com pessoal registaram a evolução oposta, encolhendo o seu peso na despesa de 31% para 24%; a parcela de juros da dívida passou de 5% para 10%; e o Investimento caiu de 9% para 4% da despesa.

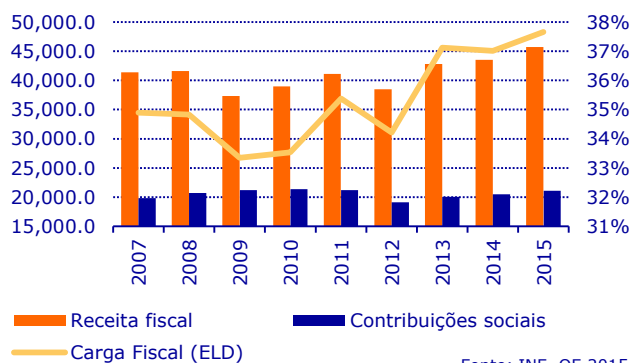
Despesa Pública

(Milhões de euros)



Receita de Impostos & Contribuições SS

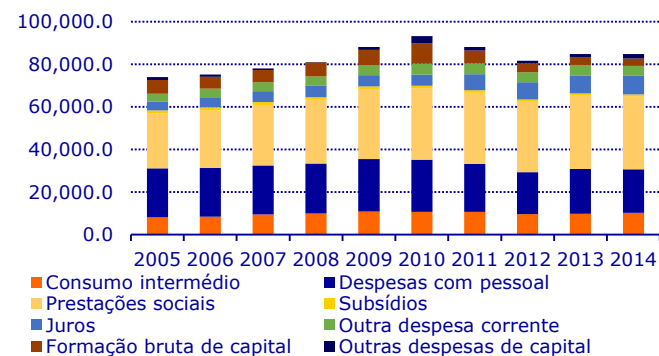
(Milhões de euros; % do PIB)



PORTUGAL – DÉFICE CUMPRIDO, MAS... DÍVIDA PÚBLICA CONTINUA A ESCALAR (cont.)

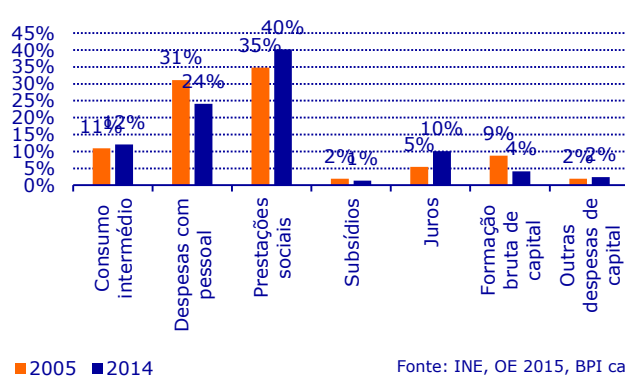
A estrutura da despesa reflecte o envelhecimento da população e o esforço de consolidação...

(milhões de euros)



...para além do aumento da parcela dos juros e da queda do Investimento público

(peso na despesa total)

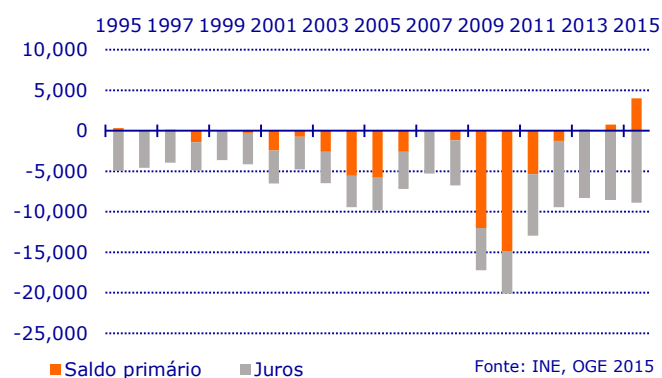


...Os juros e a dívida

- Relativamente à parcela de juros da Dívida Pública, para além do aumento do seu peso no total da despesa pública, releva também o seu acréscimo em proporção da riqueza gerada. Efectivamente, a parcela de juros ascendeu em 2014 a 5.1% do PIB, que contrasta com 2.6%, valor mínimo observado no início da década de 2000. Desde 2012, o peso relativo dos juros regressou assim ao patamar que se registava antes da adesão à UEM, em 1995, apesar das taxas de juro de referência se encontrarem em níveis mínimos históricos.

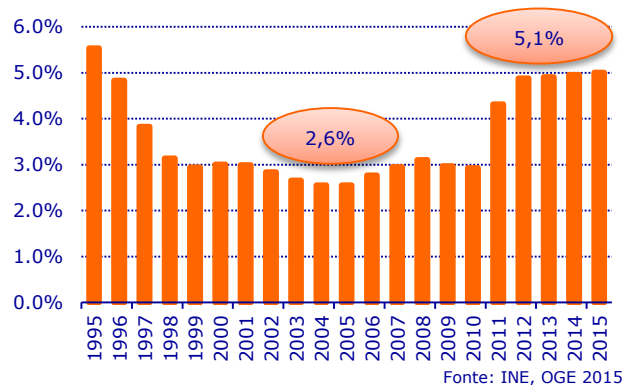
Saldo Orçamental

(milhões de euros)



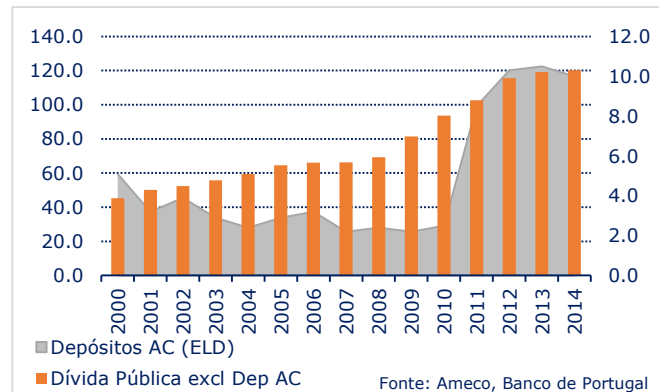
Encargos com a Dívida

(% do PIB)



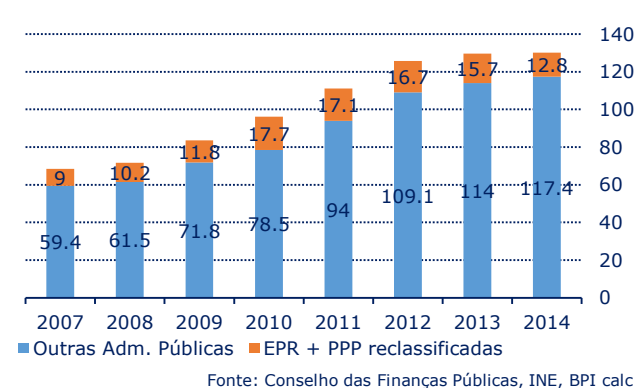
Dívida pública e depósitos da Administração Central

(% do PIB; % do PIB)



Dívida pública - o efeito da reclassificação de empresas públicas e reconhecimento de dívida

(% do PIB)



TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL – DÉFICE CUMPRIDO, MAS... DÍVIDA PÚBLICA CONTINUA A ESCALAR (cont.)

• No que diz respeito à dívida pública, caso a totalidade dos depósitos da Administração Central fosse utilizada para amortização de financiamento, ainda assim, o rácio superaria 120% do PIB em 2014, tendo aumentado em relação ao ano anterior. Por outro lado, verifica-se que parte dos acréscimos do rácio de dívida pública se ficaram a dever à reclassificação de empresas públicas, que passaram a integrar o perímetro das Administrações Públicas, tendo progressivamente substituído a dívida financeira por dívida ao estado.

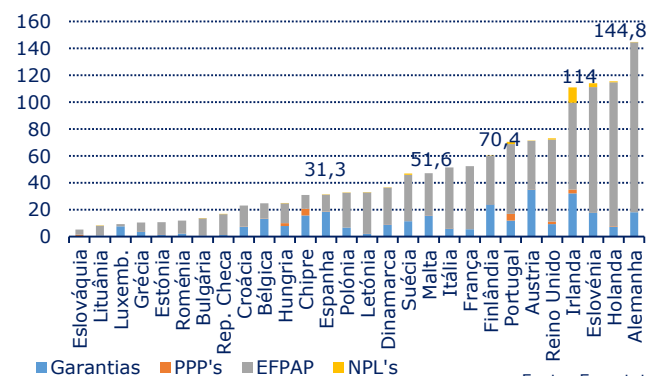
...As responsabilidades contingentes

Importa notar que, tal como salienta o Conselho de Finanças Públicas *, a dívida pública não contempla todas as responsabilidades das Administrações Públicas, nomeadamente as contingentes. “Estas integram as garantias do Estado, as responsabilidades fora do balanço relacionadas com Parcerias Público-Privadas (PPP), as responsabilidades por operações de Empresas Públicas não Reclasseificadas (EPNR) e o crédito de cobrança duvidosa concedido pelas AP.” **Em 2013, segundo uma publicação recente pelo Eurostat, em Portugal estas ascendiam a 70.4% do PIB**, sendo 5% respeitante a responsabilidades derivadas de contractos PPP's, 11.9% devidos a garantias concedidas pelo Estado e 59.2% devido a passivos de entidades públicas fora do perímetro da AP. Tal como salienta o Eurostat, as responsabilidades referidas (ver gráfico seguinte) são contingentes, isto é, por natureza são responsabilidades e passivos potenciais e não efectivos. Há ainda que ter em conta outros aspectos na análise, nomeadamente no que diz respeito aos passivos de entidades fora do perímetro da AP (EFPAP). Designadamente, a informação não é consolidada, pelo que pode haver dívida intersectorial que deveria ser anulada; em segundo lugar, a recolha de responsabilidades não tem em conta o activo. Este é um aspecto importante caso as entidades fora do perímetro das AP incluam instituições financeiras (CGD, por exemplo) que têm tipicamente significativos activos financeiros; neste caso, os passivos representam em grande maioria depósitos de clientes.

Outro tipo de responsabilidade contingente é o crédito mal parado, que pode representar uma perda para o Estado se os créditos não forem pagos (NPL's); repare-se que a Irlanda apresenta uma elevada parcela deste tipo de responsabilidades contingentes, 11.4% do PIB. A Irlanda é também o país que mais responsabilidades potenciais apresenta sob a forma de garantias concedidas pelo Estado, 32.1% do PIB (Portugal regista 11.2%). Apesar das limitações da análise e da necessidade de ser complementada com mais informação para ser conclusiva, não deixa de ser curioso o rácio total das responsabilidades públicas contingentes na Alemanha: 144.8% do PIB; em Espanha, 31%.

As responsabilidades contingentes: o que permanece fora da dívida pública

(% do PIB)



Fonte: Eurostat

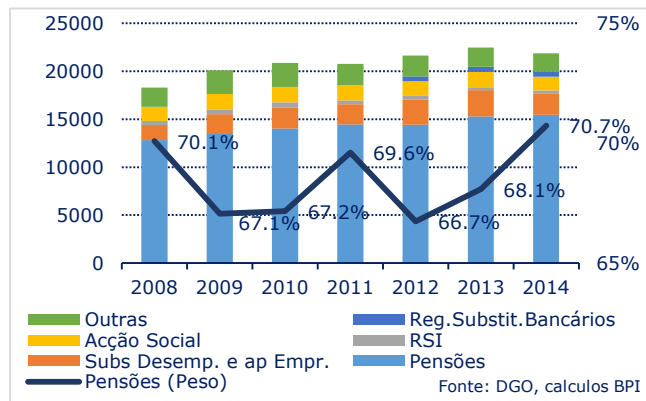
2. A execução ao longo do ano – sinais e pistas para 2015

A análise à execução orçamental numa óptica de caixa (contabilidade pública) permite uma observação mais detalhada do comportamento das principais rubricas ao longo do ano, possibilitando também detectar eventuais tendências (ou alterações de tendência) que possam dar pistas para o ano de 2015. Assim, verifica-se que também nesta óptica, a apreciação global é favorável, pois o saldo encolheu cerca de 1.7 mil milhões de euros (1% do PIB) e, tal como em Contabilidade Nacional, o saldo primário foi positivo (1.1% do PIB) (fora negativo em 2013, nesta óptica).

Adicionalmente, verifica-se que mais de 2/3 da consolidação foi alcançada pela redução da despesa, ainda que 60% dessa redução se tenha ficado a dever à queda das Despesas de Capital (investimento público) e apenas 40% à redução da despesa corrente; a parcela restante da consolidação ficou-se totalmente a dever ao aumento da receita fiscal.

Em 2014, a despesa c/ pensões aumentou 1.1% e superou 70% das prestações sociais

(% do PIB)



Fonte: DGO, calculos BPI

* Finanças Públicas – Situação e Condicionantes: 2005-19, http://www.cfp.pt/wp-content/uploads/2015/03/CFP-REL-03-2015_PT.pdf

PORTUGAL – DÉFICE CUMPRIDO, MAS... DÍVIDA PÚBLICA CONTINUA A ESCALAR (cont.)

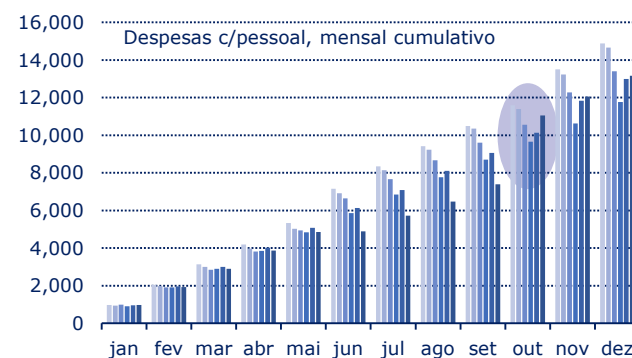
Apesar da apreciação globalmente favorável – saldo deficitário encolheu, obteve-se excedente primário – ao longo do ano, sobretudo na segunda metade começou a ser evidente pressão ascendente no andamento de algumas rúbricas da despesa, designadamente despesas com pessoal (no conjunto do ano aumentaram 0.9% no sector Estado apesar da queda superior a 3% nos primeiros 5 meses), e nas prestações sociais (entre Julho e Novembro, os pagamentos com pensões aumentaram entre 3 e 4%, em termos homólogos). No conjunto do ano, os encargos com pagamentos de pensões aumentaram cerca de 160 milhões de euros, mais cerca de 1.1% face ao ano anterior. Verificou-se ainda que as pensões excederam 70% do conjunto das prestações sociais.

Estas evoluções reflectem sobretudo a alteração da legislação aplicável pois em final de Maio o Tribunal Constitucional declarou a inconstitucionalidade de três normas do OE 2014 referentes à redução dos salários de funcionários públicos, entre 2.5% e 12%, aplicável aos vencimentos superiores a 675 euros; aplicação de taxas de redução de 5% e 6% à contribuição sobre taxas de subsidio de doença e de desemprego; alteração nas regras de cálculos das pensões de sobrevivência da CGA e da Segurança Social.

Ou seja, a consolidação fiscal pelo lado da despesa aparenta ter sido feita com pouca sustentabilidade, tanto mais que não deverá ser possível continuar a recorrer a quedas substanciais do investimento público num contexto em que a formação bruta de capital ao nível nacional está em mínimos históricos (em torno de 15% do PIB) e o investimento líquido é negativo. Pelo que para garantir os objectivos de redução do défice e da dívida (sobretudo a partir de 2015) e de finalização do Procedimento por Défices Excessivos, serão provavelmente necessárias medidas complementares.

A partir de Out. de 2014 começou a ser evidente alguma pressão ascendente sob os custos c/ pessoal

(milhões de euros)



Fonte: DGO, BPI

TEMAS EM DESTAQUE

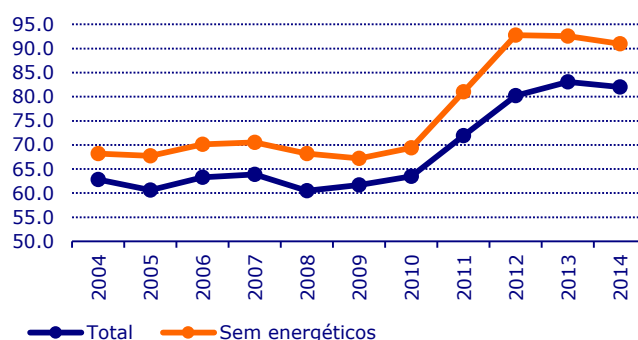
COMÉRCIO INTERNACIONAL EM PORTUGAL

Tendências em 2014

O INE actualizou a informação estatística do comércio externo de mercadorias de Portugal para o ano de 2014, de onde se realça um aumento das exportações e importações de 2.0% e 3.3% y/y, respectivamente. Do lado das exportações, os bens de consumo registaram a variação positiva mais assinalável (9.3% y/y), enquanto as exportações de combustíveis, face à queda dos preços do petróleo nos mercados internacionais na segunda metade do ano, diminuíram 19.1%. Ao mesmo tempo, a queda dos preços da commodity resultou num decréscimo de 8.1% das importações de combustíveis, enquanto as de materiais de transporte registaram um aumento muito assinalável de 20.9% y/y. Excluindo os combustíveis, as exportações aumentaram 4.3% y/y e as importações 6.1% y/y, reflectindo-se num aumento do peso das importações e das exportações excluindo os combustíveis de 81% em 2013 para 83% em 2014 no primeiro caso, e de 90% para 92% no segundo. A taxa de cobertura das importações pelas exportações atingiu 82% em 2014, face a 83% em 2013.

Evolução da taxa de cobertura das importações pelas exportações de mercadorias

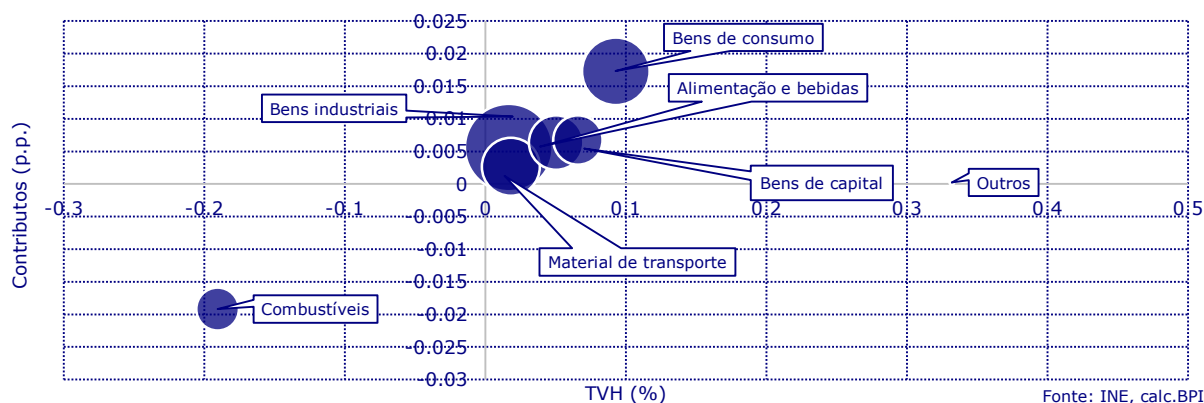
(percentagem)



Fonte: GEE, calc.BPI

Contributos para o crescimento das exportações por grupo de produtos (2014)

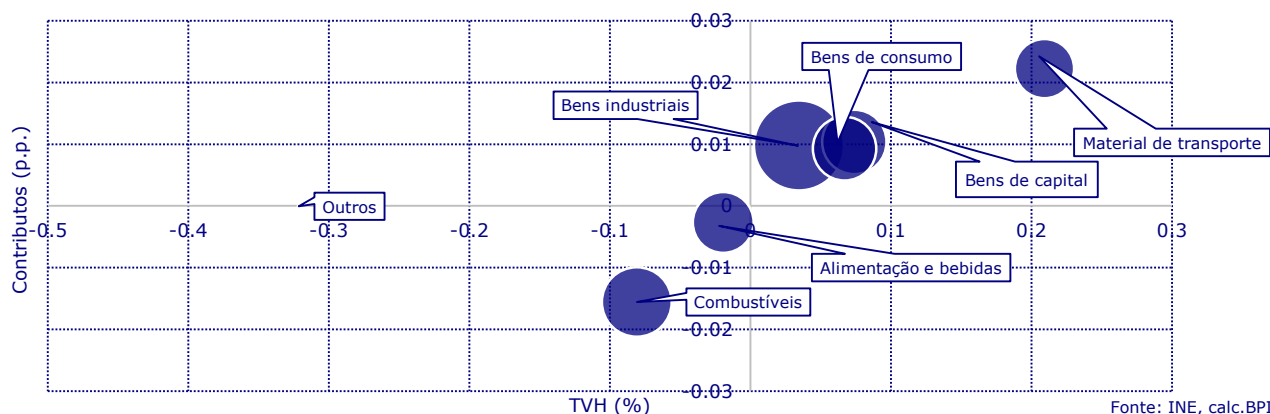
(pontos percentuais; percentagem)



Fonte: INE, calc.BPI

Contributos para o crescimento das importações por grupo de produtos (2014)

(pontos percentuais; percentagem)



Fonte: INE, calc.BPI

COMÉRCIO INTERNACIONAL EM PORTUGAL (cont.)

O principal parceiro comercial de Portugal continuou a ser Espanha, com um peso de cerca de 33% do total importado (um aumento de 4.2% em relação a 2013) e de 24% do total das exportações (aumento de 1.6% y/y). Angola, por outro lado, é o principal parceiro fora da União Europeia, embora em 2014 as importações provenientes deste país tenham reduzido em quase 40% face a 2013. Em relação às exportações, este país regista um peso de 6.6% do total das exportações portuguesas, um aumento de 2.0% face a 2013.

Importações de bens, preços correntes

(EUR milhões)					
	2013	Peso	2014	Peso	tvh
Por produto:					
Bens industriais	16,194	28.5%	16,752	28.5%	3.4%
Bens de consumo	7,991	14.0%	8,582	14.6%	7.4%
Material de transporte	6,049	10.6%	7,314	12.4%	20.9%
Bens de capital	7,872	13.8%	8,399	14.3%	6.7%
Combustíveis	10,950	19.2%	10,064	17.1%	-8.1%
Alimentação e bebidas	7,837	13.8%	7,685	13.1%	-1.9%
Outros	12	0.0%	8	0.0%	-32.1%
Por país:					
Intra-U.E.					
Espanha	18,336	32.2%	19,109	32.5%	4.2%
Alemanha	6,466	11.4%	7,266	12.4%	12.4%
França	3,819	6.7%	4,160	7.1%	8.9%
Extra-U.E.					
Angola	2,632	4.6%	1,606	2.7%	-39.0%
China	1,370	2.4%	1,597	2.7%	16.6%
Estados Unidos	843	1.5%	920	1.6%	9.2%
Brasil	832	1.5%	865	1.5%	4.0%
Total	56,906		58,806		3.3%

Fonte: INE, calc. BPI

Exportações de bens, preços correntes

(EUR milhões)					
	2013	Peso	2014	Peso	tvh
Por produto:					
Bens industriais	15,929	33.7%	16,194	33.6%	1.7%
Bens de consumo	8,820	18.7%	9,638	20.0%	9.3%
Material de transporte	6,931	14.7%	7,057	14.6%	1.8%
Bens de capital	5,967	12.6%	6,267	13.0%	5.0%
Combustíveis	4,756	10.1%	3,850	8.0%	-19.1%
Alimentação e bebidas	4,830	10.2%	5,148	10.7%	6.6%
Outros	33	0.1%	44	0.1%	33.2%
Por país:					
Intra-U.E.					
Espanha	11,175	23.6%	11,356	23.6%	1.6%
Alemanha	5,503	11.6%	5,628	11.7%	2.3%
França	5,494	11.6%	5,648	11.7%	2.8%
Extra-U.E.					
Angola	3,113	6.6%	3,175	6.6%	2.0%
China	658	1.4%	839	1.7%	27.5%
Estados Unidos	1,999	4.2%	2,111	4.4%	5.6%
Brasil	739	1.6%	639	1.3%	-13.5%
Total	47,266		48,200		2.0%

Fonte: INE, calc. BPI

□ Tendências em 2015

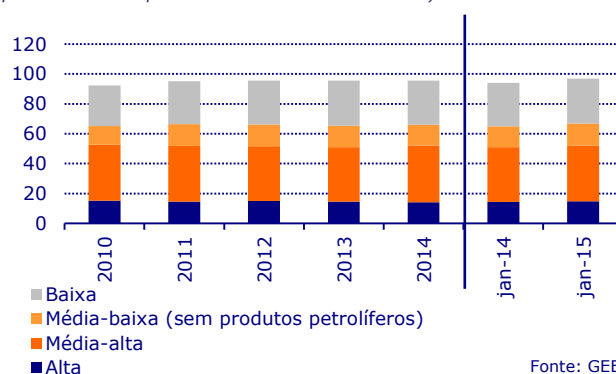
O Instituto Nacional de Estatística Português divulgou ainda os dados para o comércio externo de mercadorias para Janeiro de 2015, que ficaram marcados por uma queda das importações e das exportações de 10.2% e de 1.8%, respectivamente, face a igual período de 2014. Estes dados resultaram num défice superior a EUR 556 milhões no primeiro mês do ano, inferior ao défice de mais de EUR 990 milhões registado em Janeiro do ano anterior.

□ Importações

A queda assinalável dos combustíveis (-42.0% y/y) foi a principal categoria de bens a contribuir negativamente para as importações portuguesas. Esta diminuição resultou numa redução do peso dos combustíveis no total importado de 21.9% em Janeiro de 2014 para 14.2% em Janeiro deste ano. Excluindo esta classe de produtos, as importações registaram uma queda de 1.4% face ao primeiro mês de 2014. No entanto, tomando como análise a média móvel dos últimos 3 meses, a diminuição das importações foi de 5.4% em Janeiro de 2015 (-1.5% em Janeiro de 2014), com especial destaque para o comércio extra-União Europeia (-11.8% em Janeiro de 2015 vs -18.1% em Janeiro de 2014).

Exportações de produtos industriais transformados por grau de intensidade tecnológica

(peso no total dos produtos industriais transformados)



Fonte: GEE

TEMAS EM DESTAQUE

COMÉRCIO INTERNACIONAL EM PORTUGAL (cont.)

A categoria de produtos que Portugal mais importou em Janeiro foram os bens industriais, com um peso de cerca de 30% do total das importações. Desagregando pelo grau de intensidade tecnológica, os produtos industriais transformados que Portugal importou foram, essencialmente, bens de média-alta tecnologia (37.3% do total deste tipo de bens), seguido pelos bens de baixa tecnologia (30.0% do total). Desde 2000 que este perfil se mantém, ou seja, os bens de média-alta tecnologia são os de maior representatividade no total das importações de bens industriais transformados.

Relativamente às importações provenientes da União Europeia, a queda foi de 2.7% y/y, embora a análise através de médias móveis tenha registado uma queda superior (3.3%). O destaque continua a ser a Espanha, com um peso de cerca de 35% nas importações portuguesas, evidenciando um aumento de 1.7% face a Janeiro de 2014.

Importações de bens, preços correntes

	jan-14	Peso	jan-15	Peso	tvh
(milhões)					
Bens industriais	1,396	28.4%	1,316	29.8%	-5.7%
Bens de consumo	682	13.9%	698	15.8%	2.4%
Material de transporte	532	10.8%	562	12.7%	5.5%
Bens de capital	640	13.0%	648	14.7%	1.3%
Combustíveis	1,077	21.9%	625	14.2%	-42.0%
Alimentação e bebidas	592	12.0%	566	12.8%	-4.4%
Outros	0.3	0.0%	0.5	0.0%	55.2%
Total	4,920		4,416		-10.2%
Excluindo combustíveis	3,843	78%	3,791	86%	-1.4%

Exportações de bens, preços correntes

	jan-14	Peso	jan-15	Peso	tvh
(milhões)					
Bens industriais	1,396	28.4%	1,316	29.8%	-5.7%
Bens de consumo	682	13.9%	698	15.8%	2.4%
Material de transporte	532	10.8%	562	12.7%	5.5%
Bens de capital	640	13.0%	648	14.7%	1.3%
Combustíveis	1,077	21.9%	625	14.2%	-42.0%
Alimentação e bebidas	592	12.0%	566	12.8%	-4.4%
Outros	0.3	0.0%	0.5	0.0%	55.2%
Total	4,920		4,416		-10.2%
Excluindo combustíveis	3,843	78%	3,791	86%	-1.4%

Fonte: INE, calc. BPI.

□ Exportações

As exportações de combustíveis registaram uma variação negativa de 29.7% y/y, enquanto as de material de transporte aumentaram cerca de 14% face a Janeiro de 2014. No entanto, as exportações portuguesas continuaram a assentar, essencialmente, em bens industriais (33.0%). Tendo por base a análise através de médias móveis, as exportações caíram 1.9% (+1.3% em Janeiro de 2014), com as exportações para países fora da União Europeia a diminuir 11.8% (-4.8% em Janeiro de 2014).

Desagregando pelo grau de intensidade tecnológica, Portugal destaca-se pela exportação de bens industriais de baixa tecnologia (37.5% do total das exportações de bens industriais transformados), seguido pelos bens de média-alta tecnologia (30.6% do total). Tem-se verificado uma alteração do perfil no que diz respeito às exportações de produtos transformados. De facto, apesar dos produtos de baixa tecnologia representarem a maior proporção dos produtos industriais transformados exportados, entre 2000 e 2014 o peso reduziu-se em 7.5 pontos percentuais, contrariamente aos produtos de média-baixa

Principais origens de importações - Janeiro

	jan-14	Peso	jan-15	Peso	tvh
(mil milhões)					
Intra União Europeia	3,482	70.8%	3,389	76.7%	-2.7%
Espanha	1,503	30.5%	1,528	34.6%	1.7%
Alemanha	587	11.9%	539	12.2%	-8.3%
França	358	7.3%	336	7.6%	-6.2%
Itália	235	4.8%	221	5.0%	-6.0%
Extra União Europeia	1,437	29.2%	1,027	23.3%	-28.6%
China	143	2.9%	160	3.6%	12.3%
Arábia Saudita	49	1.0%	83	1.9%	69.5%
Rússia	46	0.9%	82	1.8%	76.8%
Angola	173	3.5%	43	1.0%	-75.3%

Principais origens de exportações - Janeiro

	jan-14	Peso	jan-15	Peso	tvh
(mil milhões)					
Intra União Europeia	2,876	73.2%	2,881	74.7%	0.2%
Espanha	978	24.9%	980	25.4%	0.1%
Alemanha	454	11.5%	505	13.1%	11.4%
França	516	13.1%	495	12.8%	-4.1%
Reino Unido	233	5.9%	245	6.4%	5.1%
Extra União Europeia	1,053	26.8%	978	25.3%	-7.1%
Angola	241	6.1%	177	4.6%	-26.4%
Estados Unidos	176	4.5%	156	4.0%	-11.7%
Brasil	48	1.2%	65	1.7%	36.8%
China	51	1.3%	47	1.2%	-8.9%

Fonte: INE, calc. BPI.

Fora da União Europeia, a China reforçou o seu papel no total das importações portuguesas, enquanto as importações provenientes de Angola registaram uma redução substancial de 75.3% y/y. Este país é o principal fornecedor de petróleo não refinado para as indústrias portuguesas, o que, aliado a preços mais baixos do petróleo, permitem justificar a diminuição das importações provenientes deste país. Contrariamente a este resultado, a análise por médias móveis de 3 meses registou um aumento de 44.2% em Janeiro de 2015 (-51.4% em Janeiro de 2014).

COMÉRCIO INTERNACIONAL EM PORTUGAL (cont.)

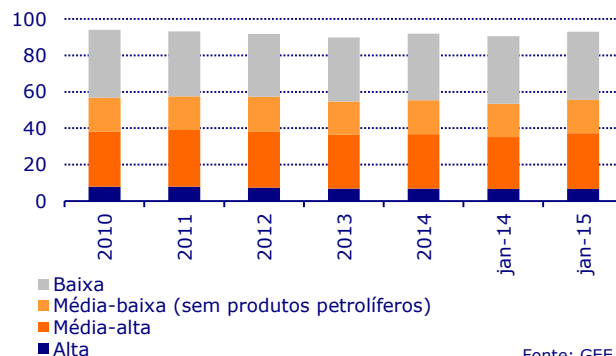
tecnologia, cuja representatividade aumentou em 12.2 p.p. no mesmo período. Se excluirmos os refinados de petróleo, petroquímicos e combustíveis nucleares, a componente mais volátil, as exportações e importações dos produtos de média-baixa tecnologia registam variações residuais do seu peso no total exportado e importado.

Relativamente aos principais países de destino das exportações portuguesas, a Espanha continua a ocupar uma posição de relevo (25.4% do total) e sem alterações face ao montante exportado em Janeiro de 2014, seguindo-se a Alemanha, com um aumento das exportações de 11.4% y/y e um peso de 13.1%. Fora da União Europeia, o destaque continua a ser Angola, embora tenha registado uma queda muito considerável face a Janeiro de 2014 (-26.4%). Esta diminuição resultou numa menor representatividade deste país no total exportado, passando de 6.1% em Janeiro de 2014 para 4.6% em Janeiro de 2015. Recorrendo a análise por médias móveis, a queda é menos acentuada (-18.2% em Janeiro de 2015 vs -7.1% em Janeiro de 2014). A decisão de implementação de quotas na importação de vários produtos alimentares por parte do governo Angolano poderá ter efeitos substanciais nas exportações portuguesas. No entanto, o decreto angolano em vigor desde 23 de Janeiro parece ainda não estar a ser aplicado, embora não se saiba ao certo por quanto tempo nem se esta medida irá ser substituída por outra. O adiamento das restrições poderá minorar a queda das exportações portuguesas para Angola, principalmente as vendas de cerveja, que registaram, entretanto, uma queda de 20% y/y em Janeiro de 2015.

Por fim, tendo por base os dados estatísticos divulgados pelo Banco de Portugal, as exportações de serviços registaram uma variação homóloga positiva de 2.5% y/y em Janeiro de 2015, enquanto as importações cresceram a um ritmo superior (2.8% y/y). Analisando as médias móveis, nos últimos três meses terminados em Janeiro de 2015, as exportações de serviços diminuíram 12.4% (-11.8% em Janeiro de 2014), enquanto as importações reduziram 10.1% (-10.8% em Janeiro de 2014).

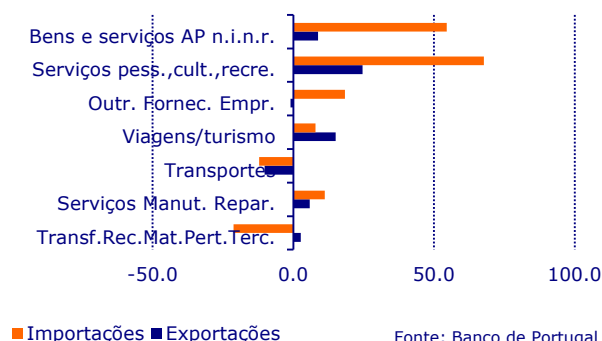
Exportações de produtos industriais transformados por grau de intensidade tecnológica

(peso no total dos produtos industriais transformados)



Exportações e Importações de Serviços (Janeiro 2015)

(taxa de variação homóloga)



TEMAS EM DESTAQUE

EUA – FED MANTÉM-SE PRUDENTE

□ A Reserva Federal norte-americana (Fed) retirou a palavra “paciência” da sua orientação de política monetária (*forward guidance*), abrindo portas para que o primeiro aumento das taxas de juro se concretize este ano. Por um lado, o Comité de política monetária manteve a sua linha de acção, de proceder ainda este ano com o primeiro aumento das taxas de juro, mas por outro voltou a demonstrar algum receio de que uma decisão precoce possa trazer riscos, deixando claro que fará uma gestão muito prudente da normalização da política monetária, que se traduzirá num ajustamento muito cauteloso das taxas dos *fed funds*. Ainda assim, perante um cenário de projecções económicas menos optimistas, e perspectivas de que o aumento de taxas seja mais gradual, a reacção dos mercados foi bastante positiva, revelando um optimismo que talvez seja excessivo.

□ A Reserva Federal norte-americana considerou apropriado manter a política monetária inalterada (conservando o intervalo objectivo das taxas dos *fed funds* em 0-0.25%), mas tal como era esperado, retirou a palavra “paciência” da sua comunicação sobre a orientação da política monetária (*forward guidance*) em relação à subida das taxas de juro. Porém, tanto o discurso da presidente da Fed, como as novas projecções do Comité Federal de Mercado Aberto (FOMC), sugerem que a inversão da política monetária será mais cautelosa do que o esperado pelos mercados.

□ O FOMC reviu em baixo as previsões para o crescimento económico de 2015, para um intervalo de 2.3-2.7% (vs. 2.6-3% nas projecções de Dezembro), que resultou em parte de um abrandamento do crescimento das exportações que se vem observando desde o início do ano, devido à valorização do dólar. Por seu turno, a persistência da apreciação da moeda norte-americana, assim como a evolução dos preços da energia, têm impedido que a taxa de inflação caminhe para o objectivo dos 2%, o que levou os membros do Comité a reverem em baixa as previsões para a inflação em 2015 para um intervalo de 0.6-0.8% (vs. 1-1.6% em Dezembro). Relativamente ao mercado de trabalho, apesar de as previsões para a taxa de desemprego terem sido revistas em baixa de forma a reflectirem as melhorias que se têm verificado nos últimos meses, as estimativas para a tendência da taxa de desemprego de equilíbrio (NAIRU) foram reduzidas para 5-5.2% (comparativamente a 5.2-5.5% em Dezembro).

Projecções económicas do FOMC

	2015	2016	2017	Longo Prazo
(média da tendência central*)				
Crescimento do PIB real (% 4T/4T)				
Março de 2015	2.50	2.50	2.20	2.15
Dezembro de 2014	2.80	2.75	2.40	2.15
Taxa de desemprego (% média de 4T)				
Março de 2015	5.10	5.00	4.95	5.10
Dezembro de 2014	5.25	5.10	5.10	5.35
Taxa de inflação (% 4T/4T)				
Março de 2015	0.70	1.80	1.95	2.00
Dezembro de 2014	1.30	1.85	1.90	2.00
Taxa de inflação subjacente (% 4T/4T)				
Março de 2015	1.35	1.70	1.90	-
Dezembro de 2014	1.65	1.85	1.90	-

Fonte: Reserva Federal.

* A tendência central exclui as três projecções mais altas e mais baixas para cada variável em cada ano.

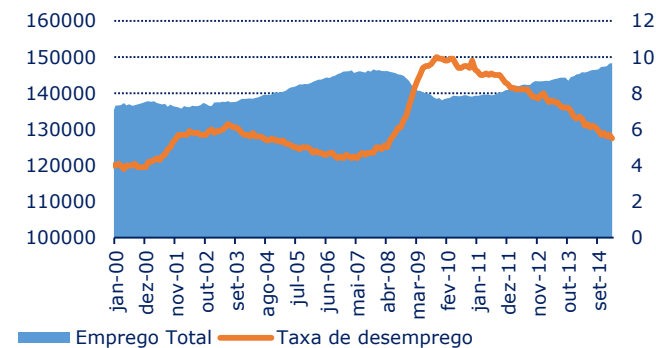
□ Provavelmente, o mais surpreendente foi a redução da mediana das projecções para as taxas de juro dos *federal funds*, sugerindo que o ritmo a que as taxas deverão aumentar será mais lento do que anteriormente antecipado. As projecções apontam agora para uma taxa de 0.625% em 2015 (contra expectativa de 1.125% em Dezembro), 1.875% em 2016 (vs. 2.5%) e 3.125% em 2017 (vs. 3.625%). Esta postura muito mais cautelosa em relação ao cenário macroeconómico resultou provavelmente de múltiplos factores, mas um ponto crucial terá sido indiscutivelmente a apreciação do dólar para patamares não observados em mais de 10 anos, o que deverá enfraquecer o crescimento das exportações e conter o crescimento dos preços. Para além disso, prende-se com a possibilidade de um aumento precoce das taxas de juro poder desencadear instabilidade indesejada nos mercados financeiros, nomeadamente nos mercados emergentes, tal como aconteceu em 2013 quando foi anunciado o *tapering*.

EUA – FED MANTÉM-SE PRUDENTE (cont.)

□ Desta forma, ficou claro que apesar de existirem riscos por se esperar demasiado tempo para se proceder à normalização da política monetária (especialmente considerando o desfasamento temporal que poderá existir entre a decisão da Fed e o momento em que esta começa a produzir efeitos na economia), a Reserva Federal acredita que os custos de aumentar as taxas de juro antes do tempo e interromper uma recuperação económica que tem sido difícil de conseguir, poderiam ser mais elevados do que aumentar as taxas de juro com algum atraso. A autoridade monetária norte-americana considera por isso que para que se concretize a tão aguardada inversão de política monetária é necessário que se cumpram efectivamente duas condições: (i) se assinalem mais melhorias no mercado de trabalho, ou seja, permitir que a taxa de desemprego desça para um nível consistente com o crescimento dos salários (ii) que se restabeleça a confiança de que a taxa de inflação tenderá para o seu valor de referência de 2% no médio prazo. Considerando que o primeiro ponto está perto de ser alcançado, a Fed está "suficientemente confiante" que o crescimento dos salários deverá ajudar a restabelecer as expectativas de inflação (tanto nos indicadores de inquéritos, como nas expectativas de mercado).

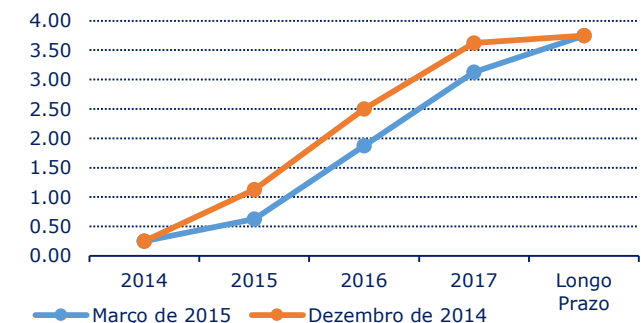
Mercado de Trabalho nos EUA

(milhares; percentagem)



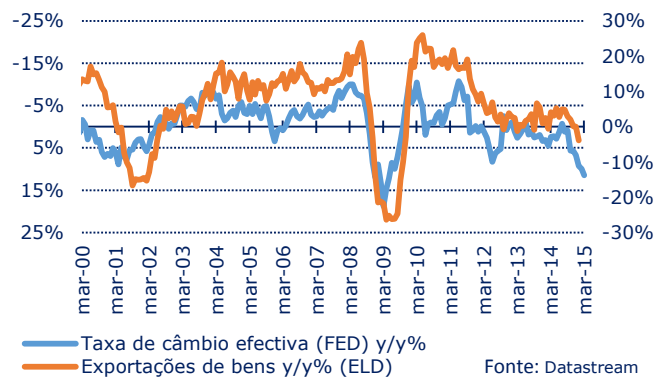
Mediana das projecções para a taxa dos fed funds

(percentagem)



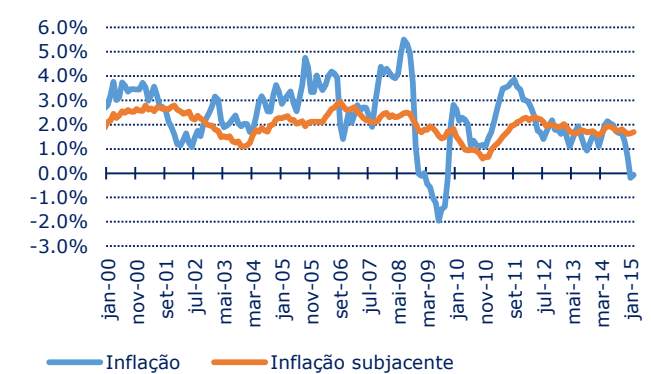
Exportações e taxa de câmbio efectiva do dólar

(variação homóloga)



Taxa de inflação

(percentagem)



□ A mensagem da Fed foi de que nos próximos meses, as atenções se deverão debruçar sobretudo sobre a evolução dos indicadores económicos. Para já os indicadores têm apontado para uma perda de fôlego do ritmo de crescimento da actividade económica no início do ano, mas este agravamento tem sido associado a factores sazonais (devido a um Inverno bastante rigoroso), tal como já aconteceu no início do ano passado, sendo que depois a economia recuperou fôlego no resto do ano. Também a queda do preço do petróleo tem conduzido a uma retracção do investimento no sector energético, mas em termos agregados espera-se que o efeito na economia seja positivo. Finalmente, a apreciação do dólar tem vindo a contribuir para uma queda das exportações, o que terá um impacto indiscutível na economia, mas ainda assim, deve-se ter em conta que a contribuição das exportações para o crescimento é reduzida comparativamente ao consumo interno (2/3 do PIB), o que não deve portanto abater o crescimento económico de forma muito drástica. Neste contexto, a Fed considera pouco provável que os indicadores melhorem de tal forma, que o primeiro aumento possa ocorrer já em Abril, mas continua a não descartar a possibilidade de que este ocorra em Junho, ainda que os mercados comecem agora a apontar para Setembro como o cenário mais provável. Contudo, admitimos que o objectivo das declarações mais "suaves" (*dovish*) da presidente da Fed era o de

TEMAS EM DESTAQUE

EUA – FED MANTÉM-SE PRUDENTE (cont.)

evitar que a retirada da palavra “paciência” do seu discurso pudesse conduzir a uma correcção mais forte nos mercados, dado que, não houve uma alteração em relação ao objectivo da Fed de iniciar os aumentos de taxas de juro ainda este ano, logo que as condições económicas o justifiquem.

□ **Já num discurso posterior, numa conferência de política monetária em San Francisco, a presidente da Fed voltou a afirmar que considera apropriado iniciar a inversão de política monetária ainda este ano**, centralizando depois as atenções na futura evolução das taxas de juro, que se espera que sejam mais graduais do que o inicialmente previsto. Por um lado, Janet Yellen voltou a chamar a atenção para a importância de aumentar as taxas de juro de forma a não proporcionar a criação de bolhas nos mercados financeiros ou de provocar pressões inflacionistas excessivas. Para além disso, lembrou que o fraco crescimento dos preços é resultado de factores transitórios, e que por isso não é necessário que a taxa de inflação subjacente suba significativamente para que a Fed inicie o aumento das taxas de juro. Mas em relação ao ritmo a que os futuros aumentos deverão ocorrer, a presidente acredita que o curso de acção poderá “acelerar, abrandar, estagnar ou mesmo inverter o sentido”, dependendo dos desenvolvimentos económicos. Isto porque na realidade, as melhorias significativas observadas no mercado de trabalho foram obtidas num contexto de políticas ultra acomodáticas, para além de considerar que (apesar de mais perto do seu potencial) o crescimento económico se mantém fraco em relação aos padrões históricos. Desta forma, a presidente da Fed ponderou por exemplo os argumentos que suportam a concretização de um cenário extremo de “*secular stagnation*”, que poderiam justificar a manutenção de uma política acomodática por um período mais prolongado, mostrando-se por isso comprometida em manter uma postura cautelosa na condução da política monetária.

A NOVA DINÂMICA DE CRESCIMENTO NA CHINA

Desde o início do processo de abertura económica na República Popular da China em 1978 que a economia chinesa tem protagonizado um forte período de crescimento económico tornando-se na segunda maior economia mundial e, graças à sua vasta produção industrial e à sua posição como importador e exportador-chave de várias commodities, num incontornável agente da economia mundial. Porém, após mais de três décadas de forte expansão económica, os últimos anos (e em particular o ano de 2014) têm visto o crescimento económico chinês abrandar para níveis não vistos desde a década de 70, observando-se cada vez mais uma tendência de redução das suas vantagens competitivas tradicionais e esgotamento dos factores que estiveram na base de uma parte considerável do crescimento nos últimos anos.

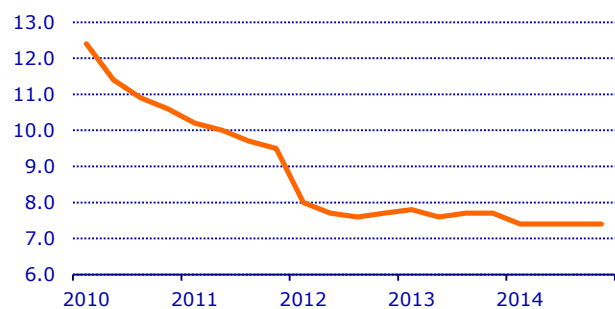
Em 2014, a economia chinesa cresceu 7.4%, estando este resultado consideravelmente abaixo do crescimento médio de 9.9% que é registado desde a abertura da economia. O ano foi marcado por um primeiro trimestre de fraco crescimento, o que levou o Governo Central a aprovar medidas de forma a redinamizar o crescimento (redução de impostos às PME, aceleração da despesa pública em infra-estrutura e cortes nos rácios obrigatórios de reservas), tendo o resultado anual ficado apenas ligeiramente aquém da meta do Governo (7.5%) e abaixo dos 7.7% registados nos dois anos anteriores. Segundo as mais recentes previsões de crescimento, esta trajectória de desaceleração deve continuar nos próximos anos, com o FMI a reduzir a sua previsão de crescimento para 6.8% em 2015 e 6.3% em 2016.

Esta trajectória de perda de fulgor centra-se em dois factores-chave: por um lado, a expansão mais reduzida que se observa nas indústrias chinesas, nomeadamente face à menor procura por parte das grandes economias. Por outro, o declínio do crescimento da receita fiscal, principalmente relacionado com uma forte redução no volume de vendas de terrenos por parte do Governo Central. Nas manufacturas, o indicador PMI para o sector manteve-se próximo da linha dos 50.0 pontos, que separa um cenário de crescimento de um cenário de contracção da actividade produtiva, tendo caído múltiplas vezes abaixo dessa linha. De acordo com os relatórios publicados, apesar de beneficiarem actualmente de custos de inputs reduzidos (face às fortes reduções de preços nas commodities), o índice de procura mantém-se em níveis baixos desde 2012 (apesar das leituras para os dois primeiros meses do ano mostrarem alguma recuperação), o que levou o índice de produção ao nível mais baixo desde 2012 e a um período de mais de dois anos em que as manufacturas chinesas reduziram o seu número de trabalhadores. De acordo com o Instituto de Estatística da China, nos primeiros dois meses de 2015, as indústrias chinesas cresceram 6.8% y/y, um abrandamento face ao crescimento de 8.3% em 2014, que por sua vez representa uma redução face à leitura de 9.7% em 2013. A perda de fulgor por parte das indústrias chinesas é também observável na evolução do investimento em activos fixos dentro do sector, que após vários anos com níveis de crescimento próximos de 20%, regista em 2014 uma leitura de 13.5% y/y, isto após ter crescido 17.8% em 2013.

Outro factor de fragilidade é o andamento das variáveis associadas à política orçamental. A receita pública em percentagem do PIB, em expansão contínua desde 1994, deixou de crescer em 2012, altura em que atingiu os 22% do PIB. Em 2014, este rácio caiu para 21.2%, com as previsões para os próximos anos a apontarem para novos decréscimos. Paralelamente, a despesa pública em percentagem do PIB segue uma trajectória semelhante à receita em igual período,

Trajectória do crescimento do PIB

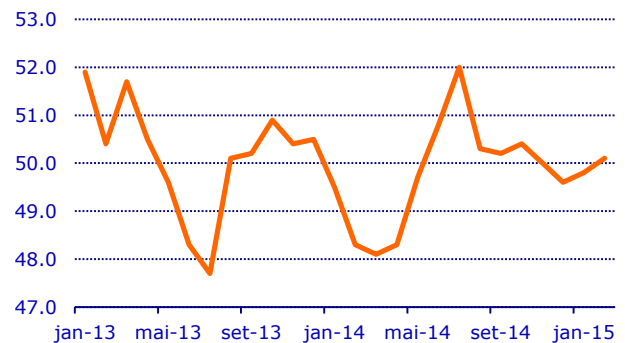
(Taxa de variação real, %)



Fonte: Nat. Bur. of Statistics

PMI Manufacturas

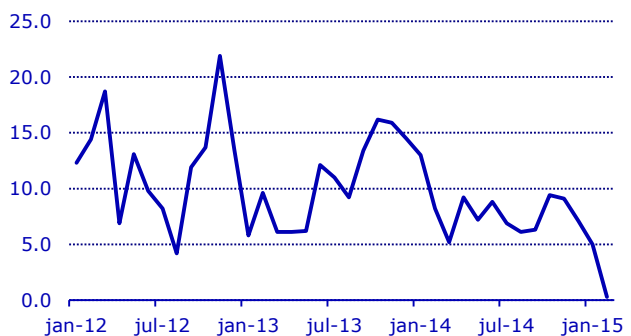
(Pontos-índice)



Fonte: Markit/HSBC

Receita Fiscal, Governo Nacional

(Taxa de variação homóloga, %)



Fonte: Nat. Bur. of Statistics

TEMAS EM DESTAQUE

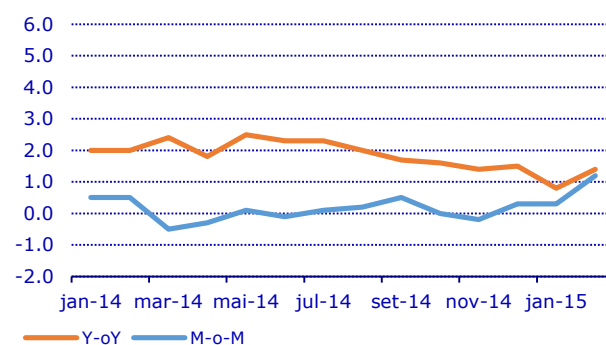
A NOVA DINÂMICA DE CRESCIMENTO NA CHINA (cont.)

mantendo-se em forte expansão até 2012 (23.9% do PIB); em 2014 o mesmo rácio cai para 23.3%. Face a esta trajectória, o saldo orçamental chinês tem-se mantido relativamente estável desde a abertura do mercado, com a média de longo prazo a apontar para um défice de 2% do PIB e a leitura de 2014 a ficar em 2.1%, uma leitura saudável, ainda que a tendência nos últimos anos seja de agravamento do défice, prevendo-se que este possa atingir os 2.5% até 2016. Um factor preponderante de risco para as contas do Estado no ano corrente será a trajectória de declínio da receita fiscal que se iniciou em 2014 mas que se parece ter acentuado no primeiro trimestre de 2015; em 2014 a receita dos Governos Locais e do Governo Nacional aumentou 7.6% e 7.2% y/y, em ambos os casos os ritmos mais baixos nas últimas duas décadas (a despesa do Governo Nacional aumentou 11.2% em igual período). Para este resultado contribui fortemente o efeito de uma contracção na receita proveniente da venda de terrenos por parte do executivo, rubrica que representa 35% e 23% da receita total dos Governos Locais e Nacionais, respectivamente. De acordo com as últimas estimativas, a venda de terrenos em 2014 caiu 37%, o que levou a que 30 das 31 províncias da China falhassem as suas metas de crescimento, destacando-se a província de Shanxi, cujo crescimento do PIB em 2014 ficou em 4.9% y/y, muito abaixo da meta de 9%. Este cenário está também a ter efeitos óbvios no investimento no sector da construção, que contraiu fortemente em 2014 com o aumento de 10.5% registado no ano a ficar muito abaixo do crescimento de 19.8% y/y registado em 2013.

□ Em 2014, a inflação ficou em 2.0% y/y, abaixo dos 2.6% registados em 2013 e após uma média de 3.0% entre 2008 e 2013. Face à forte queda dos preços do petróleo nos mercados internacionais, a redução dos preços dos combustíveis foi o principal contribuinte para este resultado, em conjunto com a rubrica dos aparelhos de comunicação. Por outro lado, o maior aumento de preços foi registado no custo das habitações, rendas e nos serviços, particularmente na educação. A importante rubrica do preço dos alimentos registou um aumento de 3.0%. Já no índice de preços do produtor, a média em 2014 foi de -1.9% y/y, com a leitura de Fevereiro de 2015 a cair para -4.8% y/y, um mínimo de 30 meses. Face a este cenário de crescimento económico mais contido e inflação em trajectória descendente, o Banco Central da China procedeu já este ano à redução da sua taxa de juro de referência em 25 pontos base (para 2.50%) enquanto o rácio obrigatório de reservas para todos os bancos foi reduzido em 50 pontos bases, com os rácios para bancos direccionados às PME e à agricultura a receberem cortes superiores.

Inflação

(Taxa de variação, %)



Fonte: Nat. Bur. of Statistics

□ Em suma, parece claro que a economia chinesa está a mostrar sinais de mudanças estruturais. À medida que o fulgor nos sectores da indústria e no sector imobiliário perde terreno, o diálogo por parte do Governo parece favorecer a adopção de reformas fiscais e a maior facilidade na obtenção de financiamento, liberalização de preços e investimento no sector financeiro, considerando também tolerável o actual período de crescimento relativamente mais reduzido, como forma de garantir um nível de crescimento mais sustentável no futuro. Esta posição é suportada pelo facto de que a China, como país ainda em processo de transição para níveis de desenvolvimento mais elevado, detém níveis de Despesa e Dívida Pública ainda relativamente reduzidos, por comparação com as economias mais desenvolvidas. Esta posição confere maior espaço de actuação ao Governo chinês para implementar políticas orçamentais de suporte ao crescimento, se tal se revelar necessário. Permite também, gradualmente, suportar o surgimento de mecanismos de protecção social mais abrangentes, de forma a fomentar a redução dos níveis de poupança das famílias (actualmente muito elevados) e acelerar o processo de transferência estrutural, em direcção a uma economia mais assente na procura interna, designadamente no consumo privado. Esta será uma política acertada face à posição da China no processo de desenvolvimento económico, sendo essencial que nos próximos anos se observe um processo de redução das desigualdades criadas na economia chinesa durante a fase de forte crescimento. Neste contexto, é importante referir que o rendimento das famílias em 2014 permaneceu acima do crescimento do PIB (+8%) enquanto a contribuição do consumo das famílias para o PIB aumentou em 3p.p.. Além disso, pela primeira vez em vários anos, a taxa de crescimento do produto e do investimento no sector terciário foi superior aquela do sector secundário, uma tendência que, se mantida, colocará a economia chinesa numa trajectória de maior sustentabilidade.

A NOVA DINÂMICA DE CRESCIMENTO NA CHINA (cont.)**Principais Previsões para 2015-2016**

PIB (Variação anual real)				Inflação (variação da média anual)				Balança Corrente (% do PIB)			
FMI		IIF		FMI		IIF		FMI		IIF	
2014	7.4%	2014	7.4%	2014	2.0%	2014	2.0%	2014	3.1%	2014	3.1%
2015p	6.8%	2015p	7.0%	2015p	2.5%	2015p	2.4%	2015p	2.0%	2015p	1.8%
2016p	6.3%	2016p	6.8%	2016p	3.0%	2016p	2.6%	2016p	2.3%	2016p	1.5%
Dívida Pública (% do PIB)				Receita Pública (% do PIB)				Despesa Pública (% do PIB)			
FMI				FMI				FMI		IIF	
2014p		40.7%		2014p		27.3%		2014p		23.3%	
2015p		41.8%		2015p		27.3%		2015p		23.1%	
2016p		42.9%		2016p		27.1%		2016p		22.9%	

Indicadores de desenvolvimento - Comparação (2013)

Índice de Desenvolvimento Humano		PIB per capita (USD)		Taxa de Desemprego	
EUA	0.914 (5º, +0)	EUA	55,000	EUA	8.1%
China	0.719 (91º, +2)	China	6,958	China	4.1%
Brasil	0.744 (79º, +1)	Brasil	11,172	Brasil	5.5%
População Rural (% população)		Despesa em saúde (% do PIB)		Esperança Média de Vida	
EUA	19%	EUA	17.9%	EUA	67.85
China	47%	China	5.2%	China	68.00
Brasil	15%	Brasil	8.9%	Brasil	63.85
Taxa de Natalidade		Testes de aferição (Ens. Secundário)		Emissões CO2 (ton. Métrica per capita)	
EUA	0.7%	EUA	1476 pontos	EUA	17.6
China	0.5%	China	1206 pontos	China	6.2
Brasil	0.9%	Brasil	1763 pontos	Brasil	2.2

Fontes: FMI, Banco Mundial.