

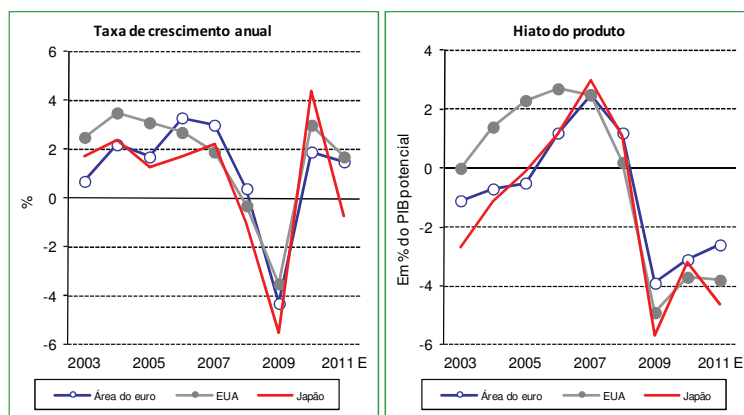
ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS EM 2011

ENQUADRAMENTO INTERNACIONAL

A economia mundial manteve em 2011 a tendência de recuperação económica iniciada em 2010, verificando-se, no entanto, um abrandamento do ritmo de crescimento da atividade económica, que de acordo com o FMI passou de 5,2 por cento em 2010 para 3,8 por cento em 2011.¹ Enquanto a maioria das economias emergentes cresceram de forma significativa (6,2 por cento), grande parte das economias mais avançadas registaram uma recuperação mais lenta (1,6 por cento). Os motivos para esta desaceleração são vários, passando por acontecimentos, como o terramoto do Japão e os choques da oferta de petróleo, bem como pela redução da liquidez de crédito, resultante da necessária desalavancagem do sector bancário e da crise de dívida soberana enfrentada por alguns países da área do euro. Estes fatores condicionaram o comportamento da procura interna, o que se refletiu desfavoravelmente na atividade económica destes países.

O abrandamento no crescimento foi observado nas principais economias do globo. Nos EUA a atividade económica cresceu 1,7 por cento em 2011, menos 1,3 pontos percentuais que no ano anterior, e na área do euro o crescimento do PIB reduziu-se 0,4 pontos percentuais, para 1,5 por cento. Já no Japão, o produto contraiu 0,7 por cento, o que compara com um crescimento robusto de 4,4 por cento em 2010. De acordo com as estimativas da OCDE o hiato do produto manteve um valor significativamente negativo em 2011 nestas três economias, situando-se em -2,6, -3,8, e -4,6 por cento na área do euro, EUA, e Japão, respetivamente.

Gráfico 1 - Crescimento real do produto



FONTE: Comissão Europeia e OCDE

Nos EUA, a decomposição do produto pela ótica da despesa revela que apenas o consumo público apresentou uma desaceleração face ao crescimento do ano anterior, verificando uma queda de 2,1 por cento face a um crescimento de 0,7 por cento em 2010. Assim, e não obstante a queda no consumo público, a procura interna teve um contributo positivo de 1,7 pontos percentuais para o crescimento do PIB. Por sua vez, as exportações líquidas tiveram um contributo praticamente nulo, ainda assim mais favorável do que o verificado no ano anterior (-0,5 pontos percentuais), explicado por um

¹ FMI, *World Economic Outlook Update*, janeiro 2012.

crescimento das exportações de 6,7 por cento, insuficiente para compensar o crescimento de 4,9 por cento das importações.

Na área do euro assistiu-se a uma desaceleração do crescimento das componentes de consumo privado e de consumo público, para 0,4 e 0,3 por cento respetivamente, o que compara com 1,0 e 0,7 por cento em 2010. O investimento, por seu lado, apresentou um crescimento de 1,9 por cento face ao ano anterior, depois de ter registado uma queda de 0,3 por cento em 2010. Deste modo a procura interna contribuiu para o aumento do PIB em 0,6 pontos percentuais. Ao contrário dos EUA, na área do euro, a procura externa líquida registou um contributo positivo, de 0,7 pontos percentuais.

A confiança dos industriais e dos consumidores evidenciou um comportamento idêntico ao longo de 2011, com os índices a registarem uma descida generalizada ao longo do ano, tanto nos EUA como na área do euro, sinalizando um novo abrandamento do ritmo de crescimento da atividade económica para os primeiros meses de 2012, sobretudo na área do euro.

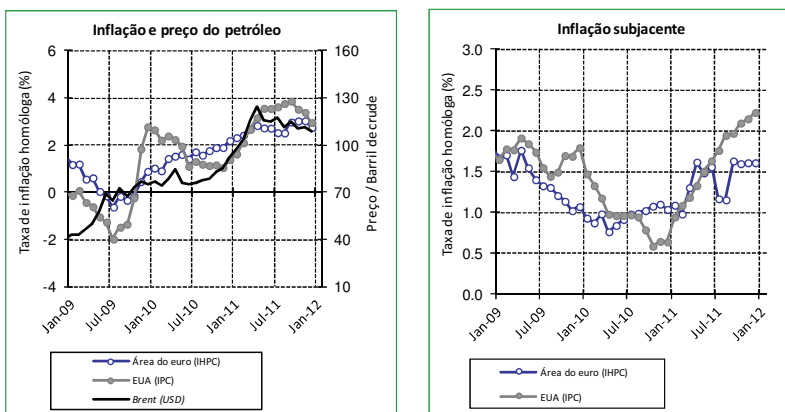
Com efeito, as principais instituições internacionais antevêem que em 2012 se mantenha o ciclo de recuperação da atividade económica mundial, mas a um ritmo mais moderado do que o antecipado anteriormente. Nas suas previsões de janeiro, o FMI antecipa um crescimento de 1,8 por cento para EUA e 1,7 por cento para o Japão, ao passo que para a área do euro antevê uma contração do PIB de 0,5 por cento.

A taxa de desemprego diminuiu nos países industrializados, embora de forma mais acentuada nos EUA, onde passou de uma média de 9,6 por cento em 2010, para 9 por cento em 2011 (sendo que em dezembro já se situava em apenas 8,5 por cento). No Japão, a taxa de desemprego desceu de 5,1 para 4,9 por cento e na área do euro a descida de 10,1 para 10 por cento esconde uma evolução muito díspar nas economias que a compõem: se na Alemanha a taxa de desemprego se encontra em mínimos históricos (6,1 por cento), noutros países, (como Grécia, Portugal e Espanha) a taxa de desemprego aumentou de forma muito significativa.

Nos EUA, a inflação homóloga manteve uma trajetória ascendente nos três primeiros trimestres de 2011, com a variação homóloga do IPC a passar de 1,4 por cento no final de 2010 para um máximo de 3,9 por cento em setembro, diminuindo nos últimos 3 meses do ano para 3 por cento. Na área do euro a inflação homóloga permaneceu acima de 2 por cento, tendo atingindo um máximo de 3 por cento também em setembro. A variação média anual dos preços, em 2011, cifrou-se em 3,1 por cento nos EUA e 2,7 por cento na área do euro (uma subida significativa face aos valores de 1,7 e 1,6 por cento em 2010).

Apesar de parte da subida da inflação ser justificada pelo aumento do preço do petróleo registado no final de 2010 e início de 2011, a variação homóloga da componente principal do IPC (que exclui os preços dos bens energéticos e da alimentação) também registou uma tendência de subida em 2011, subindo de 0,6 por cento no final de 2010 para 2,2 por cento em dezembro de 2011 nos EUA, e de 1 para 1,6 por cento na área do euro.

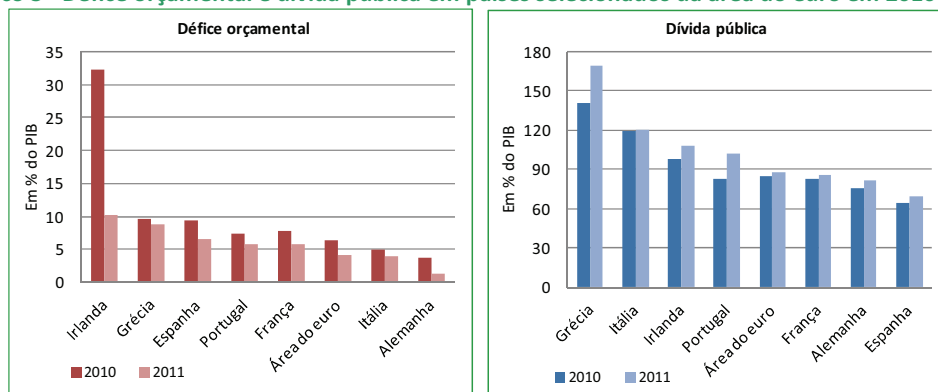
Gráfico 2 - Evolução do nível geral de preços



FONTE: Reuters e Eurostat

A crise económica e financeira e os desequilíbrios orçamentais enfrentados por alguns países da área do euro obrigaram muitos países a tomar medidas de contenção orçamental e de reequilíbrio das finanças públicas, o que se traduziu numa redução do défice orçamental na área do euro de 6,2 para 4,1 por cento do PIB, de acordo com as estimativas da Comissão Europeia.²

Gráfico 3 - Déficit orçamental e dívida pública em países selecionados da área do euro em 2010 e 2011



FONTE: Comissão Europeia

Nos EUA, o défice também diminuiu, embora tenha mantido um valor muito elevado, ao passar de 11,6 para 10 por cento do PIB, ao passo que no caso do Japão se registou um incremento, com o défice a passar de 6,8 para 7,2 por cento em 2011.

O valor ainda elevado do défice observado nas economias mais avançadas traduziu-se numa manutenção da trajetória de subida da dívida pública. Na área do euro, a dívida terá atingido 88 por cento do PIB em 2011, depois de 85,6 por cento no ano anterior, ao passo que nos EUA a dívida subiu de 95,2 para 101,0 por cento e no Japão de 197,6 para 206,2 por cento.

Neste contexto, a política monetária manteve um cariz expansionista e essencial na promoção de liquidez ao mercado, apesar de ter havido algumas alterações em 2011. Com efeito, na primeira metade do ano o Banco Central Europeu (BCE) começou a manifestar algum receio em relação à evolução do nível de preços e subiu a taxa *repo* em 25 pontos base por duas vezes, passando de 1 por cento em abril de 2011 para 1,5 por cento em julho, com o objetivo de controlar as expectativas

² Comissão Europeia, *European Economy*, novembro 2011.

inflacionistas resultantes da subida do preço dos bens energéticos e outras *commodities*. Já no final do ano, com o agravamento da crise da dívida soberana e das perspetivas de crescimento para a área do euro, o BCE voltou a adotar uma posição mais acomodatória, descendo a sua taxa de referência para 1 por cento e alargando as medidas de promoção da liquidez, nomeadamente através da concessão de linhas de crédito a 3 anos com montante ilimitado.

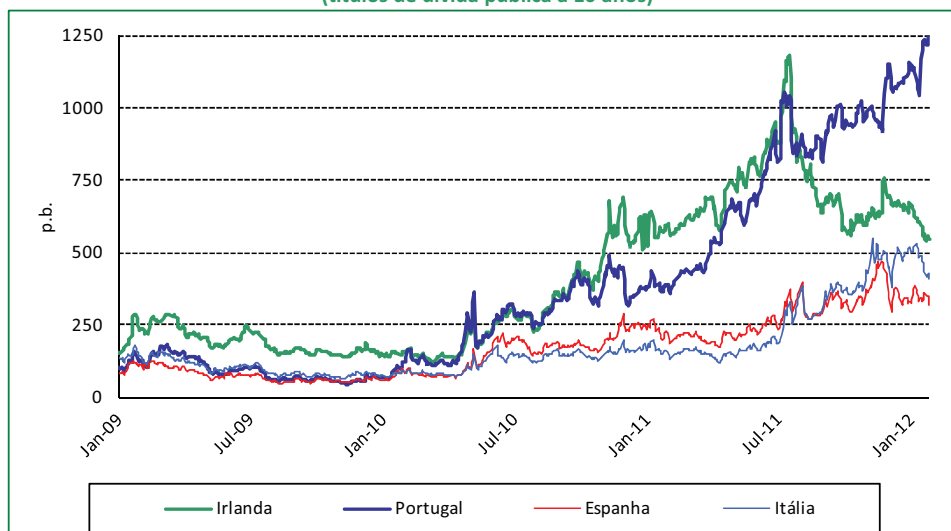
Por sua vez, a Reserva Federal (*Fed*) manteve ao longo do ano a perspetiva de que as pressões sobre a inflação *core* permanecessem contidas, já que as subidas nos preços da energia e dos bens alimentares se prefiguravam temporárias, tendo mantido a sua taxa diretora (*fed funds*) inalterada no intervalo compreendido entre 0 e 0,25 por cento. Adicionalmente, a *Fed* manteve também o seu programa de compra de ativos do Tesouro norte-americano, tendo anunciado uma operação de substituição de títulos de dívida com maturidades curtas por títulos com prazos mais longos, com o intuito de diminuir assim a pressão sobre as taxas de juro destes últimos.

Tanto em 2010 como no decorrer de 2011, o comportamento do mercado obrigacionista ficou marcado pela crise da dívida soberana em alguns países da área do euro, sobretudo aqueles que acabaram por recorrer a programas de assistência financeira: Grécia, Irlanda, e Portugal.

No início de 2011 a reavaliação das perspetivas sobre a sustentabilidade das finanças públicas em vários soberanos europeus teve repercussões importantes no mercado de dívida, com os diferenciais das taxas de juro face ao *benchmark* alemão a aumentarem de forma significativa na Grécia, Irlanda, e Portugal, especialmente entre fevereiro e abril. Em meados de abril, Portugal solicitou a ajuda internacional para fazer face aos seus compromissos financeiros, tendo acordado em maio com a CE, o BCE e o FMI um Programa de Assistência Económica e Financeira, que contempla um financiamento de EUR 78 mil milhões durante 3 anos (ver caixa).

No entanto, apesar da ligeira redução dos *spreads* observada após o pedido de ajuda, as *yields* da dívida portuguesa retomariam a trajetória ascendente, atingindo novos máximos no final do ano.

Gráfico 4 - *Spreads* de soberanos da área do euro face ao *Bund* alemão
(títulos de dívida pública a 10 anos)

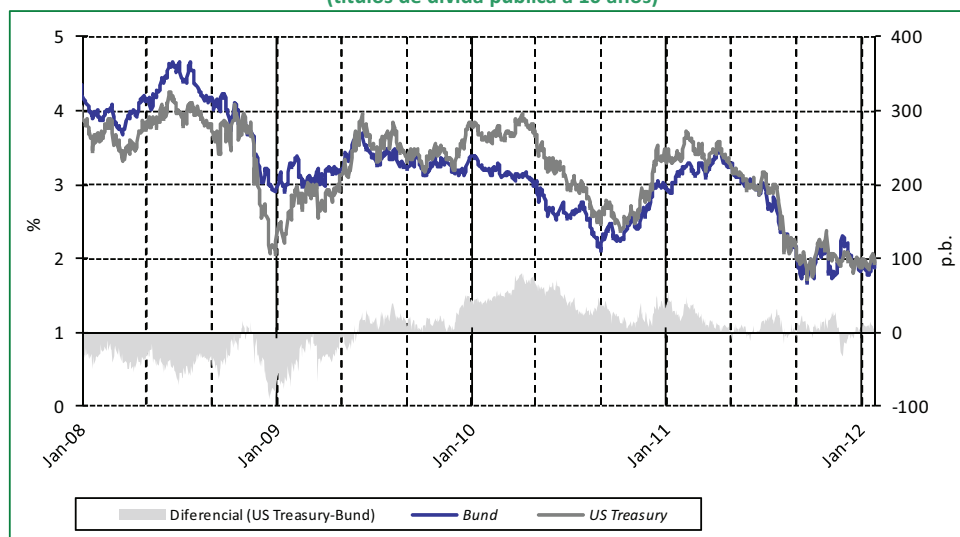


FONTE: Reuters

A evolução dos mercados de dívida periféricos esteve associada a um movimento de *flight-to-safety*, que se refletiu no comportamento dos títulos de dívida de referência. Na maturidade de 10 anos a taxa de juro do *Treasury* diminuiu de 3,29 por cento no final de 2010, para um mínimo de 1,72 por cento em setembro, ao passo que na Alemanha a taxa de rendibilidade do *Bund* se reduziu de 3,0 por cento para próximo de 1,7 por cento, valores que em ambos os casos ultrapassaram os anteriores mínimos históricos alcançados no final de 2008 e 2010, respetivamente.

O diferencial entre as taxas de juro dos títulos a 10 anos, dos EUA e Alemanha apresentou uma tendência de estreitamento gradual na primeira metade do ano, tendo depois estabilizado num valor próximo de zero na segunda metade do ano.

Gráfico 5 - Taxas de juro de longo prazo
(títulos de dívida pública a 10 anos)



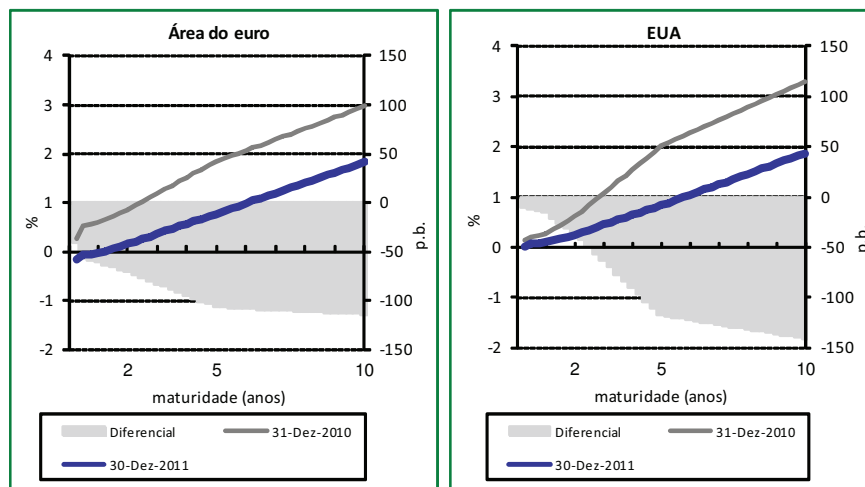
FONTE: Reuters

Na maturidade dos 2 anos o *Bund* também acompanhou de perto o movimento do *Treasury*, com a taxa de rendibilidade destes títulos a apresentar uma trajetória descendente na segunda metade do ano, atingindo o *Bund* um mínimo de 0,16 em dezembro e as obrigações do tesouro norte-americano um mínimo de 0,16 em setembro.

No mercado de bilhetes do Tesouro as descidas foram ainda mais radicais, com o *Bubill* a 3 meses a registar taxas negativas de forma consistente nos últimos meses do ano, situando-se em -0,15 por cento no final de 2011. Nos EUA, a taxa de juro do *Tbill* a 3 meses passou de 0,13 por cento no final de 2010, para 0,02 por cento no final de 2011.

Assim, o declive da curva de rendimentos registou uma redução substancial, em resultado de uma queda mais pronunciada de *yields* nos prazos mais longos comparativamente às maturidades mais curtas. Nos EUA, o *spread* entre a taxa de juro a 10 anos e a 3 meses evoluiu de 316 no final de 2010 para 186 pontos base em dezembro de 2011, ao passo que na área do euro, o *spread* entre o *Bund* a 10 anos e o *Bubill* a 3 meses passou de 272 para 198 pontos base.

Gráfico 6 - Estrutura temporal das taxas de juro



FONTE: Reuters

O mercado acionista registou ganhos na primeira metade do ano, no entanto, as perdas significativas registadas no terceiro trimestre acabaram por ser decisivas para o comportamento global do ano. Assim, o índice alemão *Xetra Dax* desvalorizou 14,7 por cento entre o final de 2010 e 2011 (face a uma valorização de 16,1 por cento em 2010), ao passo que nos EUA o índice *S&P500* se manteve inalterado e o *Nasdaq* subiu 2,7 por cento, valores no entanto inferiores aos verificados no ano de 2010 (de 12,8 e 19,2 por cento, respetivamente).

No mercado cambial, o euro revelou uma tendência de apreciação face ao dólar norte-americano na primeira metade do ano, período em que registou uma apreciação de 11 por cento, com o EUR/USD a subir de 1,34 no final de 2010 para um máximo de 1,48 em maio de 2011. Na segunda metade do ano, o euro apresentou uma tendência de depreciação, em virtude da incerteza gerada pela crise de dívida soberana que afetou alguns países e da revisão em baixa do crescimento económico, tendo o EUR/USD terminado o ano com uma cotação de 1,29, refletindo uma perda de 3 por cento face ao final do ano anterior.

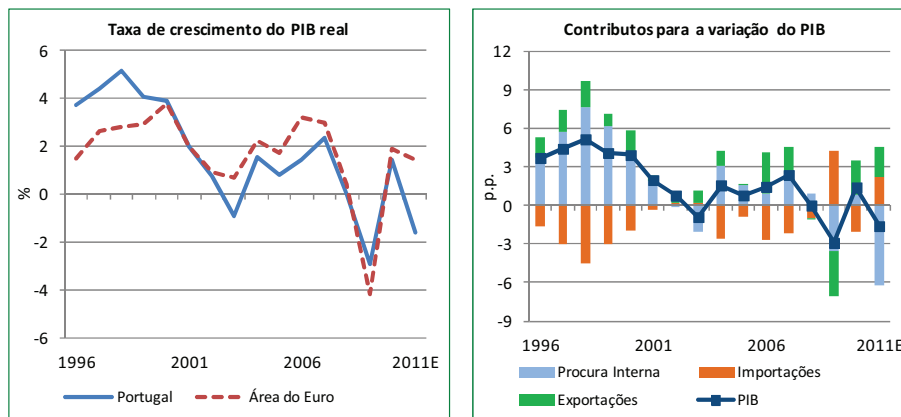
ECONOMIA PORTUGUESA

Após a recuperação verificada em 2010 em que o PIB alcançou um crescimento real de 1,4 por cento, o ano de 2011 revelou-se recessivo, estimando-se uma quebra do PIB de 1,6 por cento,³ acentuando o processo de divergência iniciado em 2002.

O ano de 2011 ficou marcado, não só pelo agudizar da crise da dívida soberana na Área do Euro, como pela terceira intervenção do FMI em Portugal. A pressão internacional sobre as taxas de juro da dívida pública portuguesa nos mercados da dívida soberana e a fraca execução do programado no orçamento para 2011, abriram caminho para que, em abril, Portugal se tenha visto na necessidade de efetuar um pedido de ajuda internacional dirigido ao FMI, Comissão Europeia e BCE, consubstanciado no Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF – ver caixa).

³ INE, Contas Nacionais Trimestrais, março 2012.

Gráfico 7 - Crescimento real do produto e contributos para o crescimento do PIB em Portugal



FONTE: INE e Comissão Europeia

A evolução negativa que já se observava para o PIB desde o quarto trimestre de 2010, foi agravada pelas medidas de controlo das finanças públicas que se seguiram. O consumo privado, que representa cerca de 65 por cento do PIB, apresentou uma taxa de variação de -3,9 por cento. O investimento foi a componente do PIB que apresentou a maior contração, com uma taxa de variação de -11,4 por cento, ao passo que o consumo público apresentou uma quebra de 3,9 por cento para o mesmo período. As únicas componentes que apresentaram contributos positivos para o crescimento do PIB, foram as exportações e as importações, com um contributo para o crescimento do PIB estimado em 2,4 e 2,2 por cento, respetivamente. Após perdas recorrentes de quota de mercado no período de 1999 a 2005, as exportações têm apresentado ganhos continuados desde 2006, tendência que foi reforçada em 2011.

Em sintonia com a tendência verificada em 2010 as necessidades líquidas de financiamento externo da economia portuguesa (balança corrente e de capital), continuaram a decrescer. Com efeito, a balança corrente e de capital em percentagem do PIB evoluiu de -8,3 por cento em 2010 para -5,1 por cento em 2011,⁴ um resultado que é alcançado sobretudo graças ao excelente comportamento da balança de bens e serviços (que passou de -7,2 em 2010 para -3,9 por cento do PIB em 2011).

Segundo os dados do Inquérito ao Emprego a taxa de desemprego situou-se em 12,7 por cento da população ativa em 2011, um valor médio que, no entanto, esconde uma evolução muito desfavorável ao longo do ano, uma vez que a taxa de desemprego passou de 12,4 por cento no primeiro trimestre para 14 por cento no último trimestre do ano. Em 2010, a taxa de desemprego tinha registado um valor médio de 10,8 por cento.⁵

A taxa de inflação em Portugal, medida pela variação média anual do IHPC, situou-se em 3,6 por cento em 2011 (1,4 por cento no ano anterior) e 0,8 pontos percentuais acima da verificada na área euro. Desde abril de 2008 que a inflação em Portugal era mais baixa do que a verificada para o conjunto da área euro, mas a partir de fevereiro do ano passado voltou a registar-se um diferencial positivo. As

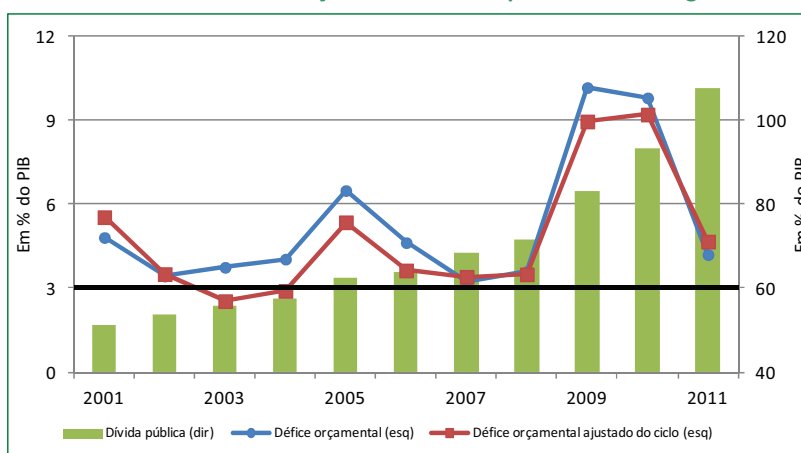
⁴INE, Contas Nacionais Trimestrais, março 2012.

⁵ Para 2011 existe um novo inquérito ao emprego que não é comparável com o que se realizava desde 1998. Na comparação entre os valores verificados em 2010 e os valores verificados em 2011 existem dois efeitos: um que decorre do novo inquérito; e outro que deriva da deterioração da atividade económica. De acordo com os testes conduzidos pelo INE, o novo questionário e modo de recolha da informação tendem a gerar uma diminuição da população ativa e da população empregada e um aumento da população desempregada com reflexos na taxa de desemprego. Com efeito, o INE estima que a diferença de metodologias gere uma diferença de 1,1 pontos percentuais na taxa de desemprego no primeiro trimestre de 2011.

subidas dos preços dos combustíveis e o aumento da taxa normal do IVA em julho de 2010 e novamente em janeiro de 2011 (a par do aumento dos preços dos transportes em agosto e o aumento do IVA para a eletricidade e gás em outubro), contribuíram de forma decisiva para o crescimento da taxa de inflação. Para além desses fatores, também os preços dos bens alimentares e dos serviços de saúde passaram a contribuir positivamente para a variação de preços.

O défice orçamental das Administrações Públicas (AP) estimado para 2011 ter-se-á situado em 4,2 por cento do PIB, bem abaixo do valor de 9,8 por cento do PIB verificado em 2010 e do objetivo de 5,9 por cento imposto no PAEF. Este valor, no entanto, foi obtido à custa de medidas extraordinárias que, de acordo com o estipulado no PAEF, não se vão poder repetir em 2012, nomeadamente a transferência parcial dos fundos de pensões do setor bancário para a Segurança Social por um valor equivalente a 3,5 pontos percentuais do PIB.

Gráfico 8 – Déficit orçamental e dívida pública em Portugal



FONTE: INE, Banco de Portugal, Ministério das Finanças e Comissão Europeia

Ainda assim, o ano de 2011 foi marcado por um ajustamento significativo do défice estrutural. Com efeito, o ano iniciou-se com a aplicação de um conjunto de medidas com vista à redução da despesa e incremento da receita do Estado consignadas no OE 2011, entre as quais se destacam, do lado da receita, a diminuição dos benefícios fiscais em sede de IRS e o aumento da taxa normal do IVA de 21 para 23 por cento, e, do lado da despesa, a redução dos salários nominais na função pública e empresas do perímetro das AP em 5 por cento em média e a diminuição do investimento no âmbito do PIDDAC. Assim, estima-se que o défice estrutural se tenha reduzido em 4,5 pontos percentuais do PIB potencial ao longo do último ano, ao passar de 11,4 por cento em 2010 para 6,9 por cento em 2011, antecipando-se para 2012 uma nova redução para 2,6 por cento.⁶

Apesar da redução do défice, a dívida pública voltou a aumentar de forma significativa em 2011, ao passar de 93,3 por cento do PIB no final de 2010 para 107,8 por cento no final de 2011, o que em parte (cerca de 6 pontos percentuais) é justificado por um aumento da posição de Tesouraria do Estado.

⁶ Ministério das Finanças, janeiro 2012.