



1

ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO



1.1. Evolução da conjuntura no mundo e na União Europeia

Um ano marcado pela crise económica e financeira

A análise do contexto económico de 2008 fica, necessariamente, ligada à crise nos mercados financeiros internacionais, que teve início no Verão de 2007 mas cujo auge foi atingido em Setembro de 2008.

Esta crise, bem como a sua crescente interacção com a desaceleração da actividade económica global, condicionou de forma marcante o enquadramento em que se desenvolve a actividade do sector segurador e de fundos de pensões nacional, tendo igualmente em conta que a economia portuguesa é uma pequena economia aberta, com as fragilidades daí decorrentes.

A situação macroeconómica e financeira desfavorável, observada a nível internacional, traduziu-se em perdas significativas para alguns grupos financeiros.

No final do primeiro trimestre, registou-se uma forte deterioração dos mercados de capitais, devido ao receio de falência do banco de investimento norte-americano Bear Sterns. Embora a intervenção da Reserva Federal norte-americana na resolução deste problema tenha, de algum modo, contribuído para a interrupção desta tendência negativa, a divulgação gradual de problemas de solvabilidade noutras instituições com relevância sistémica (a Fannie Mae e a Freddie Mac foram os casos mais relevantes) obrigou a nova intervenção das autoridades norte-americanas e à utilização de fundos públicos. Em Setembro de 2008, a decisão de não intervenção na resolução dos problemas do Lehman Brothers conduziu à sua declaração de falência, o que despoletou um conjunto de efeitos de contágio, directos e indirectos, de magnitude bastante superior à antecipada. Esta situação deu origem a uma grave crise de confiança global, associada a um aumento dramático do risco de contraparte, o que contribuiu para a degradação substancial das perspectivas sobre a actividade económica.

De um modo geral, o impacto da crise financeira sobre a economia tem-se evidenciado largamente superior ao que poderia ser antecipado no Verão de 2007, essencialmente devido a um conjunto de factores que, em anos anteriores, haviam contribuído para a expansão da actividade económica, nomeadamente: o elevado grau de alavancagem do sistema financeiro; a dispersão de riscos; e os prémios de risco historicamente reduzidos.

A partir do último trimestre de 2008, assistiu-se a um agravamento assinalável das perspectivas de crescimento económico a nível global, prevendo-se que em 2009 ocorra uma contracção da economia mundial que, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), deverá ser a mais profunda desde a Grande Depressão, afectando todos os países do mundo, com destaque para as economias avançadas.

Comércio, produto interno e investimento: perspectiva plurianual

A desaceleração da actividade económica tem sido acompanhada por um enfraquecimento muito relevante do comércio mundial, enquadrando-se num contexto de quebra generalizada de confiança, elevado nível de incerteza e dificuldades no acesso a financiamento. Em simultâneo, as autoridades a nível global têm adoptado algumas medidas tendo subjacentes princípios proteccionistas, tais como a concessão

de subsídios a determinados sectores de actividade ou o aumento de tarifas a algumas importações. O comércio mundial de bens e serviços cresceu 3,3% em 2008 (6,8% em 2007), situando-se abaixo da média de longo prazo pela primeira vez nos últimos 5 anos. Estimativas recentes do FMI¹ apontam para uma diminuição deste indicador na ordem dos 11% em 2009, por causa da falta de confiança e do elevado nível de incerteza resultantes da crise que levaram os agentes económicos a reduzir ou adiar despesas. Refira-se ainda o comportamento desfavorável do sector do turismo, que sofreu uma contracção de cerca de 1% no segundo semestre de 2008.

O sector financeiro deverá ter um papel fundamental na evolução, a curto e médio prazos, da economia mundial, na medida em que o seu funcionamento regular constitui um elemento indispensável para o crescimento das economias, contribuindo para a optimização das decisões de consumo, investimento e poupança dos agentes económicos. Por seu lado, a desaceleração económica traduz-se, ela própria, num impacto desfavorável sobre a actividade das instituições financeiras. Dado que estes aspectos negativos de interacção se reforçam mutuamente, dando origem a efeitos de espiral descendente, a intervenção das autoridades torna-se essencial para quebrar este ciclo. Pode identificar-se um conjunto de riscos e vulnerabilidades profundamente interligados que, no actual contexto, assumem um papel relevante neste mecanismo: o aumento do risco de crédito, as dificuldades no acesso ao crédito, o processo de correcção no mercado imobiliário de alguns países e a incerteza acerca do impacto das medidas de apoio ao sistema financeiro e à economia na sustentabilidade das finanças públicas.

Em termos de crescimento económico, o conjunto dos países desenvolvidos registou uma quebra inédita do produto real de 7,5% no último trimestre de 2008, estimando-se que este movimento de descida tenha prosseguido no primeiro trimestre de 2009 em idêntica velocidade. Embora a economia norte-americana tenha sido a mais afectada pelas tensões no sector financeiro e pela diminuição nos preços dos mercados imobiliários, a Europa Ocidental e os países industrializados da Ásia foram igualmente atingidos de forma severa pelo abrandamento do comércio mundial, bem como pelo surgimento de problemas nos seus próprios mercados financeiros e pela existência de correcções de bolhas especulativas nos mercados imobiliários de alguns países. No conjunto dos países em desenvolvimento, a variação negativa no quarto trimestre de 2008 ao nível do produto real foi de 4%, decorrente do comportamento das suas componentes financeira e comercial. A actividade nos países do Este da Ásia, altamente dependentes das exportações de produtos manufacturados, declinou de forma significativa, embora nos casos da Índia e China este comportamento tenha sido de alguma forma minimizado devido ao menor peso dos seus sectores exportadores e a uma procura interna mais resistente. No caso das economias emergentes europeias e da Comunidade de Estados Independentes, o impacto foi bastante acentuado, dada a sua elevada dependência de financiamento externo e das exportações de produtos manufacturados (bem como de *commodities*, em alguns casos).

Neste contexto de acentuada crise financeira e económica, a taxa de variação real do produto mundial averbou em 2008 uma forte desaceleração (3,2% em 2008 face a 4,9% em 2007), caindo para o valor mais baixo desde 2002, evidenciando as dificuldades já observadas nos países mais desenvolvidos. Em 2009, o FMI estima que a economia mundial registe uma contracção em termos reais de 1,3%, essencialmente devido ao comportamento dos países desenvolvidos (-3,8%), dado que nos mercados emergentes e em desenvolvimento o valor deste indicador deverá ainda assim permanecer em terreno positivo (1,6%).

1 World Economic Outlook, Abril de 2009.

Tendências inflacionistas

No que respeita ao índice de preços no consumidor, o primeiro semestre do ano foi caracterizado por uma forte pressão sobre o nível dos mesmos, principalmente em resultado da escalada do preço das principais *commodities* transaccionadas nos mercados mundiais. Considerando o conjunto da economia mundial, constata-se que os preços cresceram 6% em 2008, um valor consideravelmente superior ao observado em 2007 (4%), embora deva ser destacada a acentuada desaceleração observada para este indicador na segunda metade do ano, registando no final um valor de 3,4%. A apreciável quebra da procura originou uma forte redução a partir de meados do ano, que se prolongou durante o primeiro semestre de 2009. Na generalidade das economias avançadas, tal comportamento deverá conduzir este indicador, em 2009, para valores inferiores a zero, fixando-se em -0,2%. No conjunto das economias emergentes e em desenvolvimento, antecipa-se um valor de 5,7% em 2009 (9,3% em 2008).

Esta inflexão na tendência de evolução da inflação resultou do elevado enfraquecimento da procura mundial, que se traduziu numa quebra expressiva dos preços das principais *commodities* transaccionadas nos mercados internacionais, na segunda metade de 2008. O preço do barril de *brent* atingiu um máximo de 146 dólares no início de Julho (53,7% acima do valor de início do ano, de 95 dólares), tendo posteriormente sofrido uma redução para 39,5 dólares, aproximadamente 58,4% (56%, se avaliado em euros) inferior ao observado no início do ano, e 72,9% mais baixo face ao valor máximo do ano. O custo das matérias-primas não energéticas averbou igualmente uma depreciação acentuada a partir de meados do ano, acumulando uma perda de cerca de 24% no final do ano, face ao valor de 2007.

Mercado cambial, investimento directo estrangeiro e taxas de juro de referência

No mercado cambial, após Outubro de 2008, ocorreram movimentos abruptos na evolução das principais moedas, sendo de destacar a forte apreciação do iene. Em termos bilaterais, o euro depreciou cerca de 24% face ao iene, 6% em relação ao dólar, 10% face ao franco suíço e apreciou aproximadamente 30% relativamente à libra.

Num contexto de contracção da actividade económica internacional, os fluxos globais de investimento directo estrangeiro sofreram um corte de 21%, segundo estimativas da UNCTAD², depois de vários anos de forte crescimento. Esta mudança decorreu principalmente do comportamento observado ao nível das economias avançadas, em que a redução se cifrou em cerca de 33%. Apesar de este agregado ter permanecido o principal destino dos fluxos globais de investimento directo estrangeiro em 2008, é de destacar a forte quebra dos que foram dirigidos à União Europeia, enquanto em relação aos EUA se observou apenas uma ligeira diminuição. Este comportamento negativo traduz, essencialmente, o significativo aumento da incerteza acerca das perspectivas económicas, assim como a deterioração dos resultados das empresas multinacionais e uma diminuição dos fluxos de empréstimos bancários, o que dificultou o financiamento das operações. Nas economias em desenvolvimento, o aumento do investimento directo estrangeiro manteve um valor positivo (cerca de 4%), embora bastante inferior ao registado em 2007 (ano em que excedeu 20%), traduzindo principalmente a globalização da crise financeira e a deterioração das perspectivas de crescimento económico mundiais.

Ao nível das taxas de juro de referência, no início de Julho de 2008, tendo por objectivo contrariar os crescentes riscos para a estabilidade de preços a médio prazo e evitar efeitos generalizados de segunda ordem, o conselho do BCE aumentou-as em 25 pontos base. Iguais preocupações estiveram subjacentes às decisões da Reserva Federal norte-americana e do Banco de Inglaterra na manutenção das taxas de juro oficiais no mesmo período. Dada a completa inversão do cenário macroeconómico ocorrida

² United Nations Conference on Trade And Development.

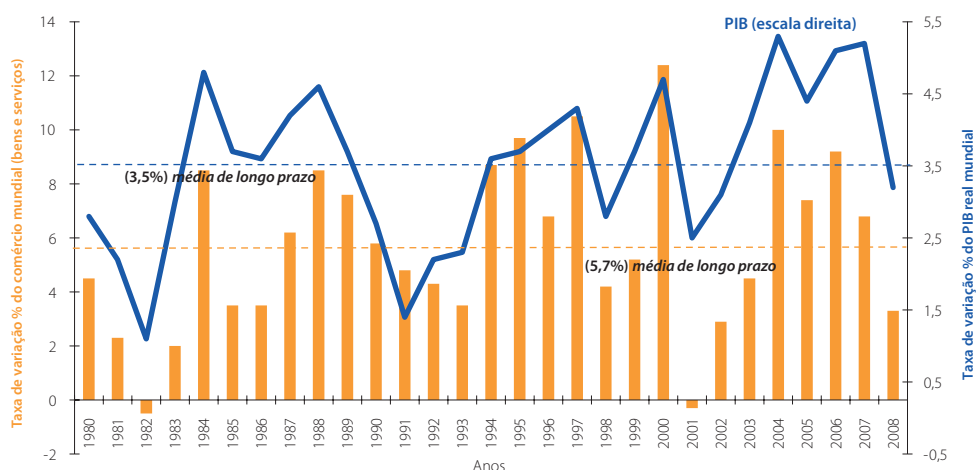
na segunda metade do ano, e tendo por objectivo a contenção dos riscos sistémicos, os bancos centrais adoptaram medidas concertadas, tendo sido registadas reduções muito relevantes das taxas nas principais economias mundiais. Na Zona Euro, foram efectuados três cortes (175 pontos base) até ao final do ano, assinalando a taxa directora de operações principais de refinanciamento, no final do ano, um valor de 2%.

Finanças públicas

As medidas de suporte à economia e ao sistema financeiro que, em maior ou menor escala, foram implementadas pela generalidade dos governos dos países desenvolvidos no final de 2008 e início de 2009 implicaram, como seria expectável, um agravamento das contas públicas, nomeadamente ao nível do défice do orçamento de Estado, que se fixou em 4,6% em 2008, superior a 2007 (2,3%), e que, em 2009, se deverá fixar em cerca de 10,4% do produto, um valor mais de duas vezes superior ao observado em 2008 e mais de 4 vezes superior ao de 2007. Esta mudança encontra-se fortemente influenciada pela situação concreta dos EUA (défice estimado de 13,6% em 2009) e, em menor medida, pelo Japão (défice projectado de 9,9% em 2009). Por seu turno, na Zona Euro, o défice público global não deverá ultrapassar os 5,4%, um valor, ainda assim, bastante mais alto do que o de 2008 (1,8%). Esta evolução resulta, em boa medida, do Plano Europeu de Recuperação Económica, apresentado pela Comissão Europeia no final de Novembro de 2008, e que propôs um pacote coordenado de estímulo da ordem de 1,5% do PIB da UE, sendo 1,2% financiado pelos orçamentos dos respectivos países. Na sequência deste plano, foram adoptados diversos pacotes nacionais por parte dos Estados-Membros, sendo as medidas eleitas por cada país numerosas e diferenciadas, envolvendo quer a receita, quer a despesa pública. Podem destacar-se as reduções dos impostos sobre o rendimento dos indivíduos e das empresas, bem como do IVA, o aumento do investimento público, a concessão de subsídios à aquisição de bens de consumo duradouro e a ampliação das despesas de carácter social, centradas no apoio a famílias de baixos rendimentos.

O crescente nível de gastos públicos reflectir-se-á, inevitavelmente, nos níveis de dívida pública para os quais, de uma forma generalizada, são esperados acréscimos expressivos nos próximos anos.

Gráfico 1.1 Produto interno bruto e comércio mundial



Fonte: Fundo Monetário Internacional

Na sequência destas medidas, os participantes nos mercados financeiros começaram a denotar preocupações com a sustentabilidade das finanças públicas em alguns países, associadas, em particular, à emissão de grandes montantes de dívida pública que poderão ser difíceis de absorver. Esta situação traduziu-se numa evolução distinta das taxas de rendibilidade destes títulos entre os países da Zona Euro, resultando num

Evolução económica e financeira por áreas geográficas

aumento substancial dos diferenciais face à Alemanha, que atingiram níveis nunca antes observados desde a introdução da moeda única. Assim, este comportamento reflectiu, essencialmente, um movimento de *“flight for liquidity”*, bem como de uma reavaliação do risco de crédito dos diferentes países, penalizando aqueles com maiores desequilíbrios macroeconómicos ou com maior potencial de deterioração das contas públicas. No final de 2008, o diferencial mais elevado da taxa de juro das obrigações governamentais a 10 anos entre os países da Zona Euro era o da Grécia, que se situava em 230 pontos base.

Nos EUA, uma das economias mais severamente afectadas pela crise financeira em 2008, a taxa de crescimento do PIB reduziu-se para 1,1% (2% em 2007), embora este comportamento resulte da combinação de dois semestres com evoluções completamente distintas.

No primeiro semestre do ano em análise, o PIB apresentou uma trajectória de desaceleração mantendo, no entanto, um crescimento positivo suportado pelo pacote de estímulo orçamental implementado em Fevereiro, pela forte redução das taxas de juro oficiais e pela depreciação do dólar, conjuntamente com a manutenção de uma procura externa robusta. No segundo semestre, o desvanecimento dos efeitos do pacote de estímulo, aliado à manutenção da correcção do mercado da habitação e ao agravamento da crise financeira (com o consequente acréscimo na dificuldade em obter crédito e uma quebra acentuada no valor dos activos) originaram uma desaceleração do crescimento económico, tendo inclusivamente ocorrido uma contracção do produto no último trimestre do ano.

Efectivamente, o mercado de habitação continuou a deteriorar-se, não existindo sinais de inversão da intensa correcção iniciada em 2005. Esta situação originou perdas adicionais no valor dos títulos de crédito hipotecário, tendo culminado com a tomada de controlo pelo governo norte-americano das agências de crédito Fannie Mae e Freddie Mac no início de Setembro de 2008.

Os choques afectaram igualmente, e de forma particularmente severa, os níveis de consumo, o que se traduziu numa subida abrupta das taxas de poupança, em queda há duas décadas, para valores em torno de 4% (valor em Fevereiro de 2009, que compara com um valor de apenas 0,3% observado um ano antes).

Ao nível do crescimento dos preços, registou-se, no conjunto do ano, uma subida deste indicador para 3,8% (2,9% em 2007).

Apesar das tentativas para melhorar o sentimento dos empresários e sustentar a queda da procura, o nível de emprego continuou a degradar-se, tendo a taxa de desemprego aumentado 1,2 pontos percentuais em 2008, para 5,8% (perda líquida de cerca de 5,1 milhões de postos de trabalho, entre Dezembro de 2007 e Março de 2009).

O peso (em percentagem do PIB) dos planos de suporte à economia e os expressivos montantes necessários para apoiar e recapitalizar o sector financeiro deram origem a um elevado défice do orçamento federal. Perante este cenário, e devido ao receio de ocorrência de graves dificuldades em termos de sustentabilidade fiscal a longo prazo, aumentou a pressão dos mercados sobre as autoridades, no sentido de serem desenvolvidas estratégias a médio prazo de reversão da actual situação, caracterizada pela acumulação de elevados níveis de dívida pública.

O défice da balança corrente evidenciou, em 2008, uma redução de 5,3% para 4,7% do PIB, em resultado da significativa contracção das importações de bens e serviços, num contexto marcado por uma forte desaceleração da procura interna. Em consequência

da crise financeira esta diminuição foi acompanhada de uma alteração na forma como o défice é financiado externamente, tendo-se observado uma importante redução, em termos líquidos, dos fluxos de financiamento oficiais na segunda metade do ano. Este facto deveu-se, em grande parte, às linhas de *swap* estabelecidas temporariamente entre a Reserva Federal norte-americana e outros bancos no quadro da resposta concertada à crise e às tensões no mercado monetário do dólar. Por seu lado, no mesmo período, assistiu-se a um aumento dos fluxos de financiamento privados, reflectindo essencialmente o repatriamento de capital por parte de residentes norte-americanos.

Na Ásia, especialmente no caso das economias emergentes, o principal impacto da crise decorreu da paralisação do comércio internacional, tendo em muitos casos surpreendido pela sua severidade. Efectivamente, no final de 2007 o impacto da crise financeira sobre os países asiáticos antecipava-se pouco relevante, na medida em que a sua exposição ao mercado de activos financeiros complexos norte-americanos era reduzida e seria expectável que a melhoria dos fundamentais macroeconómicos fornecesse alguma margem de segurança.

Porém, o impacto foi bem mais dramático, especialmente sobre os países com maior nível de envolvimento nos circuitos de comércio internacional, tendo-se observado quebras do produto a taxas (anualizadas) entre 10% e 25%, no quarto trimestre do ano. Em países como a China e a Índia, menos expostas à quebra da procura internacional, dado que as suas trocas externas contribuem em menor percentagem para a formação da riqueza nacional, o impacto foi mais atenuado, embora tenham sido igualmente afectadas de forma material pelo agravamento das condições de financiamento das suas empresas e instituições financeiras.

Em termos anuais, o crescimento real do PIB reduziu-se na generalidade dos países asiáticos, podendo destacar-se a China (9%, que compara com 13% em 2007), a Índia (7,3%, face a 9,3% em 2007) e o Japão (-6,6%, contra 2,4% em 2007).

As estimativas do FMI apontam, em 2009, para a ocorrência de situações de recessão em muitos dos países desta região, prevendo-se um ainda maior abrandamento do ritmo de crescimento do produto na generalidade dos restantes. A este respeito, destacam-se as taxas de variação do PIB previstas para 2009 em países como o Japão (-6,2%), Singapura (-10%) e Taiwan (-7,5%).

Relativamente ao índice de preços, registou-se um forte agravamento em 2008, ano em que, no conjunto dos países emergentes, este indicador aumentou 7% (4,9% em 2007). O impacto da crise deverá traduzir-se numa forte quebra deste índice, que se deverá fixar em valores próximos de 2,5% ao ano, em 2009 e 2010.

O excedente comercial das economias emergentes e em desenvolvimento da Ásia, excluindo o Japão e a China, reduziu-se em 2008. No caso da China, observou-se um aumento deste indicador, reflectindo um dinamismo das exportações superior ao das importações.

A Europa de Leste constitui a zona geográfica em que o impacto da crise se antecipa de maior amplitude, dada a conjugação simultânea de três choques de gravidade severa: a turbulência dos mercados financeiros, que afectou consideravelmente a disponibilidade de financiamento externo; a quebra da procura por parte das economias mais desenvolvidas; e a redução do preço das principais *commodities* internacionais, com destaque para a energia.

Tratando-se, na generalidade dos casos, de economias largamente dependentes do financiamento externo, a degradação das condições de acesso a capital para as empresas

não financeiras e do sector bancário constituiu o maior impacto, dificultando a obtenção de novos financiamentos ou a mera renovação dos existentes. Adicionalmente, registou-se um movimento de fuga para activos denominados em moeda estrangeira, o que colocou uma enorme pressão sobre as taxas de câmbio, culminando na necessidade de recurso a ajudas do FMI nos casos da Bielorrússia, Ucrânia e Arménia.

No conjunto dos países que constituem a Comunidade de Estados Independentes, o PIB deverá ter aumentado em 2008 a uma taxa de 5,5% (8,6% em 2007), estimando-se uma contracção de 5,1% em 2009. O comportamento deste agregado é fortemente influenciado pela evolução da Rússia e Ucrânia, que deverão registar taxas de crescimento de -6% e -8% em 2009, respectivamente.

A taxa de variação do índice de preços no consumidor foi de 15,6% em 2008 (9,7% em 2007), estimando-se uma ligeira redução para 12,6% em 2009.

Evolução económica e financeira na Zona Euro

Na Zona Euro, o impacto da crise foi particularmente relevante, tendo a taxa de crescimento do produto registado uma significativa redução para apenas 0,7% (2,7% em 2007), traduzindo um perfil de evolução sucessivamente menos favorável ao longo dos quatro trimestres do ano, que culminou numa contracção da actividade económica particularmente marcada no último trimestre (-1,6% face ao trimestre anterior).

No conjunto do ano, o consumo privado incrementou apenas 0,4% (1,6% em 2007), um fraco desempenho que reflectiu o impacto do forte aumento dos preços no consumidor no rendimento real disponível das famílias, especialmente ao nível dos bens energéticos e alimentares. Na parte final do ano, o agravamento da crise financeira, que se traduziu em importantes perdas nos mercados de capitais e no aumento da incerteza relativamente às perspectivas para a actividade económica e para o emprego, conduziu a uma deterioração adicional da confiança dos consumidores. O comportamento do consumo público permaneceu praticamente inalterado, tendo aumentado a uma taxa de 1,8% (2,2% em 2007).

Um dos factores que mais terá contribuído para esta fraca *performance* foi a evolução da formação bruta de capital fixo, que estagnou em 2008 (4,8% em 2007), e para a qual se antecipa uma contracção superior a 10% em 2009.

As exportações de bens e serviços registaram igualmente um comportamento desfavorável em 2008, tendo crescido somente 1% (5,9% em 2007). Tal como já vem sendo referido no caso de outras variáveis, também aqui se constatou uma progressiva deterioração ao longo do ano, generalizada a todo o tipo de mercadorias, mas particularmente acentuada nos bens intermédios. Esta degradação deverá estender-se a 2009, ano para o qual se estima uma contracção de 13,2% para este indicador. Uma análise mais detalhada evidencia que foi nas trocas com os EUA, Japão e Reino Unido que ocorreram as quedas mais significativas, tendo-se inclusivamente verificado um incremento no volume de trocas com os novos Estados-Membros da UE e com a Ásia (excluindo Japão), embora a taxas substancialmente inferiores às registadas em anos anteriores.

Por seu turno, o enfraquecimento da procura interna traduziu-se num notório abrandamento da evolução das importações, para 1,1% (5,3% em 2007). De facto, o padrão de comportamento deste indicador é bastante semelhante ao das exportações, estimando-se uma contracção de 10,5% em 2009.

Considerando o conjunto do ano, a procura externa líquida teve um contributo nulo para a expansão da actividade económica, embora este indicador tenha mesmo sido negativo no segundo semestre.

Efectuando uma análise por Estado-Membro, verifica-se que a dispersão entre os valores de crescimento real do PIB na Zona Euro se acentuou em 2008, podendo destacar-se a desaceleração observada na Irlanda e no Luxemburgo. Portugal apresentou um desempenho acima destes dois países, mas abaixo da generalidade dos países da Zona Euro, tendo a actividade económica estagnado em 2008.

Quadro 1.1 União Monetária Europeia: Contas nacionais

UEM - Contas nacionais		2003	2004	2005	2006	2007	2008
Produto interno bruto, PIB	tv em %	0,7	2,0	1,5	2,9	2,7	0,7
Consumo privado	tv em %	1,0	1,4	1,5	2,0	1,6	0,4
Consumo público	tv em %	2,0	1,6	1,4	1,9	2,2	1,8
Formação bruta de capital fixo	tv em %	1,3	2,3	3,3	5,5	4,8	0,0
Exportações de bens e serviços (a)	tv em %	1,3	7,4	5,0	8,3	5,9	1,0
Importações de bens e serviços (a)	tv em %	3,2	7,0	5,7	8,2	5,3	1,1
Inflação (IHPC)	tv em %	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3
Desemprego	tv em %	8,8	9,0	9,0	8,3	7,5	7,5
Produtividade do trabalho por hora trabalhada	tv em %	0,7	1,1	1,1	1,5	1,1	n.d.
Custos unitários do trabalho no total da economia	tv em %	1,6	0,8	1,3	1,1	1,7	n.d.
Taxa de juro de longo prazo	tv em %	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,3

Fontes: Eurostat e BCE

Nota: (a) Inclui comércio entre os países participantes da área do euro

tv - Taxa de variação

n.d. - não disponível

UEM considerando 16 Estados-Membros

Ao nível dos fluxos de investimento directo estrangeiro líquidos, observou-se uma contracção de 1% em 2008, um comportamento negativo mas que, ainda assim, traduz uma melhoria face ao ano anterior (-1,8%).

No mercado de trabalho, assistiu-se a uma estagnação da taxa de desemprego em valores similares aos do ano anterior. As remunerações auferidas pelos trabalhadores aumentaram 4,2% em 2008, valor apenas ligeiramente inferior ao observado em 2007 (4,6%).

A crise internacional e a necessidade de intervenção dos governos, quer através de apoios ao sector financeiro, quer através de pacotes de estímulo à actividade económica, implicou um agravamento do nível dos défices públicos, medidos em percentagem do PIB, para 1,9% (0,6% em 2007). Também a dívida pública, em percentagem do PIB subiu para 69,3% (66% em 2007). Refira-se que, em ambos os casos, se perspectiva uma deterioração em 2009, dada a amplitude das medidas entretanto implementadas.

A inflação, medida pelo índice harmonizado de preços no consumidor, aumentou em 2008 de forma significativa, (3,3% face a 2,1% em 2007), traduzindo o resultado para o conjunto do ano de uma evolução mista e bastante diferenciada entre os dois semestres, pautada pelo comportamento das principais *commodities* ao longo do ano.

Principais mercados financeiros internacionais

A turbulência dos mercados financeiros, que culminou numa grave crise de confiança e consequente liquidação de activos em larga escala, afectou todos os segmentos do mercado financeiro.

No que respeita aos preços das acções, estes assinalaram quedas acentuadas na generalidade dos mercados, incluindo os das economias emergentes que, durante a fase inicial da crise, pareciam relativamente imunes aos seus efeitos.

No conjunto do ano, o mercado accionista registou uma quebra de 48% na Zona Euro (Euronext) e de 44% nos EUA (New York Stock Exchange). Os títulos dos bancos, colocados no epicentro da crise financeira, sofreram desvalorizações mais acentuadas,

de 64% e 50%, respectivamente. Nas economias de mercado emergentes, a queda foi de aproximadamente 50% em 2008.

Num contexto marcado por elevados níveis de incerteza relativamente aos reais impactos da crise e à evolução das principais variáveis macroeconómicas, assistiu-se a uma vertiginosa subida das volatilidades implícitas nos mercados accionistas, especialmente nos últimos meses de 2008.

1.2. Evolução da conjuntura em Portugal

Crescimento

A nível nacional, os efeitos da crise internacional têm-se manifestado de forma expressiva na evolução das principais variáveis macroeconómicas. Caracterizada pelo seu elevado grau de abertura e reduzida dimensão do mercado interno, a economia nacional tem vindo sobretudo a ser afectada pela deterioração das perspectivas de crescimento económico dos seus principais parceiros comerciais, assim como pelo impacto da turbulência nos mercados financeiros internacionais sobre o sector bancário.

A economia nacional deverá ter registado uma estagnação em 2008, depois de uma variação positiva de 1,8% em 2007, pondo um fim à recuperação deste indicador que se tinha vindo a observar desde 2006. Esta *performance* coloca Portugal entre os países da União Europeia com pior desempenho, verificando-se um diferencial negativo de evolução face à média da Zona Euro, pelo sétimo ano consecutivo. As projecções do INE apontam para um valor do produto, a preços correntes, de cerca de 166,2 mil milhões de euros.

As estimativas mais recentes prevêem um agravamento da situação na parte final do ano, que transitou para o início de 2009. O PIB português em volume deverá ter diminuído 3,7% no primeiro trimestre de 2009, face ao período homólogo, valor que compara com uma quebra de 2% no último trimestre de 2008³. Para o conjunto de 2009, a taxa de variação do PIB prevista é de -3,7%.

O actual contexto de crise internacional tem evidenciado uma evolução desfavorável da procura, particularmente no que diz respeito aos mercados de exportação, o que vem acentuar a necessidade de reestruturação da economia portuguesa, direccionando a produção de bens e serviços para segmentos de maior valor acrescentado e mercados com elevadas perspectivas de valorização a médio e longo prazo.

O crescimento das exportações, que nos dois últimos anos se havia fixado em valores relativamente elevados, foi interrompido, tendo-se mesmo notado uma contracção de 0,4% (7,5% em 2007 e 8,7% em 2006), ultrapassando o abrandamento estimado para a procura externa, o que se traduz na ocorrência de uma perda de quota de mercado no conjunto do ano. Este comportamento decorreu da importante perda de dinamismo, quer ao nível das exportações de mercadorias (-1,3%), quer das exportações de serviços (1,7%). Em termos de mercados de destino, a principal redução ocorreu a nível intracomunitário, especialmente nos maiores mercados de referência das exportações nacionais, como a Espanha, a França e a Alemanha, tendo-se observado uma ligeira aceleração no que se refere ao mercado extra-comunitário (com destaque para Angola).

As importações, por seu turno, abrandaram de forma significativa, embora mantendo uma variação positiva de 2,1% (5,6% em 2007), superior à evidenciada para a procura interna, o que se traduziu num novo aumento da taxa de penetração das importações na economia nacional.

³ Fonte: INE.

Contrariamente às restantes componentes da despesa, o consumo privado manteve um incremento semelhante ao registado nos três anos anteriores, de 1,7% (1,6% em 2007), bastante acima do crescimento do PIB. Este comportamento não deixa de ser surpreendente, dado o enquadramento macroeconómico nacional e internacional, caracterizado por uma elevada degradação das condições de financiamento, bem como das expectativas de evolução do rendimento e emprego.

Esta variação foi suportada maioritariamente pela componente referente ao consumo de bens correntes, que acelerou 0,6 pontos percentuais, para 1,9%, já que ao nível dos bens duradouros, cujo comportamento apresenta habitualmente um carácter pro-cíclico, se constatou uma deterioração de 0,3% (4% em 2007).

Quadro 1.2 Portugal – Principais indicadores macroeconómicos

		2003	2004	2005	2006	2007	2008
Produto interno bruto, PIB	tv em %	-1,2	1,3	0,5	1,4	1,8	0,0
Procura interna total	tv em %	-2,0	2,3	0,8	0,8	1,5	0,9
Consumo privado	tv em %	-0,2	2,7	2,1	1,9	1,6	1,7
Consumo público	tv em %	0,2	2,5	2,0	-1,4	0,0	0,5
Formação bruta de capital fixo	tv em %	-7,4	0,3	-3,1	-0,7	2,8	-1,7
Exportações de bens e serviços	tv em %	3,9	4,8	1,6	8,7	7,5	-0,4
Importações de bens e serviços	tv em %	-0,9	7,0	2,2	5,2	5,6	2,1
Rendimento disponível das famílias, RD	tv em %	--	--	--	--	--	--
Rendimento disponível dos particulares (e)	tv em %	-0,1	1,7	0,9	0,7	0,0	2,2
Taxa de poupança interna	em % do PIB	16,9	15,3	12,6	11,7	12,4	10,3
Sector Privado (a)	em % do PIB	18,3	17,7	15,7	13,4	12,5	11,2
Particulares	em % do RD	10,4	10,2	9,3	8,1	6,2	6,5
Empresas	em % do PIB	10,9	10,5	9,0	7,7	8,2	6,6
Administrações Públicas	em % do PIB	-2,7	-2,4	-3,2	-1,7	-0,1	-0,9
Taxa de inflação (IPC) (b)	média anual, %	3,3	2,4	2,3	3,1	2,5	2,6
Taxa de inflação de transaccionáveis	média anual, %	2,7	1,6	1,9	3,2	2,2	2,4
Taxa de inflação de não-transaccionáveis	média anual, %	4,5	3,8	3,0	2,7	2,8	3,1
Taxa de desemprego	em %	6,3	6,7	7,6	7,7	8,0	7,6
Emprego total (c)	tv em %	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,4
Emprego por conta de outrem (c)	tv em %	-0,6	1,2	0,8	0,8	-0,3	0,9
Remunerações nominais por trabalhador, total da economia (d)	tv em %	2,2	2,3	2,9	2,7	3,4	3,0
Remunerações reais (e)	tv em %	-1,1	-0,1	0,2	-0,4	0,7	0,4
Produtividade por empregado	tv em %	-0,8	1,0	0,3	0,5	1,7	-0,5
Custos unitários do trabalho, total da economia (d)	tv em %	3,0	1,4	2,4	1,4	1,6	3,4
Taxas de juro							
Taxa de juro Euribor a 3 meses	em %, Dez.	2,1	2,2	2,5	3,7	4,8	3,3
Taxa de rendibilidade das OT a taxa fixa a 10 anos	em %, Dez.	4,4	3,6	3,5	4,0	4,5	4,0
Empréstimos a Particulares para Habitação	em %, Dez.	3,8	3,8	3,7	4,8	5,5	5,9
Empréstimos e outros créditos a sociedades não financeiras	em %, Dez.	4,4	4,3	4,4	5,4	6,2	6,1
Depósitos e equiparados até 2 anos	em %, Dez.	2,0	2,0	2,1	2,7	3,6	4,0
Índice de cotações de acções (PSI-Geral)	tvh em %, Dez.	17,4	18,0	17,2	33,3	18,3	-49,7
Saldo global das administrações públicas (f)	em % do PIB	-5,4	-5,2	-6,1	-3,9	-2,6	-2,6
Dívida pública bruta consolidada	Dez, em % do PIB	59,6	58,6	63,6	64,7	63,5	66,4

Fonte: Relatórios Anuais do Banco de Portugal

Notas:

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

(b) IPC total com habitação

(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) Utilizando o deflador do consumo privado

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

tv - Taxa de variação

tvh - Taxa de variação real

tvh - Taxa de variação homóloga

O consumo público deverá ter sofrido, em 2008, uma evolução, em termos reais, próxima de zero, traduzindo uma redução estimada no número de funcionários públicos, em conjugação com um aumento das despesas em bens e serviços e reflectindo o comportamento do consumo intermédio e das prestações sociais em espécie.

Ao nível da formação bruta de capital fixo (FBCF), voltou a assinalar-se uma redução, de 1,7%, depois dos sinais positivos registados em 2007 (crescimento de 2,8%), sendo de destacar o comportamento particularmente negativo do sector da construção. Desde 2000, a contracção acumulada deste indicador ascende a cerca de 10%, contrastando marcadamente com a evolução ao nível da Zona Euro, na qual se observou uma expansão de 17%, em idêntico período.

No início de 2009, verificou-se um agravamento no ritmo de diminuição da formação bruta de capital fixo, evidenciando novamente as dificuldades sentidas pela economia. No primeiro trimestre de 2009, as vendas de veículos ligeiros de passageiros sofreram uma quebra de 42,5%, os veículos comerciais ligeiros uma variação de -40,6% e veículos pesados uma deterioração de 39,3%. No mesmo período, as vendas de cimento das empresas nacionais para o mercado interno reduziram-se em 16,9%, em termos homólogos. Esta quebra da FBCF reflecte um perfil de crescente desaceleração, encontrando-se associada quer ao aumento acentuado dos custos de financiamento (em conjugação com uma elevada contracção na liquidez face à menor disponibilidade dos bancos para conceder crédito), quer ao adensamento da crise financeira internacional e à sua interacção com a actividade económica mundial.

O Valor Acrescentado Bruto deverá ter estagnado em 2008 (variação de 2,1% em 2007), traduzindo o resultado anual um perfil de moderado crescimento nos três primeiros trimestres e um significativo recuo nos últimos três meses do ano. Os sectores que apresentaram reduções mais relevantes foram a construção (-5,5%) e a indústria (-3,5%). Inversamente, registou-se um incremento expressivo no sector da agricultura e pescas, mantendo a sua tendência histórica de elevada volatilidade quanto a este indicador.

No que concerne ao mercado de trabalho em 2008, verificou-se uma diminuição da taxa de desemprego, em 0,4 pontos percentuais, para 7,6% (8% em 2007). Esta evolução decorreu, sobretudo, da criação líquida de emprego pela economia.

Emprego, produtividade e salários

Efectivamente, e para o conjunto do ano em análise, o emprego total da economia aumentou 0,4% (em 2007, este valor havia permanecido virtualmente inalterado). Refira-se, no entanto, que a criação de emprego ocorreu no primeiro semestre, tendo-se inclusivamente observado alguma contracção na segunda metade do ano. Continuou, ainda, a manter-se a tendência de redução do peso dos contratos sem termo no total, em contrapartida do acréscimo do número de trabalhadores com contratos com termo ou de prestação de serviços.

Este comportamento, conjugado com a variação constatada ao nível do PIB, resultou num decréscimo da produtividade do trabalho em 0,5% (crescimento de 1,7% em 2007).

No que respeita à taxa de desemprego, refira-se que 2008 marcou uma inversão na tendência de crescimento deste indicador, que se tinha vindo a constatar de forma ininterrupta desde 2000, tendo atingido em 2007 o valor mais elevado dos últimos 20 anos. Conjuntamente com esta evolução sistemática, tem sido evidenciado o surgimento de uma nova componente não cíclica (ou estrutural) do desemprego, num contexto marcado pela diminuição do crescimento potencial da economia ao longo da última década. Importa ainda mencionar, a este respeito, que nesse período se alteraram algumas das vantagens comparativas da economia portuguesa, denotando-se uma concorrência externa acrescida em alguns sectores, sem esquecer a persistência de alguns factores desfavoráveis, tais como a rigidez da legislação laboral ou o reduzido nível de capital humano.

No contexto actual, caracterizado por expectativas de inflação reduzidas, importa salientar que um aumento significativo de salários, não acompanhado por equivalentes ganhos de produtividade, representa um risco acrescido, podendo contribuir para o agravamento das condições do mercado de trabalho. Refira-se que, em 2008, se observou um recuo da produtividade do trabalho no sector privado, de 0,3%, um facto inédito neste sector da economia nacional.

Em 2008, a diminuição do desemprego reflectiu, sobretudo, a variação do desemprego das mulheres (-7,6%), uma vez que no caso dos homens este indicador evidenciou apenas uma ligeira redução. A taxa de desemprego dos jovens diminuiu 0,2 pontos percentuais, para 16,4%, sendo de assinalar uma notória divergência entre os mais (ensino superior) e menos (ensino básico) qualificados, que apresentaram taxas de 27,1% e 18,7%, respectivamente. Apesar da maior incidência, a duração do desemprego é substancialmente inferior no caso dos jovens mais qualificados (6,7 meses em 2008, contra 10 a 13 meses no caso dos que apresentam menores qualificações).

Preços Em 2008, a taxa de inflação (IHPC) aumentou para 2,7% (2,4% em 2007), reflectindo a evolução ocorrida durante o ano ao nível de algumas das suas principais componentes, tais como a energia e as matérias-primas não energéticas. No entanto, é de mencionar o comportamento diferenciado deste indicador entre os primeiros 9 meses e o último trimestre do ano, já que nos últimos meses de 2008 se assistiu a um claro movimento de abrandamento no crescimento dos preços.

A tendência de redução do ritmo da inflação dos preços continuou em 2009, tendo, em Abril, a taxa de variação homóloga deste indicador sido fixada em -0,6%, um valor idêntico ao do mês anterior, o que levou à diminuição, em 0,3 pontos percentuais, da taxa de variação média anual, que atingiu 1,6%.

A aceleração do nível de preços observada nos primeiros três trimestres de 2008 decorreu sobretudo do comportamento dos bens energéticos, em linha com o comportamento do petróleo nos mercados internacionais.

Em Portugal, nos últimos cinco anos, a inflação tem apresentado, em termos médios anuais, uma evolução relativamente estável, assumindo variações inferiores a 1 ponto percentual, em termos absolutos. Esta situação deve-se, em larga medida, à adesão de Portugal ao euro, uma vez que tal terá contribuído para a estabilização das expectativas de inflação, um elemento determinante na fixação dos salários. Importa ainda referir que o diferencial de variação de preços entre Portugal e a Zona Euro tem vindo a reduzir-se, passando a apresentar um valor negativo a partir de Setembro de 2007. Um dos factores que poderá ter concorrido para o comportamento da inflação em Portugal face à área do Euro foi a redução da taxa normal de IVA em 1 ponto percentual, a partir de Julho de 2008.

Finanças públicas A crise económica e as medidas que, um pouco por todo o Mundo, têm sido adoptadas, numa tentativa de mitigação dos seus efeitos, tiveram um importante impacto sobre a evolução orçamental, especialmente nos últimos meses do ano.

Ainda assim, o défice total das administrações públicas na óptica das contas nacionais fixou-se em 2,6% do PIB, um valor idêntico ao de 2007, o que permitiu, pelo segundo ano consecutivo, a manutenção abaixo do valor de referência de 3% do PIB. Atendendo ao objectivo oficial, de 2,2%, constata-se o efeito dos impactos anteriormente referidos, que conduziram à obtenção de um valor menos favorável. A execução foi marcada pela evolução da despesa corrente primária (aumento de 0,9 pontos percentuais em

rácio do PIB), compensada pela implementação de um número relevante de medidas temporárias (1,1% do PIB), decorrentes do alargamento de concessões em vigor ou de novas concessões nos sectores rodoviário e da energia hidroeléctrica.

O rácio de dívida pública, depois do comportamento positivo de 2007 (redução para 63,5% do PIB), registou um aumento significativo, para 66,4% do produto, evolução influenciada, sobretudo, pelos ajustamentos défice-dívida e pelo impacto negativo do diferencial entre a taxa de juro implícita na dívida pública e a taxa de crescimento do PIB nominal.

As receitas correntes cresceram de forma moderada (2,1%), reflectindo o incremento de 1,9% das receitas fiscais, cujo peso no PIB permaneceu inalterado (37,5%), quebrando a tendência de forte acréscimo observada nos dois anos anteriores. Este comportamento denota algum esgotamento da capacidade das medidas de melhoria da eficiência da máquina fiscal para impulsionar o crescimento da receita, e decorreu do aumento da receita de impostos sobre o rendimento e o património (0,2% do PIB), do incremento das contribuições sociais (0,3% do PIB) e da redução da colecta dos impostos sobre a produção e a importação (0,4% do PIB). O facto de o consumo privado e a massa salarial do sector privado terem crescido a taxas superiores às do PIB concorreu para o incremento das receitas fiscais. Em sentido oposto, pode referir-se o corte da taxa normal de IVA. A subida das contribuições sociais reflectiu, sobretudo, o comportamento positivo das prestações efectivas do subsistema da Segurança Social, que cresceram 4,8%, em linha com a variação da massa salarial do sector privado, acima referido.

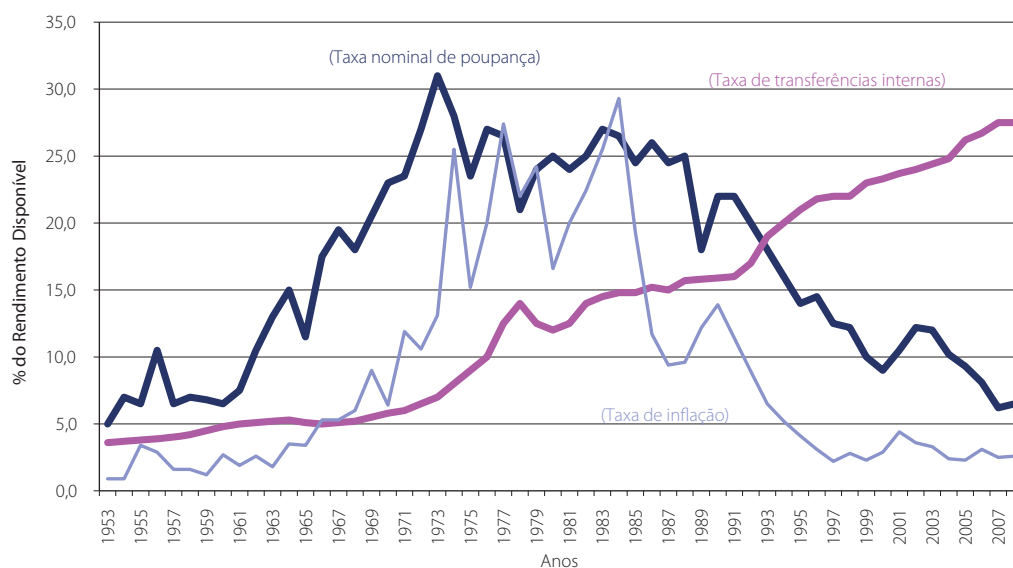
A despesa corrente primária apresentou um crescimento de 4,1%, que se reflectiu num aumento de 0,9 pontos percentuais no peso desta componente no PIB, passando a representar 43,2% e contribuindo para a deterioração do défice orçamental, contrastando com o comportamento registado nos últimos dois anos. Este incremento foi determinado pela evolução da despesa em pensões e, em menor medida, pelo comportamento do consumo intermédio, já que o peso das restantes componentes, em percentagem do PIB, estabilizou.

As despesas com pessoal interromperam, em 2008, a trajectória descendente observada ao longo dos últimos anos, fixando-se em torno de 12,9% do PIB. As razões subjacentes a este comportamento deverão ter sido a superior actualização da tabela salarial (2,1%, que compara com 1,5% nos dois anos anteriores) e a menor redução líquida de funcionários.

Ao nível das receitas e despesas de capital, observou-se uma deterioração ligeira do seu saldo, excluindo medidas temporárias. O investimento público contraiu-se fortemente, em termos nominais (5,8%), afectado pela aceleração da receita proveniente da alienação de imóveis. Sem este efeito a evolução seria positiva, contrastando com a taxa de variação negativa registada no ano anterior. As outras despesas de capital dilataram de forma muito expressiva (31%) o que é explicado, em larga medida, pela contabilização como transferência de capital do montante relativo à eliminação do défice tarifário do sector eléctrico, em contas nacionais.

Poupança, rendimento disponível e endividamento

Apesar do crescimento observado no consumo privado (1,7%), este evoluiu pela primeira vez, nos anos mais recentes, a um ritmo inferior ao do rendimento disponível, pelo que deverá ter ocorrido um ligeiro aumento da taxa de poupança, de cerca de 0,3 pontos percentuais, para 6,5%, depois da forte quebra registada em 2007 (cerca de 2 pontos percentuais).

Gráfico 1.2 Portugal – Poupança e taxa de transferência do Estado para as famílias

Fonte: Banco de Portugal

O dinamismo do rendimento dos particulares resultou, sobretudo, do incremento das remunerações do trabalho e do comportamento favorável do emprego por conta de outrem, sendo também influenciado pela desaceleração das contribuições sociais e impostos directos pagos, assim como pela evolução dos rendimentos de empresa e propriedade (com destaque para os juros de depósitos, que aumentaram significativamente, traduzindo o nível mais elevado das taxas de juro e a procura acrescida destes produtos, em resultado da maior aversão ao risco). Em sentido inverso, refira-se o abrandamento das transferências para as famílias, que sofreram uma evolução em linha com a do rendimento disponível.

A elevada expansão dos empréstimos bancários a particulares, embora mostrando um perfil de desaceleração ao longo do ano, terá igualmente contribuído para a evolução do consumo privado observada. Em Dezembro de 2008, os empréstimos bancários a particulares (corrigidos de sazonalidade) apresentavam uma taxa de crescimento trimestral anualizada de 2,2% (8,6% em Dezembro de 2007), podendo destacar-se a forte descida verificada no segmento de consumo e outros fins.

A conjugação de um conjunto alargado de factores, nomeadamente a interrupção na tendência de redução da taxa de poupança, o aumento do rendimento disponível a taxas superiores às do consumo privado e o abrandamento dos impostos sobre o rendimento das famílias terão contribuído para o incremento da capacidade de financiamento dos particulares para 1,2% do PIB, em 2008.

O fluxo de empréstimos contraídos por particulares foi, em 2008, muito inferior ao observado ao longo da última década, o que contribuiu para a quase estabilização do seu rácio de endividamento, medido em percentagem do rendimento disponível, depois dos expressivos incrementos registados nos últimos anos. Esta mudança deverá ter reflectido quer o comportamento da oferta, nomeadamente o carácter mais restritivo dos critérios de aprovação das operações (subida dos *spreads* de taxa de juro, especialmente nas operações com maior risco, e influência sobre o rácio *loan-to-value* e as maturidades contratadas), quer a evolução ao nível da procura, influenciada pelo

aumento das taxas de juro de referência no primeiro semestre de 2008 e a redução da confiança dos consumidores para níveis muito baixos.

Ainda assim, o grau de endividamento dos particulares portugueses continuou a ser um dos mais elevados da Zona Euro, apesar da generalização de incremento da dívida deste agregado, no decurso dos últimos anos. No final de 2007, o nível atingido em Portugal só era inferior ao registado pelos Países Baixos, e comparável ao observado no Reino Unido. Refira-se, no entanto, que à expansão do endividamento tem correspondido um acréscimo da riqueza, na medida em que este se traduziu na aquisição de activos reais. Efectivamente, no final de 2008, cerca de 75% do endividamento dos particulares correspondia a crédito bancário para aquisição de habitação.

No que respeita às sociedades não financeiras, as necessidades de financiamento representaram, em 2008, 10,3% do PIB, um valor marcadamente superior ao verificado em 2007.

Esta evolução decorreu essencialmente da redução adicional da poupança corrente em percentagem do PIB, uma tendência que tem vindo a ser seguida desde 2004, reflectindo a deterioração dos resultados operacionais das empresas. Observou-se igualmente um montante elevado de rendimentos pagos por este sector como remuneração do capital investido, quer sob a forma de juros, quer de dividendos.

A instabilidade dos mercados financeiros e a sua transmissão à economia real contribuíram para a evolução desfavorável da produção e do investimento das sociedades não financeiras, tendo-se materializado negativamente sobre a procura dirigida às empresas portuguesas e numa maior dificuldade de acesso ao crédito.

À semelhança de anos anteriores, as necessidades de financiamento deste agregado foram satisfeitas através da ampliação da dívida junto do sector financeiro, maioritariamente através de empréstimos bancários, cuja taxa de variação anual registou um crescimento (10,5%) apenas marginalmente inferior ao de 2007.

Mercados financeiros

Os principais índices bolsistas europeus e norte-americanos apresentaram, em 2008, quebras muito relevantes, não tendo o índice português PSI-20 constituído, nesta matéria, uma excepção. A queda acumulada na cotação era, no final do ano, de 51%, tendo regressado a valores de 2003. Esta redução ocorreu durante todo o ano, mas em particular no mês de Outubro, na sequência da agudização da crise financeira internacional a partir de Setembro.

As perdas dos títulos do sector financeiro foram mais expressivas do que a média do mercado, tendo o seu peso na capitalização total caído para 18,4% no final do ano (26,5% no final de 2007).

O ano foi também marcado pelo incremento da emissão líquida de dívida das administrações públicas, que foram responsáveis por cerca de metade do aumento das emissões por residentes. Esta variação decorreu, por um lado, da necessidade de financiamento do défice público e, por outro, do acréscimo dos activos financeiros detidos pelas administrações públicas e da redução das transacções em Passivos financeiros não incluídos na dívida pública.

Impacto sobre as contas externas

Estima-se que as necessidades de financiamento da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital em percentagem do PIB,

tenham subido de 8,1% para 10,5%, regressando a uma tendência de agravamento do desequilíbrio externo português, interrompida em 2007. Esta evolução explica a deterioração acentuada do défice da balança de bens e serviços, em virtude do desenvolvimento desfavorável dos termos de troca face ao aumento do preço do petróleo (em média anual) e à contracção das exportações, num contexto em que a penetração de importações continuou a amplificar-se.

Em termos macroeconómicos, este comportamento traduziu-se na redução da taxa de poupança interna, num ligeiro incremento das transferências líquidas de capital e na manutenção da taxa de investimento da economia em níveis relativamente próximos dos de 2007.

O aumento das necessidades de financiamento da economia nacional face ao exterior decorreu principalmente da variação registada pelo sector privado não financeiro, cujas necessidades de financiamento observaram uma subida de 1,8 pontos percentuais do PIB, tendo-se verificado uma estabilização ao nível das administrações públicas e do sector financeiro. Dentro do agregado sector privado não financeiro, o comportamento acima identificado ficou a dever-se às sociedades não financeiras, uma vez que no caso dos particulares se verificou um acréscimo de 0,5 pontos percentuais do PIB na sua capacidade de financiamento.

Não tendo ocorrido, face a 2007, uma alteração significativa dos níveis de investimento, conclui-se que o incremento da necessidade de financiamento das sociedades não financeiras resultou sobretudo da diminuição da poupança, condicionada pela redução do excedente bruto de exploração, em resultado da expansão da massa salarial. Por outro lado, uma parcela mais alargada do rendimento gerado foi distribuída sob a forma de juros, como consequência do nível de endividamento acrescido e da subida das taxas de juro.

Conforme já referido, o aumento da poupança dos particulares resultou essencialmente do crescimento do rendimento disponível a uma taxa superior à do consumo privado, tendo-se igualmente assistido a uma estabilização do seu grau de endividamento (em percentagem do rendimento disponível).

Refira-se ainda o distinto comportamento das balanças corrente e de capital, tendo o défice da primeira registado uma subida de 2,7 pontos percentuais do PIB, essencialmente em resultado da evolução da balança de mercadorias e, em menor medida, da balança de rendimentos. Por seu lado, a balança de capital viu o seu excedente ampliar em 0,4 pontos percentuais, influenciada pela sobreposição temporal de projectos ainda financiados pelo III Quadro Comunitário de Apoio e de iniciativas já abrangidas pelo Quadro de Referência Estratégico Nacional.

Balança de pagamentos

Em 2008, o desequilíbrio externo da economia nacional, traduzido pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital, foi financiado, à semelhança do observado em 2007, pelo aumento de investimento detido por investidores externos, cujo peso aumentou 2,1 pontos percentuais do PIB. A este respeito, refira-se, igualmente, a importância do regresso à tendência de crescimento do investimento directo estrangeiro (0,6%), a qual em 2007 sofreu uma contracção equivalente a 1,1% do PIB.

Quadro 1.3 Portugal – Balança corrente de capitais vs capacidade líquida de financiamento da economia

Saldos em percentagem do PIB (a)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Balança corrente	-6,1	-7,6	-9,5	-10,0	-9,4	-12,1
Mercadorias	-9,1	-10,3	-11,0	-10,8	-10,8	-12,9
Serviços	2,6	2,8	2,6	3,2	4,0	3,9
dos quais:						
Viagens e turismo	2,7	2,8	2,5	2,6	2,8	2,7
Rendimentos	-1,7	-2,1	-2,6	-4,1	-4,2	-4,7
Transferências correntes	2,1	2,0	1,5	1,6	1,6	1,5
das quais:						
Remessas de emigrantes/imigrantes	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	1,1
Balança de capital	1,9	1,5	1,2	0,8	1,3	1,7
Balança corrente + balanço de capital	-4,2	-6,1	-8,3	-9,2	-8,1	-10,5
Capacidade (+)/Necessidade (-) líquida de financiamento dos diversos Sectores Económicos:						
Sector privado do qual:	1,0	-0,6	-2,2	-5,3	-5,7	-7,5
Particulares	3,2	2,8	3,2	2,1	0,7	1,2
Empresas	-2,2	-3,4	-5,4	-7,4	-6,4	-8,7
Sociedades não financeiras	-2,6	-4,1	-5,9	-7,4	-8,0	-10,3
Sector financeiro	0,4	0,7	0,5	0,0	1,6	1,6
Administrações Públicas (b)	-5,2	-5,5	-6,1	-3,9	-2,6	-2,7
Exterior	4,1	6,1	8,3	9,3	8,4	10,2
<i>Por memória:</i>						
Sector privado não financeiro	0,6	-1,3	-2,7	-5,3	-7,3	-9,1
Balança financeira (variação líquida de activos e passivos)	3,7	6,5	8,8	9,1	8,0	10,9
Investimento directo	0,4	-3,1	1,0	2,2	-1,1	0,6
excluindo a Zona Franca da Madeira e de Santa Maria (Açores)	0,7	-0,8	0,9	1,5	-0,9	0,5
Investimento de carteira	-4,7	0,0	-0,8	1,7	6,2	8,3
Derivados financeiros	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,2
Outro investimento	3,8	8,7	8,1	3,6	2,4	1,9
Activos de reserva	4,2	1,1	1,0	1,2	0,4	0,0

Fonte: Relatórios Anuais do Banco de Portugal

Notas: (a) - Estimativas do Banco de Portugal a partir das Contas Nacionais do INE para os anos de 1995 a 2003 (SEC95).

(b) - O valor da necessidade líquida de financiamento das administrações públicas, obtido numa base de contas nacionais em SEC95, difere ligeiramente do valor para o défice, apurado de acordo com as regras do procedimento dos défices excessivos, dado que (neste último caso) as operações de *swap* e os *FRA* são consideradas como operações não financeiras, afectando as despesas em juros.

Os valores relativos a 2003 e 2004 foram ajustados dos efeitos directos da cedência de créditos tributários e da transferência de activos de empresas de capitais públicos para as administrações públicas.

1.3. Impacto da evolução conjuntural e do mercado de capitais sobre o mercado segurador e de fundos de pensões

Evolução global do sector segurador e de fundos de pensões

Em 2008, o contexto macroeconómico particularmente adverso em que se desenvolveu a actividade do sector segurador e de fundos de pensões nacional repercutiu-se, de forma significativa, sobre a *performance* do sector, quer a nível técnico, quer financeiro.

Efectivamente, as fortes quebras averbadas pela generalidade dos mercados accionistas, em conjugação com as perdas nos mercados obrigacionistas decorrentes do expressivo alargamento dos *spreads* de crédito, traduziram-se num impacto apreciável ao nível dos activos financeiros das carteiras das empresas de seguros e dos fundos de pensões. No primeiro grupo de empresas registou-se uma redução de 750 milhões de euros no montante dos activos representativos das Provisões técnicas, enquanto no segundo se deu uma contracção na ordem dos 2.074 milhões de euros.

Em termos de produção nos ramos Não Vida, cuja evolução se encontra mais directamente correlacionada com a da actividade económica, verificou-se uma quebra de cerca de 2%. Em contrapartida, e motivados sobretudo pelo movimento de fuga para investimentos menos arriscados ou com rendibilidades garantidas, em função das consequências da crise financeira na *performance* de alguns produtos, os reinvestimentos no ramo Vida foram maioritariamente responsáveis pelo crescimento da produção de 18,6%. Tal resultou, essencialmente, do aumento de 27,3% das entregas de contratos de investimento, assim como do incremento de 7,2% nos prémios brutos emitidos de contratos de seguro.

Não obstante as variações obtidas ao nível da produção, os resultados técnicos do ramo Vida foram afectados pela deterioração dos mercados de capitais, tendo-se cifrado em cerca de -33 milhões de euros. Contudo, saliente-se que mais de metade das empresas de seguros (12) que exploram o ramo Vida apresentaram valores positivos para este indicador. A actividade Não Vida, apesar de ter sofrido um decréscimo de aproximadamente 60% nos resultados técnicos, conseguiu, ainda assim, obter um valor positivo de 148 milhões de euros. Deste modo, o contexto negativo em que se desenvolveu a actividade seguradora em 2008 foi responsável pelo recuo de 12 pontos percentuais na taxa de cobertura da margem de solvência que, ainda assim, manteve um valor robusto de 157%.

Perspectivas para o futuro próximo

As perspectivas da evolução macroeconómica para 2009 são bastante reservadas, perspectivando-se um agravamento da crise económica face a 2008, devendo a retoma iniciar-se em 2010. Com efeito, a generalidade das instituições prevê que a inversão do ciclo económico ocorra durante algures em 2009, o que permitirá alguma recuperação dos índices de confiança dos investidores relativamente ao risco de crédito, o que poderá conduzir a uma redução dos *spreads* e à regularização do acesso ao crédito para as empresas e indivíduos, facilitada também pelas perspectivas de baixas taxas de juro oficiais. Os mercados accionistas deverão caracterizar-se ainda por elevados níveis de volatilidade, embora se antecipe uma recuperação dos índices accionistas face aos valores mínimos registados. No que concerne à economia real, o panorama apresenta-se mais complexo, nomeadamente face à incerteza acerca do comportamento do emprego e do seu impacto sobre as restantes variáveis macroeconómicas.

Neste contexto, podem identificar-se um conjunto de desafios futuros para a actividade seguradora e de fundos de pensões na medida em que, embora se possa antecipar uma ligeira recuperação dos retornos dos activos financeiros, os mercados continuarão a ser marcados pela existência de alguma instabilidade. Para além disso, o previsível incremento dos níveis de sinistralidade nos ramos Não Vida, historicamente associado a períodos de crise, o aumento do nível de competitividade no mercado, os desafios colocados pelo baixo nível das taxas de juro e a necessidade de adaptação às alterações regulatórias que previsivelmente surgirão como resposta à crise deverão continuar a merecer uma especial atenção por parte dos operadores e das autoridades de supervisão.