



1

ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO



1. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

1.1. Evolução da conjuntura no mundo e na União Europeia

Comércio, produto interno e investimento: perspectiva plurianual

O crescimento económico global, apesar de apresentar um padrão heterogéneo entre as diferentes zonas geográficas, manteve em 2007 uma taxa elevada (4,9%, em comparação com 5% e 4,4% em 2006 e 2005, respectivamente), apresentando um valor ligeiramente inferior ao de 2006 mas situando-se, apesar disso, e pelo quinto ano consecutivo, superior à média de longo prazo.

No que respeita ao comércio mundial de bens e serviços, foi registada, em 2007, uma variação positiva de 6,8%, cerca de 2,5 pontos percentuais abaixo do valor observado no ano anterior, mas ainda assim acima da média de longo prazo. O comércio de serviços apresentou um dinamismo superior ao de bens, com destaque para o crescimento do sector do turismo.

Nos fluxos globais de investimento directo estrangeiro, o acréscimo foi de aproximadamente 18% em 2007 (38% e 27% em 2006 e 2005, respectivamente), generalizado a todas as regiões, sendo que cerca de 65% do total foi absorvido pelas economias avançadas.

Refira-se que quer o Produto Interno Bruto (PIB) quer o comércio mundial registaram uma desaceleração na parte final do ano (quarto trimestre), afectados pela subida dos preços internacionais das matérias-primas e por uma acentuada deterioração dos mercados financeiros.

Este abrandamento foi mais notório nas economias avançadas e, em particular, nos Estados Unidos da América (EUA).

Turbulência nos mercados financeiros

A turbulência verificada nos mercados financeiros internacionais, com início em Agosto de 2007, nos EUA, teve a sua origem no mercado hipotecário de maior risco (*subprime*). Num contexto de subida das taxas de juro e correcção dos preços das habitações, o forte aumento dos níveis de incumprimento manteve-se limitado a este sector, tendo, contudo, os seus efeitos alastrado, a partir de meados do ano, para outros mercados financeiros, em resultado da falência de empresas especializadas na concessão de crédito hipotecário, o que acarretou dificuldades aos operadores financeiros em geral.

A súbita quebra de confiança dos investidores deu origem a uma reavaliação do risco e a uma redução abrupta na liquidez, sendo observado um forte aumento dos *spreads* da dívida privada, mais evidente nos EUA. No caso das empresas não financeiras com *rating* AA, os diferenciais entre a dívida pública e privada, no final de 2007, ascendiam a 139 pontos base (54 em 2006) nos EUA e a 53 na Zona Euro (22 em 2006). No caso dos bancos, fortemente penalizados com a referida turbulência, os diferenciais eram de 250 pontos base (75 em 2006) nos EUA e de 105 na Zona Euro (35 em 2006). A intervenção dos bancos centrais, através de operações de cedência de liquidez, conseguiu trazer alguma estabilização aos mercados, evitando um agravamento da situação.

No segmento accionista, o segundo semestre trouxe igualmente uma deterioração das condições de mercado, registando um aumento da volatilidade e uma desvalorização das cotações. Aos ganhos acumulados no primeiro semestre seguiu-se uma forte queda, motivada pela incerteza em torno da gravidade da crise, ocorrendo, contudo, uma recuperação na parte final do exercício. No total do ano, registaram-se ganhos nos principais índices accionistas mundiais, com excepção do Nikkei (índice da praça japonesa, que sofreu uma descida de cerca de 11%), tendo o sector financeiro acumulado perdas significativas. Os índices accionistas dos mercados emergentes apresentaram expressivas valorizações em 2007.

Tendências inflacionistas

A inflação aumentou em termos globais (4%, em comparação com 3,7% nos dois anos anteriores), impulsionada pela subida dos preços dos bens alimentares e da energia. No entanto, este acréscimo fez-se sobretudo sentir nas economias emergentes e em desenvolvimento (6,3%), dado que nas avançadas se observou

um ligeiro decréscimo no valor deste indicador (2,2%). O rápido incremento verificado no preço das *commodities* reflecte essencialmente o aumento sustentado da procura por parte dos países emergentes face à incapacidade de resposta da oferta.

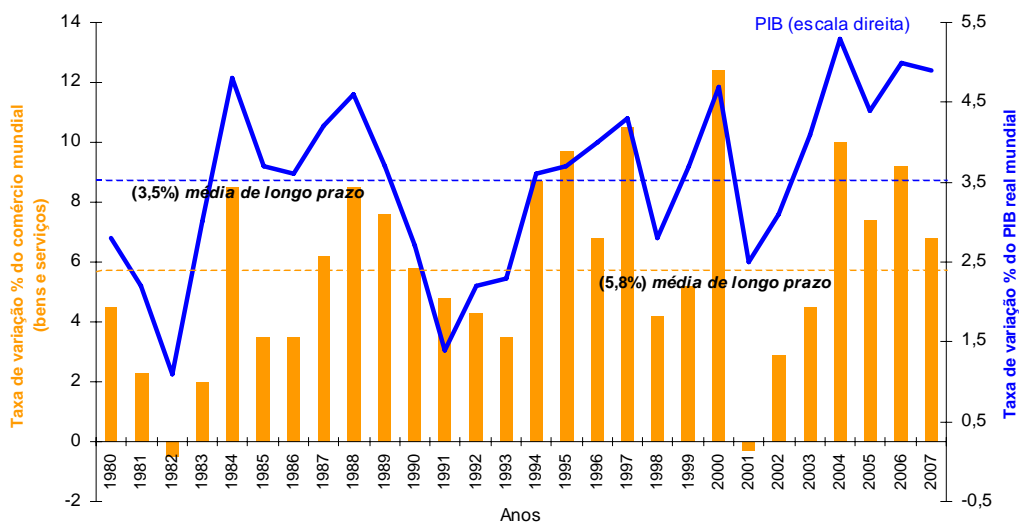
A valorização das matérias-primas não energéticas registou, em termos médios anuais, uma subida de 9,2%, quando contabilizada em euros. No caso do petróleo, a tendência de aumento de preço em 2007 foi apenas temporariamente interrompida em Agosto, na sequência da turbulência ocorrida nos mercados financeiros, tendo o barril de *brent* atingido um valor de cerca de 95 USD no final do ano, traduzindo uma variação superior a 55% quando comparado com o valor no final de 2006. Em termos médios anuais, se avaliado em euros, o aumento foi de apenas 9,5%, o que traduz uma variação praticamente nula, dada a depreciação do dólar no mesmo período. Relativamente às matérias-primas alimentares e industriais, o acréscimo nos preços, expressos em dólares, foi de 28,2% e 15,8%, respectivamente.

A elevada valorização das matérias-primas registada em 2007 traduziu-se num acréscimo de 44% do correspondente índice de preços, calculado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI).

Para além da pressão da procura e das limitações da oferta, já referidos, a depreciação efectiva da moeda norte-americana constituiu igualmente um factor impulsionador dos preços. Estudos do FMI demonstram que, a longo prazo (60 meses), a uma desvalorização de 1% daquela moeda corresponde uma valorização mais do que proporcional de matérias-primas como o ouro (1,17%), o petróleo (1,58%) ou o cobre (1,8%), a preços constantes. Efectuando uma simulação para um cenário de manutenção da taxa de câmbio do dólar nos seus níveis máximos de 2002, o mesmo estudo conclui que tal se traduziria, no final de 2007, em valores nominais inferiores em 250 USD por cada onça de ouro, em 25 USD por cada barril de petróleo e em cerca de 12% para as *commodities* não energéticas.

Outros factores a ter em conta são o abrupto movimento de descida das taxas de juro nos EUA e a crescente utilização de algumas matérias-primas na produção de biocombustíveis, responsável por cerca de metade do aumento da procura dos principais produtos agrícolas. A existência de tensões geopolíticas, envolvendo particularmente importantes países produtores, é também apontada como justificação para a manutenção dos actuais níveis de preços, em especial no caso do petróleo.

Gráfico 1.1 Produto interno bruto e comércio mundial



Fonte: Fundo Monetário Internacional

O cenário global

A conjuntura económica internacional afectou de forma diferenciada os principais blocos económicos mundiais, tendo um impacto distinto nas diferentes áreas geográficas.

Na generalidade dos casos, nas economias avançadas, verificou-se um abrandamento no ritmo de crescimento económico, em paralelo com uma redução dos níveis de inflação. O destaque vai para os novos países/regiões industrializados da Ásia (Coreia, Hong-Kong, Taiwan e Singapura), com uma variação do produto de 5,6% em 2007, valor idêntico ao do ano anterior. A inflação sofreu um decréscimo na maioria dos países, fixando-se em 2,2% no conjunto das economias avançadas (2,4% em 2006).

Já no que respeita às emergentes e em desenvolvimento, os efeitos da turbulência nos mercados de capitais internacionais parecem não se fazer ainda sentir, tendo sido mantidos níveis de crescimento bastante robustos, com destaque para a China (11,4%), Índia (9,2%) e Comunidade de Estados Independentes (8,5%). Esta dinâmica resultou essencialmente de uma cada vez maior integração destas economias nos circuitos económicos mundiais (o incremento das exportações e importações superou o total mundial por um factor de, respectivamente, 1,5 e 1,7), o que se traduz numa utilização mais eficiente dos recursos disponíveis e em consequentes ganhos ao nível da produtividade, assim como numa melhoria do enquadramento da política económica.

Apoiados no movimento de subida dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais, muitos destes países registaram uma importante melhoria dos termos de troca no comércio mundial, o que se traduziu em aumentos significativos das importações e em níveis mais elevados de inflação. Refira-se, a título de exemplo, os casos dos países do Médio Oriente, em que a inflação ascendeu a 10,4% (7% em 2006), da Comunidade de Estados Independentes (9,7% contra 9,4% em 2006) e da China (4,8%, por comparação com os 1,5% registados em 2006).

Neste contexto, observaram-se comportamentos muito diferenciados ao nível dos saldos da balança corrente entre as diferentes zonas geográficas. No conjunto das economias avançadas, verificou-se uma ligeira melhoria (-1,2% do PIB em 2007 face a -1,5% em 2006), embora os três principais blocos económicos continuem a registar situações bastante diversificadas: os EUA revelam um défice de 5,3% (6,2% em 2006), a Zona Euro mantém uma situação praticamente equilibrada, com um saldo de 0,3% (0% em 2006) e o Japão apresenta um excedente de 4,9% (3,9% em 2006). Os países asiáticos em desenvolvimento cresceram ao nível dos excedentes da balança corrente, liderados pela China, com 11,1% (9,4% em 2006). As economias do Médio Oriente, nas quais se incluem boa parte dos produtores de petróleo mundiais, continuaram a observar excedentes na ordem dos 20%.

Evolução económica e financeira por áreas geográficas

O PIB norte-americano cresceu 2,2% em 2007 (2,9% em 2006), embora se tenha assistido a um significativo abrandamento ao longo do ano, sendo a taxa de variação em cadeia no quarto trimestre de apenas 0,1%.

2007 ficou marcado por uma importante correcção no mercado imobiliário, tendo o investimento residencial decrescido 17% (variação de -4,6% em 2006). Já o investimento empresarial cresceu a uma taxa de 4,7%, 2,8 pontos percentuais acima do valor observado no ano anterior.

A taxa de crescimento do consumo privado apresentou apenas uma ligeira redução, para 2,9%, face a 2006 (menos 0,2 pontos percentuais), continuando a ser um dos motores da economia dos EUA, embora também tenha apresentado sinais de desaceleração no final do ano. No entanto, o contributo da procura interna para o incremento do produto reduziu-se em 50% face ao ano anterior, existindo, pela primeira vez desde 1995, um contributo positivo das exportações líquidas, uma vez que as brutas mantiveram um ritmo de expansão idêntico ao de 2006 (8%). As importações aumentaram apenas 1,9% (menos 4 pontos percentuais que no ano anterior).

O défice da balança corrente reduziu-se em 0,9 pontos percentuais, para 5,3% do PIB, mantendo-se ainda assim em níveis elevados, o que terá contribuído para a depreciação do dólar observada no ano em apreço. O financiamento do défice deu-se sobretudo através de fortes entradas de fluxos financeiros externos, principalmente provenientes do sector oficial não residente, que representou mais de metade do total,

e que decorre em boa medida da compra de títulos do tesouro norte-americano por parte de bancos asiáticos.

O défice orçamental manteve-se ao nível do ano anterior, em 2,6% do PIB, numa consolidação da redução que se vem registando desde 2003, em que este indicador se situava em 4,8%. A dívida pública bruta representava, em 2007, 60,8% do PIB (60,1% no ano transacto), enquanto o nível de desemprego se manteve inalterado (4,6%).

A inflação média anual dos EUA reduziu-se de 3,2% em 2006 para 2,9% em 2007. No entanto, dada a acentuada desaceleração da economia verificada na parte final do ano, a Reserva Federal iniciou, no segundo semestre, um movimento de acentuada descida da *federal funds rate*, com um corte de 50 pontos base e dois de 25 pontos nos meses de Setembro, Outubro e Dezembro, respectivamente, que fixaram a taxa de referência em 4,25% no final de Dezembro, 1 ponto percentual abaixo do observado doze meses antes.

No Japão registou-se um abrandamento do crescimento económico, com o PIB a crescer 2,1%, menos 0,3 pontos percentuais face ao ano anterior. O saldo positivo da balança corrente reforçou-se em 1 ponto percentual, para 4,9% do PIB, situação potenciada pela depreciação do iene e associada à manutenção das taxas de juro a níveis reduzidos, o que tem incentivado a saída de capitais do país (fenómeno de *carry trade*).

O défice orçamental reduziu-se para 3,4% do PIB, face aos 3,8% de 2006, valores que contrastam significativamente com os registados no início da década. Por seu turno, a dívida pública manteve a tendência de subida verificada desde 1998, em que representava 120,3% do PIB, tendo-se fixado em 195,5% em 2007 (194,7% em 2006).

A marcar a conjuntura económica esteve igualmente a redução da taxa de desemprego em 0,2 pontos percentuais, para 3,9%, traduzindo uma melhoria do mercado de trabalho.

Depois dos sinais de inflação observados em 2006, embora com um nível muito reduzido (0,3%), e após um período de vários anos de deflação, 2007 ficou marcado por um retorno a uma situação de variação nula dos preços, o que poderá ter impacto sobre os níveis de investimento e da procura interna.

Depois de, em 2006, se ter verificado o fim da política de taxa de juro nula por parte das autoridades monetárias japonesas, a *basic discount rate* sofreu novo aumento, fixando-se em 0,5%, o que constitui o máximo dos últimos 10 anos.

A economia da China, por seu turno, manteve, em 2007, um ritmo de crescimento bastante robusto, com a taxa de variação do PIB a acelerar para 11,4% (11,1% em 2006), não evidenciando sinais de ter sido afectada pela crise dos mercados financeiros internacionais, pelo menos numa primeira fase.

Dado o contexto internacional de forte subida dos preços dos bens energéticos e alimentares, e tendo em conta a crescente importância da China enquanto consumidora destes bens à escala internacional, verificou-se uma forte pressão sobre os preços, com a inflação a escalar para 4,8%, um valor superior ao registado em 2006 em 3,3 pontos percentuais.

Apesar da desaceleração das principais economias mundiais, que constituem grandes mercados de destino das exportações chinesas, a balança corrente manteve-se largamente excedentária, com um saldo positivo que ascendeu a 11,1% do PIB (9,4% em 2006), o valor mais elevado dos últimos 10 anos. Esta evolução ocorreu num ano em que as autoridades chinesas permitiram a apreciação do renminbi face ao dólar a um ritmo mais alto, que ascendeu a cerca de 6% (3,6% em 2006). Face ao euro, a moeda da China desvalorizou-se 4,6%.

Na Zona Euro, onde se concentram os principais mercados dos produtos portugueses, o crescimento do PIB registou uma ligeira desaceleração para 2,6%, menos 0,3 pontos percentuais que em 2006.

Esta situação decorreu, em boa medida, do comportamento observado ao nível da procura interna, com o consumo privado a evoluir a uma taxa mais reduzida (1,4%) que em 2006 (1,8%). Um dos principais factores apontados para justificar este abrandamento é o aumento da tributação indirecta na Alemanha, em vigor desde

Janeiro de 2007. O Valor Acrescentado Bruto cresceu 2,9% (2,8% em 2006), apesar da retração dos sectores da construção e indústria, assim como da Formação Bruta de Capital Fixo em habitação, que foram compensadas pelo comportamento dinâmico do sector dos serviços.

O ritmo de crescimento das importações voltou a destacar-se do das exportações, embora em ambos os casos se tenha verificado uma desaceleração: as exportações aumentaram 5,2% face a 7,8% em 2006, enquanto as importações registaram um incremento de 6% face a 8,1% em 2006.

Efectuando uma análise mais detalhada, constatou-se um reduzido grau de dispersão dos níveis de crescimento dos diversos países (inferior ao observado na última década), com taxas de variação do PIB de 1,4% na Itália, 2,1% na França, 2,6% na Alemanha e 3,8% na Espanha. Os países da UE que não integram a moeda única continuam a apresentar taxas de crescimento médias mais elevadas.

Ao nível do mercado de trabalho, observou-se uma redução substancial da taxa de desemprego, que caiu para 7,4% (8,2% em 2006). Tal deverá ter decorrido de um conjunto de reformas estruturais implementadas durante o ano. Em simultâneo, foi registada uma desaceleração no crescimento da produtividade e um incremento no movimento de subida dos salários, o que conduziu ao aumento dos custos unitários de trabalho de forma mais significativa.

Apesar da ocorrência de um conjunto de eventos menos favoráveis, como a subida do IVA na Alemanha, ou a tendência ascendente do preço das matérias-primas nos mercados internacionais – embora este último tenha sido bastante mitigado pela valorização do euro –, a inflação manteve-se praticamente inalterada face ao ano anterior (nos 2,1%), tendo-se reduzido em 0,1 pontos percentuais.

Nas finanças públicas, assistiu-se à manutenção da tendência de consolidação orçamental observada em anos anteriores, com o défice médio a reduzir-se em 0,7 pontos percentuais, para 0,6% do PIB. A dívida pública representava, no final do ano, 66,4% do PIB, traduzindo uma redução de 2,1 pontos percentuais face a 2006.

Quadro 1.1 União Monetária Europeia: Contas nacionais

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Produto interno bruto, PIB	tv em %	0,9	0,7	2,0	1,5	2,9	2,6
Consumo privado	tv em %	0,1	1,0	1,4	1,5	1,8	1,4
Consumo público	tv em %	2,9	2,0	1,6	1,4	2,0	2,2
Formação bruta de capital fixo	tv em %	-2,8	-1,0	1,6	2,6	5,0	4,3
Exportações de bens e serviços (a)	tv em %	1,5	0,1	5,8	4,2	7,8	5,2
Importações de bens e serviços (a)	tv em %	-0,1	1,8	6,0	5,0	8,1	6,0
Inflação	tv em %	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1
Desemprego	tv em %	8,3	8,7	8,9	8,6	8,2	7,4
Produtividade por empregado	tv em %	0,2	0,3	1,0	0,8	1,3	0,8
Custos unitários do trabalho no total da economia	tv em %	2,4	1,8	1,1	0,9	0,9	1,5
Taxa de juro de longo prazo	tv em %	4,3	4,3	3,7	3,4	3,9	4,3

Fontes: Eurostat e BCE

Nota: (a) Inclui comércio entre os países participantes da área do euro
tv - Taxa de variação

A taxa de juro de referência, fixada pelo Banco Central Europeu, foi alvo de dois movimentos de subida, em Março e Junho, de 25 pontos base cada, pelo que a taxa das operações de refinanciamento se fixou, em Junho, em 4%, um valor 200 pontos base acima do registado em Dezembro de 2005. No segundo semestre, dado o abrandamento do crescimento económico da Zona Euro e apesar das pressões inflacionistas, as taxas permaneceram inalteradas até ao final do ano.

Principais mercados financeiros internacionais

Nos mercados financeiros internacionais, 2007 ficou marcado por dois semestres com características claramente distintas.

Na primeira metade do ano, manteve-se a tendência de valorização dos principais índices accionistas observada em 2006, impulsionada pelo crescimento económico e pelos resultados das empresas. Já o segundo semestre foi marcado por um clima de

instabilidade e falta de confiança, na sequência da crise de liquidez originada pelo mercado de crédito *subprime* norte-americano, tendo sido registadas perdas na generalidade das praças financeiras mundiais, especialmente nas economias avançadas.

Ainda assim, no conjunto de 2007, os mercados de capitais voltaram a obter valorizações positivas, embora mais moderadas do que no ano anterior. Utilizando como medida os índices da Morgan Stanley, medidos em USD, constata-se que a nível mundial ocorreu um crescimento de 7,1% (face a 18% em 2006), tendo os mercados norte-americano e europeu valorizado 5,7% e 11%, respectivamente.

Num contexto fortemente marcado pela incerteza, apesar do ritmo robusto de crescimento da economia mundial, ocorreu uma reavaliação generalizada do risco, que fez aumentar de forma muito significativa os *spreads* obrigacionistas. Simultaneamente, assistiu-se a uma forte redução de liquidez em alguns mercados, obrigando à intervenção das autoridades monetárias, tendo em vista a restauração do seu normal funcionamento.

1.2. Evolução da conjuntura em Portugal

Crescimento

O PIB registou, em Portugal, um crescimento real de 1,9% em 2007, o valor mais elevado dos últimos seis anos, traduzindo a recuperação dos níveis de actividade económica que vem sendo evidenciada desde 2005. As projecções do Banco de Portugal apontam para um valor do produto, a preços correntes, de cerca de 162,81 mil milhões de euros.

Este comportamento deveu-se, em parte, à *performance* favorável da componente externa, com as exportações de bens e serviços a aumentar 7,7% (uma desaceleração face aos 9,2% observados em 2006) e as importações a acelerarem 6,3% (4,3% em 2006). Apesar do abrandamento ao nível das exportações, esta rubrica continua a ser a componente mais dinâmica da procura, tendo-se mesmo obtido um ganho de quota nos mercados internacionais superior ao de 2006. O comportamento das exportações foi sobretudo penalizado pelo sector das mercadorias (crescimento de 6%, face a 8,3% em 2006), já que o sector dos serviços apresentou uma maior dinâmica, com destaque para o turismo, que cresceu 12,2% (em resultado de um incremento de 9,2% no número de entradas de turistas não residentes no país). Deste modo, verificou-se um aumento do peso relativo das exportações de serviços no total do agregado. No que respeita às importações, que registaram um incremento superior ao da procura interna, observou-se um aumento do peso de parceiros comerciais como a França e a Suécia, em detrimento de países como o Reino Unido, a Alemanha e a Itália.

No entanto, o principal impulso para o crescimento económico observado adveio da dinâmica da procura interna (1,7%, face à subida marginal de 0,2% em 2006), principalmente ao nível da Formação Bruta de Capital Fixo, que aumentou 3,2%, com destaque para a expansão ao nível da componente empresarial (4,1%), depois do desempenho pouco favorável nos 5 anos anteriores. De facto, este indicador apresenta uma perda acumulada de cerca de 6% em volume, desde 2000, enquanto que na Zona Euro se observou um crescimento de 22%, no mesmo período. Também o consumo privado apresentou uma evolução de 1,5% (1,2% em 2006), impulsionado sobretudo pela aceleração na componente de máquinas e equipamentos (7%, face a 0,6% em 2006), enquanto na aquisição de habitação pelas famílias se observou uma quebra de 2,5%. No que respeita ao consumo público, este manteve-se praticamente estagnado ao nível do ano anterior, com uma variação marginal de -0,1%.

Apesar do crescimento moderado do consumo privado (sustentado por uma evolução favorável de 4,3% ao nível dos bens duradouros, já que o consumo de bens correntes se retraiu pelo terceiro ano consecutivo), este foi ainda assim superior ao verificado para o rendimento disponível, pelo que a taxa de poupança diminuiu para 7,9% (8,4% em 2006), mantendo a tendência de queda observada nos últimos 6 anos. A fraca *performance* do rendimento disponível ficou a dever-se sobretudo ao aumento moderado das remunerações, ao fraco dinamismo do

emprego por conta de outrem, à aceleração dos impostos directos e à retracção das transferências.

Apesar do maior ritmo de expansão da economia nacional, continuou a registar-se uma divergência face à Zona Euro, que evoluiu 2,6%, situação que se mantém pelo sexto ano consecutivo. A manutenção da situação de divergência real da economia portuguesa face à União Europeia, nos últimos anos, tem mantido o PIB *per capita* nacional abaixo do limiar de 75% da média da UE15, verificando-se um retrocesso para valores próximos dos observados no início da década de 90 do século passado.

O incremento do Valor Acrescentado Bruto (VAB) (1,9% face a 1,3% em 2006) foi sobretudo impulsionado pela aceleração do sector da construção, no quarto trimestre. O sector da indústria ganhou igualmente um novo fôlego, apresentando uma evolução de 3,5%, face a 2,2% em 2006, enquanto o sector dos serviços cresceu 1,9% (1,5% em 2006). Para a recuperação do sector da construção, que evoluiu de uma variação negativa de 6,1% em 2006 para uma quase estagnação em 2007 (crescimento de 0,1%), terá contribuído sobretudo o sector das obras públicas, uma vez que a componente de construção de habitação registou um comportamento negativo. O sector da agricultura, produção animal, caça, silvicultura e pesca, um dos principais suportes do crescimento do VAB observado em 2006 (incremento de 6,8%), evoluiu de forma bastante desfavorável em 2007, apresentando uma variação negativa de 4,2%.

Apesar de o comportamento global do VAB ser positivo, o crescimento deste indicador em Portugal ficou abaixo do valor médio da Zona Euro, pelo quinto ano consecutivo.

Quadro 1.2 Portugal – Principais indicadores macroeconómicos

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Produto interno bruto, PIB	tv em %	0,5	-1,2	1,3	0,5	1,3	1,9
Procura interna total	tv em %	0,1	-2,0	2,3	0,8	0,2	1,7
Consumo privado	tv em %	1,3	-0,2	2,7	2,1	1,2	1,5
Consumo público	tv em %	2,6	0,2	2,5	2,0	-1,2	-0,1
Formação bruta de capital fixo	tv em %	-3,5	-7,4	0,3	-3,1	-1,6	3,2
Exportações de bens e serviços	tv em %	1,4	3,9	4,8	1,6	9,1	7,7
Importações de bens e serviços	tv em %	-0,7	-0,9	7,0	2,2	4,2	6,1
Rendimento disponível das famílias, RD	tv em %	--	--	--	--	--	--
Rendimento disponível das particulares (famílias e administrações privadas)	tv em %	1,8	-0,5	1,6	1,0	0,9	0,7
Taxa de poupança interna	em % do PIB	18,7	16,9	15,3	12,6	12,3	12,5
Sector Privado (a)	em % do PIB	18,4	18,3	17,7	15,7	13,7	12,6
Particulares	em % do RD	11,8	10,4	10,2	9,3	8,4	7,9
Empresas	em % do PIB	10,2	10,9	10,5	9,0	7,8	7,1
Administrações Públicas	em % do PIB	-0,4	-2,7	-2,4	-3,2	-1,5	-0,1
Taxa de inflação (IPC) (b)	média anual, %	3,7	3,3	2,4	2,3	3,1	2,5
Taxa de inflação de transacionáveis	média anual, %	2,4	2,7	1,6	1,9	3,2	2,2
Taxa de inflação de não-transacionáveis	média anual, %	6,0	4,5	3,8	3,0	2,9	2,9
Taxa de desemprego	em %	5,0	6,3	6,7	7,6	7,7	8,0
Emprego total (c)	tv em %	0,4	-0,4	0,1	0,0	0,7	0,2
Emprego por conta de outrem (c)	tv em %	1,0	-0,6	1,2	0,8	2,2	0,1
Remunerações nominais por trabalhador, total da economia (d)	tv em %	3,9	2,2	2,3	2,9	2,8	3,4
Remunerações reais (e)	tv em %	0,2	-1,1	-0,1	0,2	-0,5	0,7
Produtividade por empregado	tv em %	0,0	-0,8	1,0	0,3	0,5	1,7
Custos unitários do trabalho, total da economia (d)	tv em %	3,9	3,0	1,4	2,4	2,3	1,7
Taxas de juro							
Taxa de juro Euribor a 3 meses	em %, Dez.	2,9	2,1	2,2	2,5	3,7	4,8
Taxa de rentabilidade das OT a taxa fixa a 10 anos	em %, Dez.	4,5	4,4	3,6	3,5	4,0	4,5
Empréstimos a Particulares para Habitação (f)	em %, Dez.	5,2	3,8	3,8	3,7	4,8	5,5
Empréstimos e outros créditos às sociedades não financeiras	em %, Dez.	5,3	4,4	4,3	4,4	5,4	6,2
Depósitos e equiparados até 2 anos	em %, Dez.	2,9	2,0	2,0	2,1	2,7	3,6
Índices de cotações de ações (PSI-Geral)	tv em %, Dez.	-20,7	17,4	18,0	17,2	33,3	18,3
Saldo global das administrações públicas (g)	em % do PIB	-4,1	-5,4	-5,2	-6,1	-3,9	-2,6
Dívida pública bruta consolidada	Dez, em % do PIB	58,5	59,6	58,6	63,6	64,8	63,6

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 a partir de 2006
- (d) Valores das tabelas salariais, benefícios complementares e contribuições para a Segurança Social, excluindo as contribuições sociais das administrações públicas
- (e) Utilizando o deflactor do consumo privado
- (f) Até Dezembro de 2002, estimativas
- (g) Excluindo medidas temporárias de acordo com as regras do Procedimento de Défices Excessivos (entre 2002 e 2004)
- tv - Taxa de variação
- tv r - Taxa de variação real
- tv h - Taxa de variação homóloga

Emprego, produtividade e salários

A evolução do mercado de trabalho nacional ficou marcada, em 2007, pelos níveis historicamente elevados atingidos pela taxa de desemprego (8%, o que traduz um acréscimo de 0,3 pontos percentuais face ao ano anterior), tendo o número de desempregados aumentado 4,9% relativamente a 2006. Apesar do comportamento pouco favorável deste indicador, são de destacar alguns aspectos positivos ao nível das suas componentes, nomeadamente a redução do desemprego de longa duração, que representa agora 48,9% do total de desempregados (51,7% em 2006), bem como a primeira redução, desde 2004, do desemprego no seio dos jovens mais qualificados (escolaridade ao nível do ensino secundário e superior). Pela negativa, destacou-se o aumento da taxa de desemprego entre os jovens (aumento de 0,2 pontos percentuais face a 2006, para 16,4%).

Ao nível da criação de emprego, registou-se uma virtual estagnação, com um crescimento marginal de apenas 0,2%, sobretudo ao nível do emprego por conta própria (1,3%), dado que o trabalho por conta de outrem se manteve praticamente inalterado (0,1%). A tendência de incremento do peso dos contratos a termo, observada desde 1995, manteve-se em 2007, tendo este tipo de contratos atingido 17,6% do total.

A produtividade por trabalhador acelerou significativamente em 2007 (1,7%), depois do crescimento marginal observado em 2006 (0,5%), tratando-se de um habitual comportamento pró-cíclico em fases de expansão económica, potenciado pela estagnação ao nível da criação de emprego.

Num cenário de melhoria do crescimento económico, acompanhado por um aumento do desemprego, os salários continuam a evidenciar uma grande resistência ao abrandamento, em especial no sector privado (variação de 3,8%), já que no público continuou a observar-se uma variação moderada das remunerações. O incremento dos custos unitários do trabalho desacelerou em 0,6 pontos percentuais (1,7% em 2007), maioritariamente decorrente do comportamento do sector privado (redução de 1 ponto percentual, para 1,9%, em 2007), que beneficiou dos ganhos de produtividade conseguidos no ano. Uma vez que na Zona Euro se observou uma aceleração dos custos unitários de trabalho, o diferencial positivo entre o crescimento destes custos em Portugal e na Zona Euro reduziu-se, o que é consistente com a diminuição do respectivo diferencial de inflação.

Preços

O Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) fixou-se em 2,4% em 2007, uma redução de 0,6 pontos percentuais face ao ano anterior, embora se tenha registado uma subida acentuada dos preços dos bens energéticos e alimentares nos últimos meses do ano.

Esta evolução para o conjunto de 2007 deveu-se, sobretudo, à desaceleração, quer na subida dos preços dos bens energéticos (em resultado do efeito de base associado à elevada subida registada no ano anterior), quer no incremento dos preços internacionais das matérias-primas, excepto alimentares. Esta evolução beneficiou, também, da valorização do euro ocorrida durante o ano, a qual se acentuou nos últimos meses.

Finanças públicas

2007 ficou marcado por uma evolução positiva ao nível das finanças públicas, com o défice total das administrações públicas a reduzir-se pelo segundo ano consecutivo, atingindo os 2,6% do PIB (3,9% em 2006), um valor abaixo do limite de 3% imposto pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Apesar deste resultado francamente positivo, o processo de consolidação orçamental deverá continuar nos próximos anos, promovendo um equilíbrio sustentado das contas públicas (o objectivo de médio prazo estabelecido pelo PEC aponta para um défice de 0,5 pontos percentuais do PIB em 2010).

O peso da dívida pública no PIB interrompeu a sua trajectória ascendente, regressando aos níveis de 2005 (63,6%, face a 64,7% em 2006).

Ao nível das receitas correntes, observou-se uma melhoria de 7,2% e um aumento de 0,8 pontos percentuais das receitas fiscais, em termos de rácio do PIB. Este comportamento da receita fiscal, dado o cenário macroeconómico pouco favorável e o diminuto contributo de alterações legislativas, decorreu sobretudo da melhoria de procedimentos ao nível da administração tributária, na sequência do incremento das medidas de combate à fraude e evasão fiscais.

Por sua vez, a despesa corrente primária apresentou um crescimento moderado (3,1%) pelo segundo ano consecutivo, tendo o seu peso no PIB sofrido uma redução de 0,7 pontos percentuais. Tal comportamento decorreu, sobretudo, da contenção ao nível das despesas com pessoal (redução de 0,5 pontos percentuais no PIB) e da evolução dos encargos com subsídios às empresas e outras transferências correntes onde se enquadraram, a título de exemplo, os encargos com subsídios de desemprego, que registaram uma redução em 0,1 pontos percentuais do PIB, dada a redução do número de desempregados subsidiados. No sentido oposto, as despesas com consumos intermédios cresceram de forma significativa, influenciadas em larga medida pelos pagamentos às concessionárias das SCUT.

Observou-se igualmente uma deterioração do saldo das receitas e despesas de capital, excluindo medidas extraordinárias, para -2,7% do PIB (-2,3% em 2006). Este comportamento resultou, em partes iguais em termos de rácio do PIB, de uma redução das receitas, essencialmente pelo decréscimo de 15,2% das transferências directas da UE e de um incremento das despesas, em virtude da

retoma do investimento público (incremento de 8,6%, face à quebra de 17,4% em 2006).

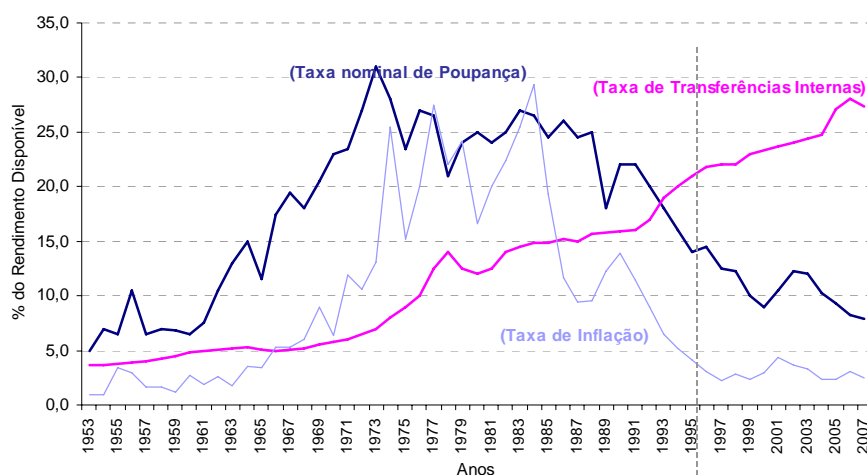
No que respeita à balança financeira, manteve-se a tendência de progressiva deterioração da posição devedora da economia portuguesa, associada a um significativo recurso à poupança externa, e que em 2007 se traduziu num saldo líquido correspondente a 9,2% do PIB. Tal situação tem vindo a conduzir a um aumento sucessivo dos fluxos de rendimentos pagos ao exterior, e consequente agravamento do défice da balança de rendimentos (-4,5% do PIB em 2007).

Poupança, rendimento disponível e endividamento

Tanto o consumo privado (1,5%) como o recurso ao crédito (9,2%) dos particulares progrediram a taxas superiores à do rendimento disponível (0,7%), pelo que a taxa de poupança do sector privado se reduziu uma vez mais, para 12,6% do PIB (13,7% em 2006). No caso concreto das famílias, a taxa de poupança desceu para 7,9% do rendimento disponível, menos 0,5 pontos percentuais face ao ano anterior, mantendo a tendência de redução observada nos últimos 6 anos.

Para o reduzido crescimento do rendimento disponível contribuíram, sobretudo, a estagnação do mercado de trabalho, conjugada com a aceleração dos impostos directos pagos e a desaceleração das transferências, embora estas continuem a apresentar uma taxa de evolução bastante superior à do rendimento disponível.

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



Fonte: Banco de Portugal

Neste contexto, os níveis de endividamento das famílias e empresas não financeiras atingiram novos máximos em 2007, representando, no primeiro caso, 129% do rendimento disponível (123% em 2006) e, no segundo, 114% do PIB, (107% em 2006).

O crédito concedido ao sector privado por instituições de crédito residentes evoluiu 10,5%, mais 2,3 pontos percentuais que no ano anterior. No caso dos particulares, observou-se um abrandamento no crédito habitação (8,5%, face a 9,9% em 2006) e uma aceleração no ritmo de crescimento do crédito ao consumo e outros fins (11,7%, mais 2,3 pontos percentuais que em 2006). Os empréstimos a sociedades não financeiras cresceram 12,5% (6,2% em 2006).

Importa referir que a evolução acima descrita ocorreu num contexto marcado pela turbulência nos mercados financeiros, pelo que se registaram critérios mais restritivos na concessão de crédito a particulares a partir do terceiro trimestre, bem como um agravamento nas condições de financiamento por grosso das instituições

de crédito. Em Portugal não existem sinais de valorização excessiva dos preços dos activos imobiliários mas, ainda assim, o índice confidencial imobiliário registou um incremento de apenas 1,3% em 2007, em termos nominais, pelo que em termos reais ocorreu uma perda de cerca de 1%, situação idêntica à observada no ano anterior.

Dada a situação vivida nos mercados financeiros internacionais, as instituições de crédito procederam a melhorias significativas das condições contratuais como estratégia de captação de depósitos, que cresceram 8,5% (3,5% em 2006).

Relativamente às taxas de juro oficiais do Banco Central Europeu, registaram-se, em 2007, duas subidas na utilizada nas operações principais de refinanciamento, que se fixou em 4% a partir do final do primeiro semestre. No quarto trimestre, as taxas praticadas sobre novas operações particulares de empréstimo para aquisição de habitação atingiram os 5,2%, com o mercado a antecipar subidas dos indexantes em 2008, face à escalada da inflação acima do tecto máximo de referência estabelecido pelo BCE. As taxas sobre empréstimos a sociedades não financeiras evoluíram de 5,5% no primeiro trimestre do ano, para 6,1% no último trimestre, sendo a evolução de 8,3% para 8,8% no caso de empréstimos a particulares para consumo e outros fins.

Mercados financeiros

O valor das carteiras obrigacionistas de taxa fixa foi, uma vez mais, penalizado em 2007, dado que a taxa das Obrigações do Tesouro emitidas, para a maturidade de 10 anos, ascendeu a 4,4% no final do ano, face a 4% em 2006.

Já o mercado accionista, teve comportamentos bastante diferenciados na primeira e segunda metades do ano, em virtude da turbulência observada nos mercados financeiros, no segundo semestre. O índice PSI-Geral registou uma valorização de 18,3% (33,3% em 2006), essencialmente em resultado do comportamento observado nos primeiros seis meses do ano (23,9%). O PSI-20 cresceu 14,8% em 2007, tendo ocorrido uma subida significativa do rácio de *turnover*, com o volume de transacções a aproximar-se dos 100 mil milhões de euros.

Apesar do agravamento das condições de financiamento nos mercados de dívida, com a reavaliação do risco a nível global, as emissões de dívida líquidas registaram um incremento substancial, ascendendo a 16% do PIB (7,6% em 2006). As emissões líquidas de acções e outras participações no capital de empresas representaram 1,9% do PIB (3% em 2006).

Impacto sobre as contas externas

O comportamento dinâmico ao nível das importações e exportações, anteriormente analisado, conduziu a um novo aumento do grau de abertura da economia portuguesa em 2007, sendo de destacar a progressiva importância relativa dos mercados extra-comunitários, especialmente o angolano (crescimento nominal das exportações de 39%, representando já 4,5% das exportações totais, e sendo o segundo mercado de destino das exportações nacionais fora da UE, apenas atrás dos EUA). Desde 1999 que o peso das exportações nacionais para mercados emergentes tem vindo a ganhar preponderância no comércio externo português, tendo quase duplicado o seu peso relativo, e representando já, em 2007, 16% do total.

As necessidades líquidas de financiamento externo da economia reduziram-se ligeiramente em 2007, tendo o défice conjunto das balanças corrente e de capital representado 8,6% do PIB (9,1% em 2006). Tal ficou essencialmente a dever-se à estabilização das taxas de investimento e a um aumento da poupança interna, impulsionado pelo sector público, graças ao crescimento da carga fiscal e redução da despesa corrente primária, uma vez que no sector privado se voltou a assistir a uma retracção da taxa de poupança. Outra contribuição significativa para a redução deste défice foi o aumento das transferências de capital do exterior, essencialmente da UE, associadas à execução de projectos no âmbito do terceiro quadro comunitário de apoio.

A evolução das necessidades de financiamento da economia decorreu do efeito favorável combinado das duas balanças consideradas. No que respeita à balança corrente, o défice reduziu-se ligeiramente para 9,9% do PIB (10,1% em 2006), essencialmente devido à evolução favorável da balança de bens e serviços, que compensou largamente o agravamento do défice da balança de rendimentos (que

passou de 4,1% do PIB, em 2006, para 4,5% em 2007), e que se traduziu numa deterioração da posição de investimento internacional da economia portuguesa e num agravamento dos custos de financiamento. A balança de bens e serviços beneficiou não apenas do efeito de volume positivo (crescimento das exportações superior ao das importações), mas também de um impacto favorável ao nível dos termos de troca, enquanto os preços tiveram consequências negativas sobre o saldo desta balança. Relativamente à balança de capital, o excedente aumentou para 1,3% do PIB (0,8% em 2006).

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

Saldos em percentagem do PIB (a)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Balança corrente	-8,1	-6,1	-7,7	-9,7	-10,1	-9,9
Mercadorias	-10,4	-9,1	-10,4	-11,3	-10,7	-10,7
Serviços	2,5	2,6	2,8	2,6	3,1	3,8
dos quais:						
Viagens e turismo	2,8	2,7	2,8	2,5	2,6	2,8
Rendimentos	-2,3	-1,7	-2,0	-2,6	-4,1	-4,5
Transferências correntes	2,2	2,1	2,0	1,5	1,6	1,6
das quais:						
Remessas de emigrantes / Imigrantes	1,8	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2
Balança de capital	1,5	1,9	1,5	1,2	0,8	1,3
Balança corrente + balança de capital	-6,6	-4,2	-6,2	-8,6	-9,3	-8,6
Capacidade (+) / Necessidade (-) líquida de financiamento dos diversos Sectores Económicos:						
Sector privado	-3,3	1,1	-0,8	-2,5	-5,4	-5,9
do qual:						
Particulares	3,4	3,7	2,9	3,4	1,8	1,3
Empresas	-6,7	-2,6	-3,6	-5,9	-7,2	-7,2
Sociedades não financeiras	-6,3	-3,0	-3,8	-5,1	-7,8	-8,8
Sector financeiro	-0,4	0,4	0,2	-0,8	0,6	1,6
Administrações Públicas (b)	-2,9	-5,2	-5,5	-6,0	-3,9	-2,7
Exterior	6,2	4,1	6,3	8,5	9,3	8,6
<i>Por memória:</i>						
Sector privado não financeiro	-2,9	0,7	-1,0	-1,7	-6,0	-7,5
Balança financeira (variação líquida de activos e passivos)	6,1	3,7	6,7	9,2	-9,3	-8,6
Investimento directo	1,5	0,4	-3,1	1,0	2,2	-0,3
excluído a Zona Franca da Madeira e de Santa Maria (Açores)	-1,4	0,7	-0,8	0,9	1,5	-0,1
Investimento de carteira	2,3	-4,7	0,0	-0,8	1,7	5,8
Derivados financeiros	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4
Outro investimento	3,1	3,8	8,7	8,1	3,6	2,9
Activos de reserva	-0,8	4,2	1,1	1,0	1,2	0,4

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.

Balança de pagamentos

Como se pode constatar no quadro anterior, o défice conjunto das balanças corrente e de capital foi financiado sobretudo através do aumento de investimento de carteira detido por investidores externos. Destaca-se, pela negativa, a redução líquida de investimento directo estrangeiro, o que vem contrariar a tendência de subida observada nos anos anteriores.

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 e perspectivas para o futuro próximo

Depois da contracção registada em 2006, o volume de negócios do mercado segurador registou, em 2007, um crescimento na ordem dos 5%, retomando a tendência observada desde 2002.

O ano 2007 apresentou uma conjuntura globalmente favorável para as empresas de seguros, traduzida em resultados crescentes (não considerando os elementos extraordinários que afectaram a rentabilidade em 2006), sustentados sobretudo pelo retorno dos investimentos.

A conjugação destes dois efeitos originou uma ligeira redução da taxa de cobertura da margem de solvência, uma vez que o acréscimo dos prémios (e das provisões técnicas) criou uma pressão que não foi acompanhada pelo incremento dos elementos que a constituem.

No entanto, tornaram-se visíveis, em particular no segundo semestre do ano, claros sinais de inversão do ciclo económico, despoletados pela crise do mercado imobiliário *subprime* nos EUA, que deu origem a um clima de turbulência nos principais mercados financeiros, assim como a uma reavaliação do risco de crédito percepcionado pelos investidores.

Por outro lado, as pressões inflacionistas resultantes essencialmente da escalada dos preços das matérias-primas energéticas e alimentares, conduziu a novas subidas das taxas de juro de referência por parte do Banco Central Europeu, com o conseqüente impacto ao nível das carteiras obrigacionistas de taxa fixa.

Tal conjuntura terá, necessariamente, reflexo no retorno dos investimentos dos operadores, o que por sua vez se reflectirá nos resultados obtidos. Os elevados índices de concentração sectorial tradicionalmente existentes nas carteiras dos operadores poderão, até certo ponto, agravar este efeito, dados os contornos eminentemente financeiros da actual crise.

Neste contexto, os resultados acumulados nos últimos anos poderão vir a desempenhar um importante papel na absorção do impacto desta conjuntura menos favorável, pesem embora os elevados níveis de distribuição de lucros observados em muitos operadores.

A contenção dos custos operacionais adquire, assim, uma importância redobrada, em especial nos ramos em que os resultados operacionais apresentam valores negativos, dada a expectável quebra ao nível do retorno financeiro, a qual voltará a colocar em questão a manutenção de estratégias assentes num inadequado nível de *pricing* face ao risco efectivamente assumido.

