



1

ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO



1 ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

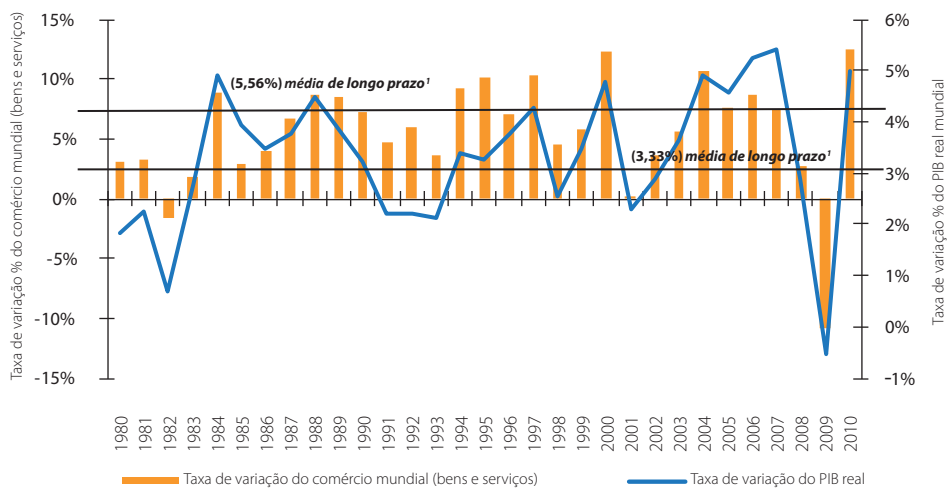
1.1. Evolução da conjuntura internacional

Recuperação económica global

Não obstante o elevado nível de volatilidade verificado nos mercados financeiros, a economia mundial beneficiou, em 2010, das políticas monetárias e fiscais expansionistas implementadas. Assim, embora com algumas disparidades entre regiões, observou-se uma recuperação económica que se materializou num aumento de 5% do produto interno bruto (PIB) mundial (a preços constantes).

Os altos níveis de incerteza e a dificuldade de acesso ao crédito, que induziram à contração do consumo e do investimento em 2009, começaram a dissipar-se em 2010. Enquanto no primeiro semestre a economia mundial beneficiou do dinamismo do setor industrial e do crescimento do comércio internacional, no segundo semestre, o aumento do grau de utilização da capacidade instalada, as políticas económicas expansionistas e a subida dos índices de confiança contribuíram para a aceleração do investimento e a desaceleração dos níveis de desemprego.

Gráfico 1.1 Produto interno bruto e comércio mundial



¹ Taxa composta de crescimento anual

Fonte: FMI

Desigualdades significativas

Embora globalmente positivo, o ritmo de crescimento económico apresentou desigualdades entre regiões. Enquanto as economias emergentes revelaram dinâmicas fortes, com incrementos próximos de 10% nos mercados asiáticos, a recuperação económica nas economias avançadas foi mais modesta (3% em 2010).

Nos Estados Unidos da América (EUA), após a forte correção dos anos anteriores, a situação do mercado imobiliário continuou frágil, com as vendas de habitações em níveis anémicos e uma tendência de estabilização dos preços. A atividade desta economia evoluiu de forma moderada em 2010 (2,9%) e assentou sobretudo na evolução do consumo privado, tendo-se observado algum abrandamento nos segundo e terceiro trimestres, que vieram salientar os receios de insustentabilidade da recuperação económica e justificaram a implementação de novas medidas económicas expansionistas. Por outro lado, a possibilidade de propagação da crise da dívida soberana na área do Euro poderá vir a condicionar o futuro deste mercado.

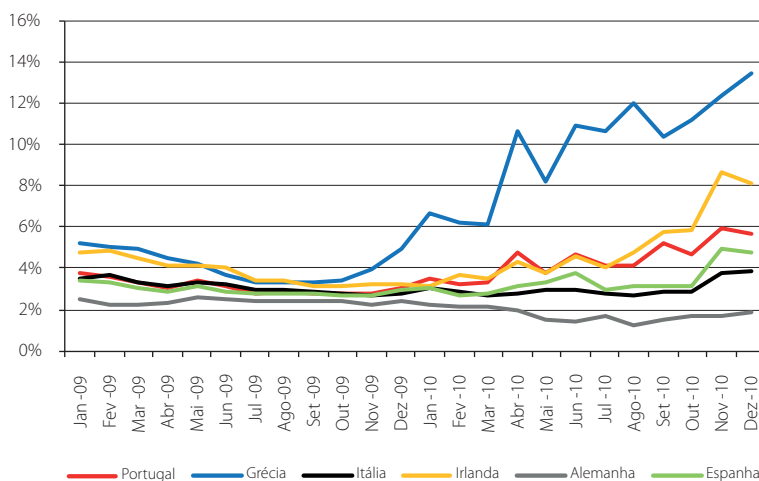
Com uma evolução positiva do PIB real de 10,3% em 2010, a China superou o Japão, ao tornar-se a segunda economia mundial. Os receios de insustentabilidade do ritmo de crescimento desta economia, explicados pela forte subida do crédito e aceleração dos preços do mercado imobiliário, justificaram a adoção de políticas de contenção monetária que visaram abrandar a concessão de crédito e a evolução dos preços.

As reservas da China em divisas aumentaram consideravelmente num contexto de relativa estabilidade cambial. Embora o crescimento das importações neste país tenha superado o das exportações, o *superavit* da balança comercial manteve-se elevado. A este excedente acresceu um afluxo expressivo de investimento direto estrangeiro.

Crise da dívida soberana

Na área do Euro, o ano 2010 ficou marcado pela crise da dívida soberana que tem vindo a afetar vários países. De facto, o enfraquecimento dos níveis de confiança dos mercados financeiros na sustentabilidade das políticas fiscais de alguns Estados-Membros, tipicamente caracterizados por fragilidades estruturais e elevado endividamento público e défices orçamentais, originou uma vaga de receios relativos à sua solvabilidade. Assim, verificou-se, a partir do final de 2009, um incremento significativo da aversão ao risco de crédito destas economias, que se agravou no início de 2010 na sequência da revisão em baixa da notação de crédito da dívida pública grega e da possibilidade de contágio a outros países europeus, em especial Irlanda, Portugal, Espanha e Itália. A diferença das taxas de rendibilidade da dívida soberana destes países face à Alemanha tem vindo a alargar-se de forma consistente e atingiu níveis nunca alcançados desde a constituição da área do Euro, – tendência que se tem mantido em 2011.

Gráfico 1.2 Evolução das taxas de rendibilidade a cinco anos das obrigações da dívida pública de alguns Estados-Membros



Fonte: Bloomberg

Mercados acionistas

Repercutindo, pelo menos em parte, a volatilidade nos mercados financeiros resultante dos receios relativos ao risco de crédito soberano, os mercados acionistas apresentaram também alguma oscilação em 2010. A tendência de subida que se vinha a observar desde março de 2009 manteve-se até maio de 2010, mês em que se observou, nos principais índices bolsistas, quedas acentuadas. Esta descida foi contrariada na segunda metade do ano quando se assistiu, em geral, à divulgação de resultados e indicadores económicos superiores às expectativas dos analistas. De forma genérica, o ano terminou com uma valorização dos preços das ações nas principais economias mundiais, embora com disparidades entre regiões.

Mercados cambiais, taxas de juro de referência e inflação

Os mercados cambiais, tipicamente caracterizados por elevados níveis de volatilidade, foram dos primeiros a incorporar a intensificação da aversão ao risco soberano. Entre os finais de 2009 e 2010 o Euro desvalorizou 8,2% face ao USD. Esta depreciação refletiu as incertezas quanto à sustentabilidade das contas públicas de diversos países europeus e a conseqüente redução da procura de ativos nestas economias e, em sentido contrário, os receios de reforço das medidas de expansão monetária nos EUA.

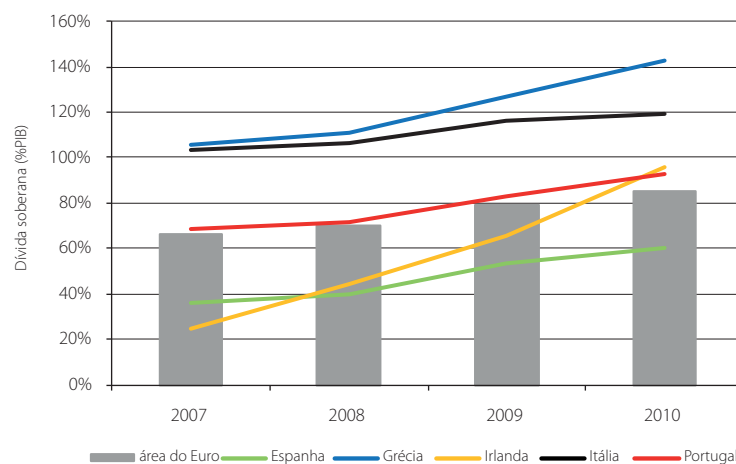
Nas principais economias desenvolvidas, as taxas de juro de referência conservaram-se em níveis historicamente baixos – perto de zero em alguns casos –, enquanto os bancos centrais mantiveram um nível de intermediação financeira bastante elevado. De facto, sem prejuízo da retirada, no final de 2009 e início de 2010, de algumas das medidas não convencionais adotadas no passado, o agravamento da incerteza quanto às perspetivas económicas determinaram a adoção de novas políticas expansionistas.

Ainda que a inflação nestas economias tenha permanecido moderada durante parte do ano 2010, nos últimos meses desse ano começaram a verificar-se pressões inflacionistas, repercutindo em larga medida a subida dos preços das matérias-primas, fundamentalmente as energéticas. Deste modo, a taxa de variação homóloga do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) para a área do Euro passou gradualmente de 0,9%, em dezembro de 2009, para 2,2%, em dezembro de 2010. Nos EUA, a taxa de inflação diminuiu no primeiro semestre, passando de 2,7%, no final de 2009, para 1%, em junho de 2010, e aumentando posteriormente para 1,5% em dezembro do mesmo ano.

1.2 Evolução económica e financeira da área do Euro: crise da dívida soberana

A recuperação económica europeia foi afetada pela crise da dívida soberana, que se agravou no segundo trimestre de 2010. Esta crise, causada fundamentalmente por receios de insustentabilidade das políticas orçamentais em economias que conjugaram uma deterioração significativa dos défices orçamentais com fragilidades de natureza estrutural, veio aumentar a perceção do risco soberano pelos agentes económicos. Isto traduziu-se em crescimentos acentuados dos custos de financiamento dos setores públicos e privados das diferentes economias, intensificando a ligação de interdependência entre a evolução das finanças públicas e dos sistemas financeiros.

Gráfico 1.3 Rácio da dívida pública sobre o PIB na área do Euro e nas economias mais afetadas pela crise da dívida soberana



Fonte: Eurostat

Fundo Europeu de Estabilização Financeira, medidas não convencionais de política monetária e programas de apoio financeiro

A crise da dívida soberana, despoletada em finais de 2009 com a divulgação de um défice orçamental grego consideravelmente acima do esperado, agravou-se nos primeiros meses de 2010 muito devido às várias revisões em baixa da notação de crédito da dívida pública grega e do contágio a outros países europeus. Perante esta realidade, os Estados-Membros mais afetados apresentaram planos de consolidação orçamental e foi anunciado um programa de ajuda financeira à Grécia no valor de 110 mil milhões de euros.

A resposta da União Europeia (UE) fez-se sentir em maio de 2010, com a criação de um mecanismo europeu de estabilização para o financiamento dos países da União em dificuldades, até um montante de 750 mil milhões de euros, em cooperação com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Adicionalmente, o Banco Central Europeu (BCE) promoveu várias medidas com o intuito de restaurar o normal funcionamento do mecanismo de transmissão monetária. Em especial, saliente-se:

- criação de um programa que permite a compra de títulos de dívida pública em mercado secundário;
- expansão das operações de refinanciamento de prazo alargado;
- garantia de satisfação total da procura a taxa fixa nas operações de refinanciamento reversíveis;
- restabelecimento da linha de *swap* em USD com a FED (Reserva Federal dos EUA);
- manutenção da elegibilidade dos títulos emitidos pelo estado grego como colateral nas operações de refinanciamento.

A implementação destas medidas devolveu alguma segurança ao mercado durante o terceiro trimestre. Contudo, as discussões relativas à proposta de um mecanismo de estabilidade financeira permanente (eventualmente envolvendo a assunção de perdas pelos privados) e a perceção dos riscos acrescidos relativamente ao sistema bancário irlandês vieram aumentar as tensões no mercado de dívida pública. Esta situação foi especialmente notória no caso da Irlanda que, com acesso muito limitado ao financiamento de mercado, adotou também, em dezembro de 2010, um programa de apoio financeiro no valor de 85 mil milhões de euros.

Quadro 1.1 UEM: contas nacionais

		2007	2008	2009	2010
Produto interno bruto, PIB	tv em %	2,8	0,3	-4,1	1,7
Consumo privado	tv em %	1,7	0,4	-1,1	0,8
Consumo público	tv em %	2,2	2,3	2,5	0,7
Formação bruta de capital fixo	tv em %	4,7	-0,8	-11,4	-0,8
Exportações de bens e serviços (a)	tv em %	6,3	0,9	-13,1	11,2
Importações de bens e serviços (a)	tv em %	5,8	0,8	-11,9	9,3
Inflação (IHPC)	tv em %	2,1	3,3	0,3	1,6
Desemprego	em %	7,6	7,6	9,5	10,1
Produtividade do trabalho	tv em %	1,0	-0,4	-2,2	2,1
Custos unitários do trabalho	tv em %	1,5	3,7	3,8	-0,3

Nota: tv - Taxa de variação
(a) valores não consolidados
Fonte: Eurostat e BdP

Após a concretização da ajuda financeira solicitada pela Irlanda, as pressões intensificaram-se noutros países, fundamentalmente em Portugal e Espanha e, de forma menos contundente, na Itália. Perante esta situação, o BCE prolongou as medidas excecionais, continuando a comprar dívida pública destas economias no mercado secundário.

1.3. Evolução da conjuntura em Portugal

De acordo com as estimativas disponíveis, o PIB potencial registou uma tendência de desaceleração desde 1998, situando-se atualmente no nível mais baixo de crescimento das últimas décadas.

Este fraco desempenho económico foi acompanhado por uma sistemática redução da poupança interna e pelo crescimento do endividamento externo. Adicionalmente, a deterioração do saldo orçamental expôs o país a acrescidas preocupações acerca da sustentabilidade das suas finanças públicas. A interação deste quadro com os desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana europeia culminou em dificuldades adicionais de financiamento dos agentes públicos e privados, conduzindo, já em 2011, o Governo ao pedido de assistência à UE e ao FMI.

Quadro 1.2 Portugal – Principais indicadores macroeconómicos

		2007	2008	2009	2010
Produto interno bruto, PIB	tv em %	2,4	0,0	-2,5	1,3
Procura interna total	tv em %	2,0	0,9	-2,9	0,7
Consumo privado	tv em %	2,5	1,4	-1,1	2,2
Consumo público	tv em %	0,5	0,5	3,7	1,8
Formação bruta de capital fixo	tv em %	2,6	-0,3	-11,2	-5,0
Exportações de bens e serviços	tv em %	7,6	-0,1	-11,6	8,8
Importações de bens e serviços	tv em %	5,5	2,3	-10,6	5,2
Rendimento disponível das famílias, RD	tv em %	1,9	1,8	3,2	0,9
Rendimento disponível dos particulares excluindo transferências externas	tv em %	1,7	1,8	3,7	0,8
Taxa de poupança interna	em % do PIB	12,7	10,6	9,2	9,2
Setor Privado (a)	em % do PIB	13,3	11,9	16,2	15,7
Particulares	em % do RD	7,0	7,1	10,9	9,8
Empresas	em % do PIB	8,4	6,8	8,1	8,5
Administrações Públicas	em % do PIB	-0,7	-1,3	-7,0	-6,6
Taxa de inflação (IHPC) (b)	média anual, %	2,4	2,7	-0,9	1,4
Taxa de inflação de transacionáveis	média anual, %	2,2	2,4	-2,4	1,7
Taxa de inflação de não-transacionáveis	média anual, %	2,8	3,1	1,3	1,0
Taxa de desemprego	em %	8,0	7,6	9,5	10,8
Emprego total (c)	tv em %	-0,1	0,5	-2,6	-1,5
Emprego por conta de outrem (c)	tv em %	0,1	0,3	-1,8	-0,2
Remunerações nominais por trabalhador, total da economia (d)	tv em %	4,1	3,1	3,3	1,5
Produtividade por empregado	tv em %	2,5	-0,5	0,1	2,9
Custos unitários do trabalho, total da economia (d)	tv em %	1,6	3,6	3,1	-1,4
Taxas de juro					
Taxa de juro Euribor a 3 meses	em %, Dez.	4,8	3,3	0,7	1,0
Taxa de rendibilidade das OT a taxa fixa a 10 anos	em %, Dez.	4,5	4,0	3,9	6,5
Empréstimos a Particulares para Habitação	em %, Dez.	5,5	5,9	2,0	2,1
Empréstimos e outros créditos a sociedades não financeiras	em %, Dez.	6,2	6,1	3,3	3,8
Depósitos e equiparados até 2 anos	em %, Dez.	3,6	4,0	1,7	2,2
Índice de cotações de ações (PSI-Geral)	tvh em %, Dez.	18,3	-49,7	40,0	-6,2
Saldo global das administrações públicas (e)	em % do PIB	-3,1	-3,5	-10,1	-9,1
Dívida pública bruta consolidada	Dez, em % do PIB	68,3	71,6	83,0	93,0

Notas:

(a) Poupança agregada de todos os agentes económicos exceto as administrações públicas

(b) Índice Harmonizado de Preços no Consumidor

(c) Dados das Contas Nacionais do INE até 2005 e do Inquérito ao Emprego do INE desde 2006

(d) Valores das tabelas salariais, benefícios complementares e contribuições para a Segurança Social, excluindo as contribuições sociais das administrações públicas

(e) Excluindo medidas temporárias de acordo com as regras do Procedimento de Défices Excessivos (entre 2002 e 2004)

tv - Taxa de variação

tvr - Taxa de variação real

tvh - Taxa de variação homóloga

Fonte: BdP

Crescimento influenciado por fatores não recorrentes

Assente sobretudo em fatores da procura não recorrentes, após a contração de 2,5% registada em 2009, o PIB nacional cresceu 1,3% em 2010. O aumento dos fluxos de comércio internacional exerceram um efeito positivo sobre a procura externa dirigida aos produtos nacionais (dinamizando as exportações), enquanto o consumo privado

conheceu uma variação positiva decorrente, fundamentalmente, da antecipação de decisões de aquisição de bens duradouros (influenciadas em parte por alterações de natureza fiscal). Assim, a taxa de poupança das famílias diminuiu ligeiramente face a 2009, mas manteve-se em níveis substancialmente superiores ao verificado antes da crise financeira internacional.

O consumo público, em parte influído por entregas de material militar de carácter extraordinário, aumentou também de forma significativa em 2010. Todavia, os níveis de investimento refletiram o ambiente de elevada incerteza em face da deterioração das expetativas, apresentando uma quebra generalizada nos vários setores.

Preços O ambiente de política monetária acomodatória, aceleração do consumo privado, aumento da carga fiscal, recuperação económica mundial e valorização das matérias-primas – refletida na subida dos preços das importações – consubstanciou-se numa tendência de subida da inflação ao longo do ano (variação média anual de 1,4%), invertendo o decréscimo de 2009 (-0,9%).

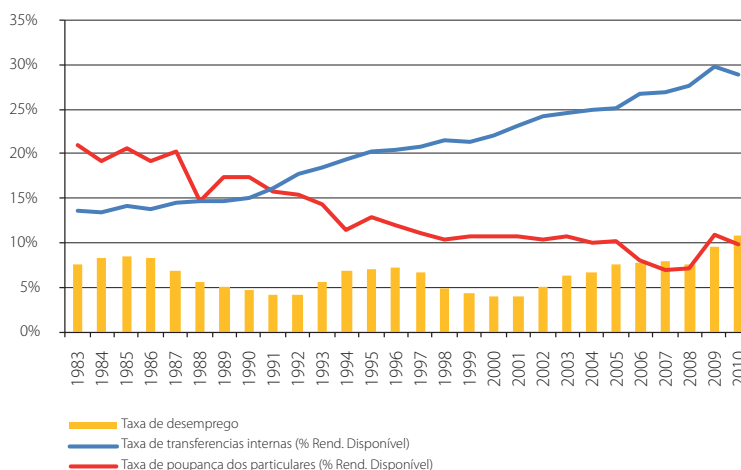
Embora o crescimento dos preços tenha sido comum aos principais agregados, a variação ocorrida ao longo do ano deveu-se sobretudo aos bens energéticos, cujo preço aumentou 9,5%.

Mercado de trabalho

Em função das expetativas adversas de evolução da economia, o mercado de trabalho verificou um aumento da taxa de desemprego, que abrangeu de forma genérica todos os escalões etários e setores económicos, mas foi mais expressivo nos escalões mais jovens da população e sobre os contratos a termo. Analisando esta tendência por setor económico, é possível observar que a maior subida do desemprego ocorreu no setor da construção, seguido da indústria transformadora e serviços. A taxa de desemprego situou-se, no final de 2010, em 10,8%, excedendo a média da área do Euro.

Os salários nominais cresceram 1,5%, valor que indica uma desaceleração face ao ano 2009 (3,3%) e se explica pela conjugação de dois fatores: congelamento da tabela salarial da administração pública e moderação dos aumentos salariais negociados em sede de contratação coletiva. Em sentido inverso, o crescimento da remuneração mínima garantida, assim como a concentração que tipicamente se regista nas contratações e rescisões de trabalhadores com menores níveis de qualificação (e remuneração) deverá ter introduzido alterações na estrutura do emprego, que se terão traduzido em pressões para o aumento deste indicador.

Gráfico 1.4 Portugal – Poupança, taxa de transferência do Estado para as famílias e desemprego



Fonte: BdP e Pordata

Défice orçamental e necessidades de financiamento da economia

Face à magnitude do desequilíbrio patente no início do ano, o esforço de consolidação orçamental levado a cabo durante o ano 2010 revelou-se insuficiente. De facto, embora se tenha invertido a tendência de aumento do défice estrutural, a consolidação alcançada permitiu apenas reduzir ligeiramente o desequilíbrio orçamental. Por outro lado, a introdução de um conjunto de alterações metodológicas veio obrigar à contabilização de despesas que não estariam a ser consideradas, culminando num défice orçamental de 9,1% em 2010. Assim, entre 2007 e 2010, o rácio da dívida pública incrementou de 68,3% para 93% do PIB, ou seja, 24,7% em termos acumulados.

As necessidades de financiamento externo da economia nacional decresceram, em proporção do PIB, 1,2% em 2010. Influenciado positivamente pelo aumento das transferências líquidas e estabilização da taxa de poupança, esta redução refletiu essencialmente a diminuição da taxa de investimento, que se encontra em níveis historicamente baixos (idênticos aos valores observados na década de 50 do século XX).

Quadro 1.3 Balança corrente, balança de capital e necessidades de financiamento da economia

Saldos em percentagem do PIB	2007	2008	2009	2010
Balança corrente	-10,1	-12,6	-10,9	-9,9
Mercadorias	-11,3	-13,4	-10,6	-10,4
Serviços	3,9	3,8	3,5	3,9
dos quais:				
Viagens e turismo	2,7	2,6	2,5	2,7
Rendimentos	-4,1	-4,5	-5,2	-4,6
Transferências correntes	1,5	1,4	1,3	1,3
das quais:				
Remessas de emigrantes / imigrantes	1,2	1,1	1,0	1,1
Balança de capital	1,2	1,5	0,8	1,1
Balança corrente + balança de capital	-8,8	-11,1	-10,1	-8,8
Balança financeira (variação líquida de ativos e passivos)	8,5	11,1	10,3	9,1
Investimento direto	-1,0	0,8	0,8	4,4
<i>excluindo a Zona Franca da Madeira e de Santa Maria (Açores)</i>	-0,9	0,6	0,2	4,5
Investimento de carteira	5,9	8,5	8,9	-5,6
Derivados financeiros	0,1	0,1	0,1	0,2
Outro investimento	3,1	1,7	0,5	10,7
Ativos de reserva	0,4	0,0	0,0	-0,6

Fonte: BdP

Enquanto a evolução da balança de capital é explicada pelo aumento das transferências líquidas de capital, refletindo o incremento das transferências da UE (especialmente concentradas no final de 2010), a melhoria do défice da balança corrente traduziu o quadro de recuperação económica dos principais parceiros comerciais de Portugal. Em linha com a subida da procura global, a evolução positiva das exportações, assim como uma aceleração menos acentuada das importações (exceto nos bens energéticos, fortemente influenciados pelo aumento do preço do petróleo), beneficiaram o saldo desta balança.

1.4. Impacto da evolução conjuntural no mercado segurador e de fundos de pensões

Evolução global do setor segurador e de fundos de pensões

Não obstante o ambiente de crescimento moderado e as fragilidades estruturais expressas pela economia portuguesa em 2010, a atividade do universo das empresas sob supervisão do Instituto de Seguros de Portugal (ISP), invertendo a quebra de produção que marcou o ano 2009, conheceu um aumento expressivo.

No ramo Vida observou-se, em 2010, um acréscimo de 17,9% na produção de seguro direto, enquanto os ramos Não Vida assinalaram uma subida de 1,6%. Analisando os principais indicadores de ambos os ramos, Vida e Não Vida, verifica-se que a produção de seguro direto atingiu 15,5 mil milhões de euros e as carteiras de ativos registavam, no fim do ano, um valor de 54 mil milhões de euros. Ainda em termos agregados, a margem de solvência do mesmo universo de empresas situou-se, em dezembro de 2010, na ordem dos 176%, tendo os Resultados Líquidos ultrapassado os 397 milhões de euros.

O incremento na produção do ramo Vida é justificado essencialmente pela evolução das modalidades de seguros de vida excluindo os seguros ligados a fundos de investimento.

Em Não Vida, os ramos Doença, Incêndio e Outros Danos, Automóvel e Diversos foram os principais responsáveis pela inversão da tendência de decréscimo que se vinha a registar nos últimos anos.

No que se refere aos fundos de pensões, constituíram-se, durante o ano transato, dois fundos de pensões fechados e sete fundos de pensões abertos que não Planos Poupança-Reforma (PPR) ou Planos Poupança-Ações (PPA). Nesse período assistiu-se ainda à liquidação de um fundo PPR e à extinção de sete fundos fechados, dois ao abrigo do Decreto-Lei n.º 140-B/2010 ¹, de 30 de dezembro, e cinco por transferência para outros fundos fechados e adesões coletivas já existentes.

O valor dos ativos e contribuições para fundos de pensões decresceu, em 2010, 10% e 16,5%, para 19,7 mil milhões e 798,3 milhões de euros, respetivamente. Porém, estas variações deverão ser analisadas à luz da transferência dos dois fundos supramencionados para a Caixa Geral de Aposentações (em setembro de 2010 estes fundos representavam cerca de 1,7 mil milhões de euros, ou 8% dos montantes geridos naquela data).

Perspetivas para o futuro próximo

A atual crise financeira veio criar um cenário de incerteza relativamente à sustentabilidade das políticas orçamentais em várias economias desenvolvidas, que se materializou num agravamento dos prémios de risco exigidos pelos investidores para aquisição de títulos de dívida pública, com especial incidência sobre as economias que conjugam elevados níveis de endividamento e défices orçamentais. De forma complementar, o aumento dos custos de financiamento do setor público alastrou-se aos sistemas financeiros.

Em face da exposição a estes ativos patente nas carteiras de investimentos, além dos efeitos recessivos sobre a economia que decorrerão da política fiscal restritiva, o setor segurador e de fundos de pensões deverá manter-se especialmente atento às consequências da continuada deterioração do valor dos instrumentos ligados a emitentes soberanos ou setor financeiro (os dois mais afetados pela turbulência dos mercados financeiros).

¹ Transferência para a CGA dos patrimónios do Fundo de Pensões do Pessoal da Portugal Telecom, S.A. e do Fundo de Pensões Regulamentares da Companhia Portuguesa Rádio Marconi, S.A.

