

# PERSPECTIVAS PARA A ECONOMIA PORTUGUESA: 2009-2010<sup>1</sup>

## 1. INTRODUÇÃO

As perspectivas para a economia portuguesa no período 2009-2010 são marcadas por um quadro de interacção entre uma crise sem precedentes nos mercados financeiros internacionais e um forte abrandamento da actividade económica à escala global, sendo expectável a ocorrência de um cenário recessivo na generalidade das economias avançadas e um baixo crescimento nas economias de mercado emergentes. Assim, as actuais projecções para a economia portuguesa apontam para uma contracção da actividade económica em 2009, seguida de uma recuperação moderada em 2010, num contexto em que a persistência de um conjunto de fragilidades de natureza estrutural continuará a condicionar o desempenho da economia (Quadro 1.1).

A actividade económica em algumas das principais economias avançadas evidenciava já uma tendência de desaceleração desde o final de 2006 decorrente, em certa medida, do aumento do preço das matérias-primas nos mercados internacionais e do ajustamento em baixa dos preços nos mercados de habitação em vários países. A crise financeira que eclodiu em meados de 2007 acelerou esta

### Quadro 1.1

PROJECCÕES DO BANCO DE PORTUGAL 2009-2010							
Taxa de variação, em percentagem							
		Projecção actual		BE Outono 2008	BE Verão 2008		
	Pesos 2007	2008(e)	2009(p)	2010(p)	2008(e)	2008(p)	2009(p)
Produto Interno Bruto	100.0	0.3	-0.8	0.3	0.5	1.2	1.3
Consumo privado	65.0	1.4	0.4	0.6	1.4	1.3	0.7
Consumo público	20.3	0.2	-0.1	-0.2	0.2	-0.2	0.0
Formação bruta de capital fixo	21.8	-0.8	-1.7	-0.3	-0.8	1.0	1.2
Procura interna	107.6	1.0	0.0	0.3	1.0	1.0	0.7
Exportações	32.6	0.6	-3.6	1.8	1.4	4.4	4.0
Importações	40.1	2.4	-1.0	1.5	2.6	3.3	2.1
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)							
Exportações líquidas		-0.8	-0.8	0.0	-0.6	0.1	0.5
Procura interna		1.1	0.0	0.3	1.0	1.0	0.8
do qual: Variação de existências		0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0
Balança corrente e de capital (em % do PIB)		-9.0	-7.9	-9.4	-8.9	-10.6	-11.1
Balança de bens e serviços (em % do PIB)		-8.0	-7.0	-7.5	-8.0	-7.8	-7.5
IHPC		2.7	1.0	2.0	2.8	3.0	2.5

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (e) - estimado; (p) - projectado. Para cada agregado apresenta-se a projecção correspondente à projecção central (entendida como o seu valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas). Conforme desenvolvido na Secção 7 deste artigo, as distribuições de probabilidade atribuídas aos valores possíveis do agregado poderão ser assimétricas, pelo que a probabilidade de se observar um valor abaixo da projecção central pode ser diferente da probabilidade de se observar um valor acima da projecção central.

(1) Este artigo foi redigido com a informação disponível até meados de Dezembro. As hipóteses relativas a taxas de juro, taxas de câmbio e preço do petróleo datam de 11 de Dezembro de 2008.

tendência, nomeadamente pelo impacto negativo nas expectativas dos agentes económicos e na sua situação financeira, e deverá contribuir quer para uma recessão nas principais economias avançadas quer para uma significativa desaceleração da actividade nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento, as quais vinham registando ritmos de crescimento superiores aos tendenciais. Uma pequena economia aberta plenamente integrada em termos económicos e financeiros como a economia portuguesa tende a ser afectada por estes desenvolvimentos, em particular atendendo ao seu elevado nível de endividamento.

A transmissão dos desenvolvimentos económicos e financeiros internacionais à economia portuguesa continuará a influenciar o crescimento económico no horizonte de projecção através de uma multiplicidade de canais. Em primeiro lugar, o abrandamento da actividade económica e a redução das perspectivas de crescimento e procura mundiais tendem a afectar negativamente quer a procura externa dirigida às empresas nacionais, quer o preço das matérias-primas nos mercados internacionais, em particular do petróleo. Em segundo lugar, as expectativas dos agentes económicos nacionais tenderão a ser negativamente afectadas por um enquadramento internacional marcado por um crescente abrandamento económico e pela elevada incerteza quanto à magnitude e duração da actual fase descendente do ciclo económico, não apenas na área do euro e nas principais economias avançadas, como igualmente em mercados emergentes relevantes para Portugal. Por fim, a evolução das condições de financiamento ao longo do horizonte de projecção reflecte, por um lado, a expectativa de descida das taxas de juro do mercado monetário, num contexto em que os mercados antecipam reduções adicionais das taxas de intervenção do BCE, assim como uma diminuição dos prémios de risco neste mercado ao longo do horizonte de projecção, num quadro de gradual atenuação da instabilidade nos mercados financeiros. Por outro lado, na actual fase do ciclo económico não é de esperar uma transmissão integral da evolução das taxas de juro do mercado monetário às taxas de juro bancárias. Tal decorre, quer da restritividade das condições de acesso dos bancos aos mercados financeiros internacionais, quer da deterioração dos balanços das famílias e das empresas. Paralelamente, estes factores poderão também traduzir-se numa menor acessibilidade ao crédito para alguns agentes económicos.

Refira-se que o adensamento da crise financeira e a redução das expectativas de inflação observados na segunda metade de 2008, em conjugação com a desaceleração da actividade económica mundial, determinaram a generalização de políticas monetárias mais acomodatórias, incluindo na área do euro. Adicionalmente, foram anunciadas diversas medidas com o objectivo de reforçar a confiança e restabelecer o funcionamento regular dos mercados financeiros<sup>2</sup>. Por outro lado, muitos países adoptaram medidas de política orçamental, tendo em vista a estabilização da actividade económica. No que se refere especificamente às medidas de política orçamental em Portugal, em linha com a regra utilizada nos exercícios de previsão do Eurosistema, a actual projecção inclui apenas as medidas já aprovadas em termos legais ou especificadas com detalhe suficiente à data de fecho da informação deste artigo. Este critério aplica-se quer às medidas incluídas no Orçamento de Estado para 2009 quer às medidas anunciadas posteriormente, nomeadamente as aprovadas no Conselho de Ministros de 13 de Dezembro de 2008.

As estimativas mais recentes apontam para que o Produto Interno Bruto (PIB) tenha aumentado cerca de 0.3 por cento em 2008, após um crescimento de 1.9 por cento em 2007. Este abrandamento foi marcado pela interacção entre a crise financeira internacional e a actividade económica mundial, num quadro em que a persistência de um conjunto de fragilidades de natureza estrutural terá continuado a condicionar o crescimento da economia portuguesa. Em 2009, espera-se uma contracção da activi-

(2) No caso português, ver "Caixa 1 Principais medidas das autoridades portuguesas relativamente ao sistema financeiro no âmbito da crise financeira internacional" do artigo "O sistema bancário português no decurso de 2008", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono 2008*.

dade económica de 0.8 por cento. Esta contracção traduz essencialmente os efeitos dinâmicos associados à deterioração do enquadramento externo, que deverão, por um lado, afectar directamente o crescimento das exportações e, por outro, implicar o adiamento de decisões de consumo e investimento por parte dos agentes económicos nacionais. Num contexto em que se admite uma redução das tensões nos mercados financeiros internacionais ao longo do horizonte de projecção, acompanhada por uma recuperação gradual das perspectivas de procura nos mercados de destino das exportações portuguesas, antecipa-se um crescimento do PIB de 0.3 por cento em 2010.

O grau de incerteza subjacente à actual projecção permanece particularmente elevado, nomeadamente no que se refere à magnitude e à persistência do abrandamento da economia global, ao novo nível em torno do qual estabilizarão os mercados financeiros internacionais, bem como ao impacto das medidas governamentais. No que respeita ao balanço de riscos para a actividade económica, o risco sobre o crescimento da actividade económica é descendente, tanto em 2009 como em 2010 (ver “Secção 7 *Análise de riscos e incerteza*”). Este risco decorre, essencialmente, da possibilidade de uma maior persistência do actual quadro de crise internacional, o qual pode redundar numa situação de forte contracção nas economias avançadas e de abrandamento ainda mais pronunciado nas economias de mercado emergentes e em desenvolvimento. A materialização desta situação afectaria de forma muito substancial o crescimento da actividade económica em Portugal, quer pela transmissão através do canal de comércio internacional, quer pela transmissão pelos canais financeiros, que tenderiam a determinar a persistência de problemas de liquidez e de prémios de risco de crédito em níveis particularmente elevados até ao final do horizonte de projecção, traduzindo-se em condições de financiamento particularmente adversas.

No que respeita à evolução das condições do lado da oferta, as actuais estimativas para a evolução do PIB são consistentes com uma redução da produtividade total dos factores em 2008. Esta evolução terá ocorrido num contexto em que o grau de utilização da capacidade produtiva se terá reduzido significativamente e em que o emprego ainda não terá reflectido completamente o abrandamento da actividade económica, indiciando a manutenção de um nível de emprego não utilizado plenamente no processo produtivo<sup>3</sup>. A produtividade total dos factores deverá registar uma nova queda em 2009 e um aumento marginal em 2010. O actual contexto de evolução desfavorável da procura, em particular nos mercados de exportação, evidencia a necessidade de um esforço adicional de reestruturação da economia portuguesa, de forma a direccionar a produção de bens e serviços para segmentos com maior valor acrescentado e para mercados com maiores perspectivas de crescimento no médio prazo. A manutenção deste esforço afigura-se crucial para a criação de condições que assegurem, após o presente período de abrandamento, o reinício de um processo sustentado de crescimento da economia portuguesa.

Ao nível da procura, o abrandamento do PIB em 2008 terá sido determinado por uma desaceleração das várias componentes da procura global, com destaque para o investimento (que se reduziu) e para as exportações, num quadro de deterioração crescente das perspectivas de procura nos mercados nacional e externo. A contracção da actividade económica projectada para 2009 reflecte, para além de uma nova queda do investimento e de uma redução das exportações, um abrandamento significativo do consumo privado, com especial incidência na componente de bens duradouros, a qual apresenta uma maior sensibilidade à evolução do ciclo económico e à deterioração das expectativas dos agentes económicos. Comparativamente com o período anterior ao eclodir da crise financeira, apesar da descida das taxas de juro no mercado monetário, a restritividade das condições de financiamento

(3) A manutenção de trabalhadores nestas circunstâncias evita a destruição de capital humano específico, isto é, de custos não recuperáveis para a empresa decorrentes da transmissão do conhecimento necessário ao desempenho das tarefas atribuídas aos trabalhadores. Em situações de abrandamento rápido da actividade económica, as empresas tendem a evitar o despedimento de trabalhadores com estas características, o que contribui para a existência de um desfaseamento entre o ciclo do emprego e o do produto.

por parte do sistema bancário nacional deverá implicar um aperto dos critérios de concessão de crédito, tornando particularmente activas as restrições orçamentais intertemporais das famílias e empresas, dado o elevado endividamento do sector privado não financeiro. A recuperação da actividade económica em 2010 reflecte essencialmente a evolução favorável das exportações e, em menor medida, do investimento privado, num contexto em que se admite uma recuperação da actividade económica mundial e, conseqüentemente, da procura externa dirigida à economia portuguesa, num quadro de progressiva diminuição da tensão nos mercados financeiros.

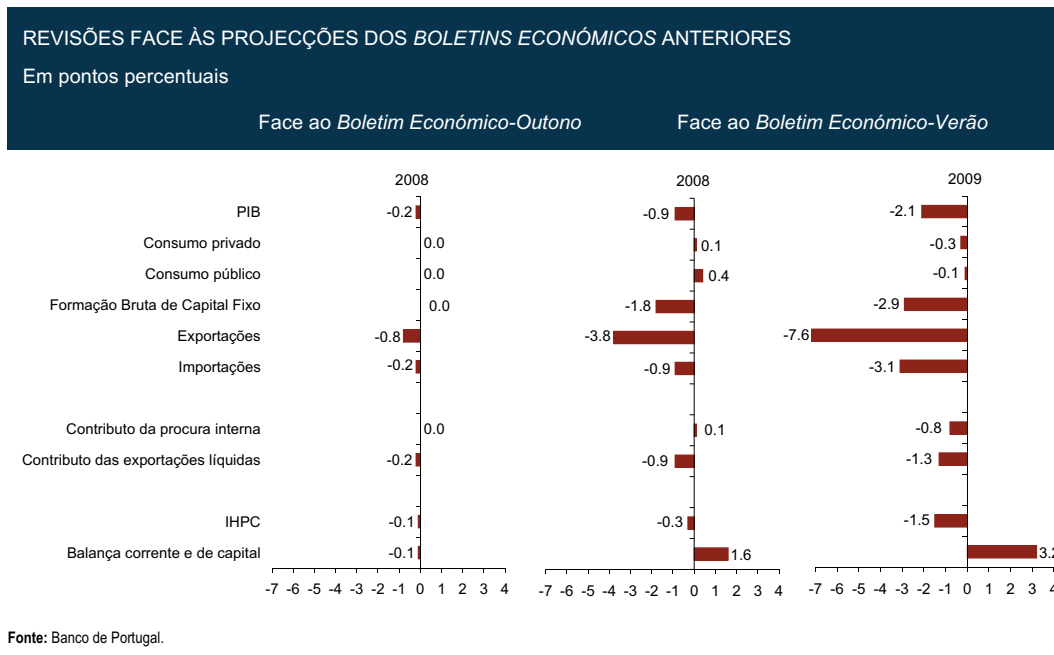
A taxa de inflação, medida pela variação média anual do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), terá aumentado de 2.4 por cento em 2007 para 2.7 por cento em 2008. Em 2009 e 2010, a actual projecção aponta para uma inflação de 1.0 e 2.0 por cento, respectivamente. A evolução em 2009 deverá ficar marcada pela redução de preços da componente energética do IHPC, em linha com as hipóteses assumidas para o preço do petróleo, e, em menor grau, pela desaceleração da componente não energética. Após uma forte subida entre o final de 2007 e meados de 2008, o preço do petróleo tem vindo a registar uma queda acentuada, determinada pelo impacto sobre a procura de matérias-primas resultante da interacção entre a desaceleração económica global e a crise nos mercados financeiros (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”). No que respeita à componente não energética do IHPC, as actuais projecções reflectem, por um lado, o impacto da descida dos preços das matérias-primas alimentares nos mercados internacionais e, por outro, a evolução esperada quer dos custos unitários do trabalho, quer dos preços de importação de bens não energéticos, os quais deverão apresentar taxas de crescimento médias anuais superiores a 2 por cento em 2009. Em 2010, a subida da inflação tem por base a evolução da componente energética, uma vez que a componente não energética deverá continuar a abrandar, em linha com a evolução projectada dos preços de importação de bens não energéticos e dos custos unitários do trabalho.

No que diz respeito às necessidades de financiamento da economia portuguesa, medidas pelo défice conjunto das balanças corrente e de capital em percentagem do PIB, as actuais projecções apontam para que estas tenham aumentado de 8.2 por cento do PIB em 2007 para 9.0 por cento em 2008. Esta evolução reflecte, predominantemente, a deterioração acentuada do défice da balança de bens e serviços, que traduz no essencial uma evolução desfavorável dos termos de troca, mercê do forte aumento do preço do petróleo em média anual e uma redução abrupta do crescimento das exportações, num contexto em que continuou a observar-se um aumento da penetração das importações. Em 2009, projecta-se uma redução das necessidades de financiamento externo para cerca de 8 por cento do PIB, em resultado de uma diminuição do défice da balança de bens e serviços decorrente de uma evolução favorável dos termos de troca, reflectindo a queda do preço do petróleo na segunda metade de 2008. A actual projecção aponta para um novo aumento das necessidades de financiamento em 2010, para 9.4 por cento do PIB, o qual reflecte uma deterioração da balança de rendimentos em resultado de um aumento limitado e gradual das taxas de juro, assim como de uma nova deterioração da posição de investimento internacional da economia portuguesa.

Em comparação com a estimativa publicada no *Boletim Económico-Outono 2008*, o ritmo de crescimento da actividade económica em 2008 sofreu uma revisão em baixa de 0.2 pontos percentuais (p.p.), a qual comporta essencialmente uma evolução mais negativa das exportações, em linha com informação entretanto conhecida (Gráfico 1.1).

Quando comparada com a projecção contida no *Boletim Económico-Verão 2008*, a actual projecção apresenta uma revisão em baixa muito substancial para o crescimento do PIB (-0.9 p.p.) para 2008, largamente determinada pela revisão em baixa das exportações e do investimento. A intensificação da crise financeira internacional desde o final do Verão de 2008 e, em particular, o seu impacto sobre as expectativas de rendimento e riqueza das famílias, assim como a persis-

Gráfico 1.1



tência de uma elevada incerteza, precipitaram uma retracção do consumo e do investimento a nível global. Este processo terá afectado numa primeira fase as economias avançadas e transmitiu-se posteriormente às economias de mercado emergentes, afectando os níveis e as expectativas de procura global e, por esta via, as exportações e o investimento num conjunto alargado de economias, incluindo a economia portuguesa.

A projecção para o crescimento da actividade económica em 2009 é revista em baixa 2.1 p.p., reflectindo os efeitos dinâmicos decorrentes da deterioração da situação económica e que afectaram de forma significativa a evolução das exportações e do investimento no final de 2008. Esta revisão reflecte também o adensamento da crise financeira e os efeitos acrescidos da sua interacção com o crescimento económico mundial, determinando uma revisão muito substancial da procura externa dirigida à economia portuguesa (cerca de -6 p.p.). O crescimento do consumo privado foi também revisto em baixa, em parte devido à deterioração das condições no mercado de trabalho. No mesmo sentido, o investimento sofreu uma revisão em baixa, que traduz uma quebra acentuada das expectativas dos agentes económicos sobre o seu rendimento e riqueza futuros. Estas expectativas não deixarão de afectar o investimento residencial, que deverá também ser penalizado pela deterioração das condições no mercado de trabalho, assim como o investimento empresarial, que tenderá a sofrer os impactos decorrentes de perspectivas de procura menos favoráveis que as admitidas na anterior projecção. Por fim, refira-se que tanto o investimento privado como o consumo de bens duradouros serão afectados pelo aumento dos *spreads* das taxa de juro bancárias (embora estas possam descer) e pela maior dificuldade na obtenção de crédito bancário, apesar da revisão em baixa das taxas de juro no mercado monetário, num contexto de adensamento das tensões nos mercados financeiros internacionais face ao enquadramento subjacente à anterior projecção.

A actual projecção incorpora uma revisão em baixa das necessidades de financiamento da economia portuguesa: 1.6 p.p. do PIB em 2008 e 3.2 p.p. em 2009. A revisão em 2008 reflecte essencialmente uma reavaliação do défice da balança de rendimentos e das transferências

correntes e de capital, tendo em conta a incorporação de informação entretanto conhecida<sup>4</sup>. Em 2009, a actual projecção para as necessidades de financiamento beneficia de uma revisão mais significativa do défice da balança de rendimentos, num contexto de evolução mais favorável do que a antecipada das taxas de juro, e de um menor défice da balança de bens e serviços, que traduz essencialmente a evolução favorável dos termos de troca resultante da substancial revisão em baixa dos preços das matérias-primas importadas, nomeadamente do petróleo.

Finalmente, a revisão da taxa de inflação situou-se em -0.3 p.p. em 2008 e -1.5 p.p. em 2009. Esta revisão traduz uma reavaliação dos preços da componente energética à luz da queda não antecipada do preço do petróleo no final de 2008, a qual implica um forte impacto sobre o valor médio da inflação projectado para 2009.

## 2. HIPÓTESES DO EXERCÍCIO DE PROJEÇÃO

As actuais projecções assentam num conjunto de hipóteses sobre a evolução futura das variáveis de enquadramento da economia portuguesa. Estas hipóteses reflectem a informação disponível até 11 de Dezembro de 2008 e têm por base diversos pressupostos relativos às taxas de juro, taxas de câmbio e preços das matérias-primas, assim como à evolução da actividade económica no exterior e às suas implicações sobre a procura externa dirigida às empresas nacionais.

A interacção entre a crise financeira internacional e a deterioração da actividade económica à escala global afectou as variáveis de enquadramento da projecção. Em particular, destacam-se as expectativas quanto à evolução da procura mundial, que se reflectem *inter alia* na evolução dos preços das matérias-primas, em particular do petróleo, assim como a reavaliação do risco à escala global, desencadeada pelo aumento significativo do incumprimento no crédito de elevado risco no mercado norte-americano, o qual afectou de forma muito significativa o funcionamento do mercado monetário interbancário e dos mercados da dívida, traduzindo-se num aumento significativo dos prémios de risco. Ao longo do horizonte de projecção, considera-se uma redução acentuada das taxas de juro de curto prazo no mercado monetário interbancário (taxa EURIBOR a 3 meses), que traduz as expectativas de descida da taxa de intervenção do BCE bem como uma redução do prémio de risco naquele mercado. Adicionalmente, a actual projecção incorpora algum julgamento relativamente às condições de financiamento na economia portuguesa, reflectindo quer um aperto dos critérios utilizados pelos bancos na concessão de crédito, quer o aumento do prémio de risco de crédito do sector privado não financeiro, decorrentes da restritividade das condições de financiamento dos bancos nos mercados internacionais e da deterioração dos balanços das famílias e empresas.

Relativamente à evolução da actividade económica no exterior, as hipóteses consideradas neste exercício de previsão resultam de uma actualização da informação subjacente ao exercício de projecção do Eurosistema de Dezembro de 2008, num contexto de uma rápida deterioração das perspectivas de crescimento económico à escala global.

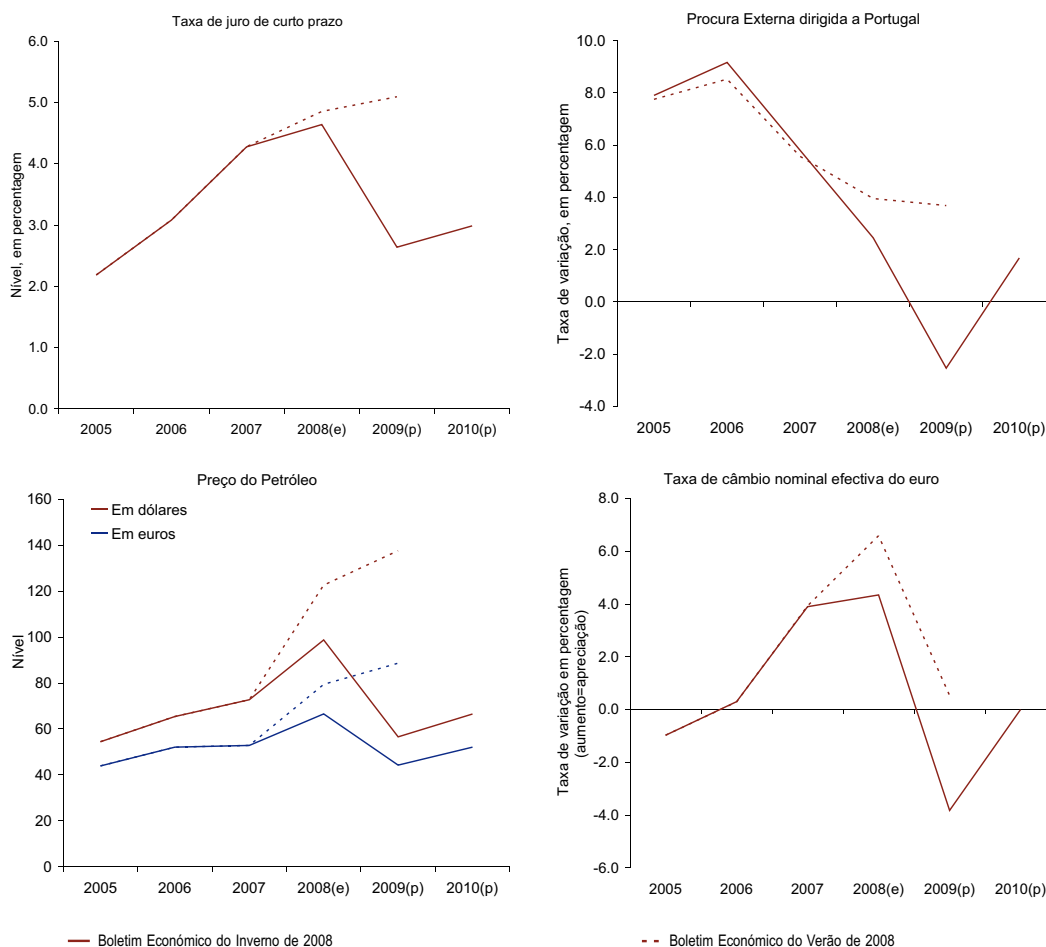
Como habitualmente, a actual projecção inclui um conjunto de hipóteses específicas à economia portuguesa relativas às finanças públicas e aos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa.

Comparativamente com as hipóteses subjacentes à projecção publicada no *Boletim Económico-Veirão 2008* com o actual enquadramento externo da economia portuguesa inclui uma evolução clara-

(4) A redução da estimativa do défice da balança de rendimentos face à estimativa anterior está, em larga medida, associada à actualização de informação de base utilizada no processo de estimação dos rendimentos de investimento directo estrangeiro no âmbito das Estatísticas da Balança de Pagamentos.

Gráfico 2.1

## REVISÃO DAS HIPÓTESES DE ENQUADRAMENTO FACE AO BOLETIM ECONÓMICO-VERÃO 2008



Fontes: BCE, Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.  
Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

mente mais desfavorável da procura externa, verificando-se igualmente uma forte revisão em baixa das taxas de juro e dos preços das matérias-primas, em particular no que respeita ao preço do petróleo e das matérias-primas alimentares (Gráfico 2.1). Refira-se que este conjunto de revisões traduz essencialmente a materialização do risco identificado no *Boletim Económico-Verão 2008*, que aludia à possibilidade de adensamento da crise financeira e de abrandamento pronunciado da actividade económica à escala global. No entanto, a materialização do risco identificado na projecção anterior não implica que a actual projecção esteja sujeita a um menor grau de risco e incerteza, em particular no que se refere à magnitude e persistência do actual abrandamento económico.

## 2.1. Taxas de juro e taxas de câmbio

A hipótese relativa à evolução da taxa de juro de curto prazo baseia-se nas expectativas dos agentes face à evolução esperada da taxa EURIBOR a 3 meses implícita nos contratos de futuros. Os participantes nos mercados financeiros antecipam uma redução desta taxa até ao terceiro trimestre de 2009, seguida de uma tendência de aumento moderado e gradual até ao final do horizonte de projec-



ção para níveis claramente inferiores aos valores médios registados em 2008. Assim, em termos médios anuais, o nível da taxa EURIBOR a 3 meses deverá descer de 4.6 por cento em 2008 para 2.6 por cento em 2009, aumentando para 3 por cento em 2010. Neste contexto, é de referir que a evolução das taxas de juro de curto prazo é condicionada não apenas pelas expectativas relativas às taxas de intervenção do BCE, mas também pela evolução esperada do prémio de risco no mercado monetário, medido pelo diferencial entre as taxas de juro colateralizadas e não colateralizadas, que registou um aumento abrupto em meados de 2007, com a eclosão da actual crise financeira, e se manteve em níveis elevados ao longo de 2008, tendo-se mesmo acentuado significativamente no final do Verão de 2008 (Gráfico 2.1.1). O perfil de evolução das taxas de juro incluído na actual projecção admite implicitamente uma gradual redução do risco de crédito no mercado monetário interbancário, num quadro de gradual atenuação da instabilidade nos mercados financeiros.

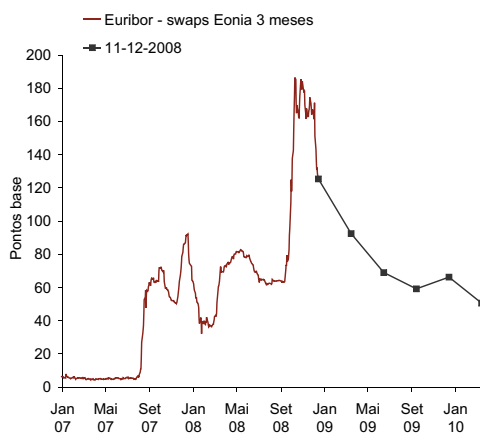
Adicionalmente, o recente alargamento dos diferenciais de rendibilidade das obrigações de empresas privadas não financeiras face a obrigações do Tesouro indica que se tem registado um aumento do prémio de risco de crédito destas empresas, que potencialmente se reflectirá também num aperto das condições de concessão de crédito com impacto no custo do financiamento bancário (Gráfico 2.1.2). Este factor foi considerado na actual projecção, admitindo-se um alargamento do diferencial entre taxas de juro activas do sector bancário e as taxas de juro do mercado monetário a partir do final de 2008.

A informação implícita nas taxas de rendibilidade nominais das obrigações de dívida pública a dez anos, implica que as taxas de juro de longo prazo de referência deverão manter-se em torno dos 4.5 por cento ao longo do horizonte de projecção (4.5 por cento em 2008, 4.4 por cento em 2009 e 4.6 por cento em 2010).

A hipótese técnica relativa à evolução das taxas de câmbio considera que estas se manterão inalteradas nos níveis médios observados em meados de Dezembro de 2008, implicando em termos médios

**Gráfico 2.1.1**

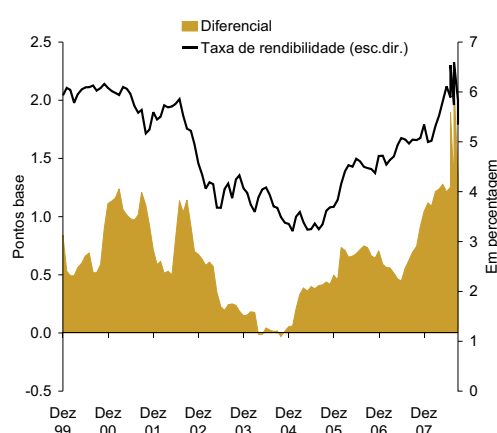
**DIFERENCIAL OBSERVADO E ESPERADO ENTRE A EURIBOR E OS SWAPS EONIA NO PRAZO DE 3 MESES <sup>(a)</sup>**



**Fontes:** Bloomberg, Thomson Reuters e cálculos do Banco de Portugal.  
**Nota:** (a) Diferencial esperado medido pela diferença entre a Euribor 3 meses implícita nos futuros e a taxa forward do swap da EONIA a 3 meses a começar na data de vencimento do futuro.

**Gráfico 2.1.2**

**TAXA DE RENDIBILIDADE DE OBRIGAÇÕES DE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS PORTUGUESAS E DIFERENCIAL FACE A TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA DE MATURIDADE COMPARÁVEL**



**Fonte:** Barclays Capital.  
**Nota:** As obrigações de empresas não financeiras consideradas têm uma maturidade média de cerca de 7 anos.



anuais uma depreciação do euro em termos nominais efectivos de 3.8 por cento em 2009 (cerca de 13 por cento face ao dólar), após uma apreciação de 4.3 por cento em 2008 (6.9 por cento face ao dólar).

## 2.2. Preços internacionais

O preço do petróleo em dólares registou até ao segundo trimestre de 2008 uma tendência de aumento, tendo atingido um valor máximo mensal de 134 dólares por barril em Julho de 2008. A partir de então, o preço do petróleo apresentou alguma redução no terceiro trimestre e uma queda particularmente abrupta no último trimestre do ano, tendo registado um valor médio trimestral de 59 dólares por barril. Em 11 de Dezembro, o preço por barril encontrava-se em cerca de 45 dólares. De acordo com as expectativas implícitas no mercado de futuros, o preço do petróleo deverá retomar uma trajectória de aumento moderado a partir do segundo trimestre de 2009 e até ao final do horizonte de projecção. Em termos médios anuais, este perfil implica uma redução do preço de 99 dólares por barril em 2008 para cerca de 57 dólares em 2009, seguido de um aumento para 67 dólares por barril em 2010. Tendo em conta as hipóteses já referidas relativas à taxa de câmbio do euro face ao dólar, esta evolução deverá traduzir-se num preço médio anual por barril de 67 euros em 2008, 44 euros em 2009 e 52 euros em 2010.

No que diz respeito aos preços de matérias-primas não energéticas, a informação disponível aponta para que o preço das matérias-primas alimentares tenha aumentado cerca de 29 por cento em 2008, enquanto que o preço das restantes matérias-primas não energéticas terá aumentado apenas 3 por cento. A informação disponível sobre a evolução dos preços das matérias-primas obtida a partir dos contratos negociados nos mercados de futuros aponta para uma queda de cerca de 10 por cento do preços das matérias-primas alimentares e de 23 por cento nas restantes matérias-primas não energéticas em 2009, reflectindo o impacto da redução abrupta das expectativas de procura sobre os preços. Em 2010, ambas as componentes deverão apresentar um crescimento dos preços próximo de 5 por cento, num contexto em que se antecipa alguma recuperação da procura mundial e, consequentemente, da procura de matérias-primas.

## 2.3. Conjuntura internacional e procura externa

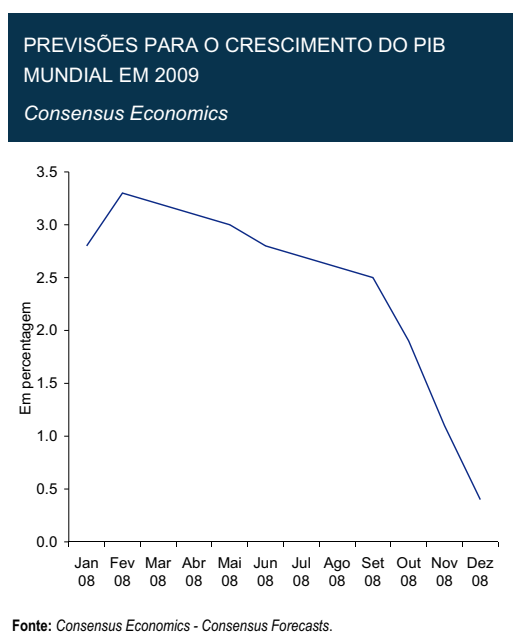
Num contexto de elevada incerteza determinado pelo adensamento da crise financeira internacional registado desde o Verão de 2008, as projecções do Eurosistema de Dezembro de 2008, divulgadas no *Boletim Mensal* do Banco Central Europeu, e baseadas na informação disponível até ao dia 20 de Novembro de 2008, apontam para um crescimento do PIB na área do euro entre 0.8 e 1.2 por cento em 2008, e entre -1.0 e 0.0 por cento em 2009. Esta evolução reflecte não apenas uma desaceleração das exportações, em linha com o perfil referido para a procura externa dirigida à área do euro, mas também um crescimento fraco da procura interna, que deverá ser condicionada pelas repercussões da situação nos mercados financeiros, em particular ao nível das condições de financiamento, bem como pela deterioração da situação no mercado de trabalho com repercussão sobre o rendimento disponível. Nas projecções do Eurosistema, a queda do PIB deverá assumir um carácter temporário, projectando-se uma recuperação moderada da actividade em 2010, para um ritmo de crescimento entre 0.5 e 1.5 por cento.

As projecções para a evolução dos preços no consumidor, elaboradas no contexto do mesmo exercício de projecção, apontam para uma redução significativa da inflação na área do euro, medida pela taxa de variação média anual do IHPC, de um valor no intervalo entre 3.2 e 3.4 por cento em 2008 para um valor compreendido entre 1.1 e 1.7 por cento em 2009. Esta evolução reflecte em larga medi-

da a redução esperada dos preços das matérias-primas, sendo também condicionada pelo impacto da moderação projectada para a actividade económica. Em 2010, a taxa de variação média anual do IHPC deverá situar-se entre 1.5 e 2.1 por cento, reflectindo um maior crescimento dos preços de importação, que traduzem os efeitos decorrentes da recente depreciação do euro, bem como alguma recuperação das margens de lucro. Refira-se que as projecções do Eurosistema incluem um abrandamento dos custos unitários do trabalho ao longo do horizonte de projecção, num quadro de moderação salarial e de recuperação da produtividade.

As hipóteses quanto ao enquadramento externo da economia portuguesa, publicadas no *Boletim Económico-Inverno*, baseiam-se tradicionalmente na informação subjacente ao exercício de projecção do Eurosistema de Dezembro. No entanto, a rápida deterioração das perspectivas para a actividade económica a nível mundial verificada no final de 2008 levou a que se justificasse uma actualização do enquadramento externo da economia portuguesa face ao considerado no exercício de projecção do Eurosistema de Dezembro de 2008. Essa actualização foi realizada utilizando o modelo NIGEM<sup>5</sup>, tendo-se simulado uma deterioração do PIB a nível global de 0.7 p.p. em 2009, em linha com os resultados dos inquéritos da *Consensus Economics*, que apontam para uma revisão em baixa do crescimento do PIB mundial em 2009 dessa magnitude entre os inquéritos de Novembro e Dezembro (Gráfico 2.3.1). É interessante notar que a deterioração das perspectivas de crescimento mundial foi particularmente significativa e abrupta no último trimestre de 2008. Nesta simulação considerou-se que a revisão do crescimento do PIB mundial estará associada a um aumento do prémio de maturidade de taxa de juro a partir do último trimestre de 2008, mantendo inalteradas as hipóteses técnicas relativas à evolução das taxas de juro de curto prazo e das taxas de câmbio nominais. Neste contexto, o crescimento do PIB e o crescimento das importações mundiais em 2009 e 2010 foram revistos em baixa face ao considerado no exercício do projecção do Eurosistema, o que se traduziu também numa redução do crescimento considerado para a procura externa dirigida à economia portuguesa (Quadro 2.3.1).

**Gráfico 2.3.1**



(5) O NIGEM é um modelo multi-país para a economia mundial, desenvolvido pelo *National Institute of Economic and Social Research*, que considera um número alargado de países cujas economias estão ligadas entre si através de canais de comércio e de competitividade e ao nível dos mercados financeiros.

## Quadro 2.3.1

## ACTUALIZAÇÃO DO ENQUADRAMENTO EXTERNO FACE AO EXERCÍCIO DO EUROSISTEMA DE DEZEMBRO DE 2008

Taxas de variação, em percentagem

	Enquadramento externo actualizado			Revisões face ao exercício de projecção do Eurosistema de Dezembro de 2008 <sup>(a)</sup>		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Importações mundiais	4.3	0.3	3.5	0.0	-1.9	-1.6
Procura externa dirigida à economia portuguesa						
Total	2.5	-2.5	1.7	0.0	-1.8	-1.7
Intra área do euro	2.1	-3.6	1.1	0.0	-1.9	-1.7
Extra área do euro	3.1	-0.3	2.9	0.0	-1.7	-1.5

Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (a) Em pontos percentuais.

Desta forma, o enquadramento externo da actual projecção implica uma queda do indicador de procura externa dirigida à economia portuguesa de 2.5 por cento em 2009, após o crescimento de 2.5 por cento registado em 2008. Esta redução da procura externa traduz uma queda da procura na generalidade dos países, com particular incidência na área do euro. Refira-se que, desde o início da década de 80<sup>6</sup>, o indicador de procura externa apenas registou uma queda em termos médios anuais no ano de 1993 (-1.8 por cento), o que ilustra a natureza atípica da actual situação económica internacional. A actual projecção para o enquadramento internacional aponta para alguma recuperação do ritmo de crescimento da procura externa em 2010, admitindo-se um crescimento de cerca de 1.7 por cento. Refira-se que o carácter temporário e a magnitude limitada de deterioração da actividade económica mundial incluídos neste conjunto de hipóteses constituem o principal factor de risco e de incerteza em torno da actual projecção (ver “Secção 7 *Análise de riscos e incerteza*”).

#### 2.4. Hipóteses sobre finanças públicas e preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa

As actuais projecções reflectem também um conjunto de hipóteses específicas à economia portuguesa, destacando-se em particular as relativas à evolução das finanças públicas e dos preços condicionados por procedimentos de natureza administrativa<sup>7</sup>.

As hipóteses sobre as variáveis de finanças públicas incluem apenas, tal como é regra no âmbito dos exercícios de projecção do Eurosistema, as medidas de política orçamental já aprovadas em termos legais ou especificadas com detalhe suficiente e com elevada probabilidade de aprovação legislativa. Utilizando esta metodologia, foram incluídas as medidas aprovadas no decorrer de 2008 e as especificadas no Orçamento do Estado para 2009, bem como as medidas aprovadas no Conselho de Ministros de 13 de Dezembro. No entanto, não foi considerado o eventual impacto orçamental das medidas recentemente anunciadas visando a estabilização do sistema financeiro e a regularização de dívidas das administrações públicas a empresas não financeiras. Quanto ao consumo público, refira-se que os desenvolvimentos nos próximos anos estarão ainda dependentes dos efeitos da reforma da administração pública, que, no essencial, engloba medidas já legalmente aprovadas mas com um impacto

(6) Os dados subjacentes ao cálculo deste indicador só estão disponíveis a partir de 1980.

(7) Para mais pormenores sobre estes preços, veja-se a nota metodológica do BCE sobre este tema disponível em [http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/hicp\\_ap.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/hicp_ap.pdf).

ainda muito incerto. Neste contexto, assume-se uma estabilização do consumo público em termos reais em 2009, seguida de uma ligeira diminuição em 2010. Esta evolução reflecte a hipótese de uma diminuição do número de trabalhadores das administrações públicas, embora a um ritmo inferior ao observado nos últimos anos, e de aumentos pouco expressivos do volume do consumo intermédio e da despesa com convenções e farmácias. No entanto, a actualização da tabela dos funcionários públicos em 2.9 por cento em 2009 (2.1 por cento em 2008) contribuirá para a aceleração do consumo público em termos nominais.

Em relação ao volume de investimento público, assume-se um aumento significativo em 2009, seguido de uma redução em 2010. O perfil de evolução do investimento público está significativamente afectado por um conjunto de medidas aprovadas no Conselho de Ministros de 13 de Dezembro de 2008.

Quanto à tributação indirecta, a actual projecção considera, em 2009, o impacto adicional da diminuição da taxa normal do IVA de 21 para 20 por cento a partir de 1 de Julho de 2008. Para além disso, admite-se a manutenção do valor do Imposto sobre os Produtos Petrolíferos até ao final do horizonte de projecção e o aumento da tributação automóvel e sobre o tabaco em 2009, em linha com o considerado no Orçamento do Estado para 2009. No que respeita à tributação automóvel, refira-se que o Orçamento de Estado para 2009 para além da actualização da tabela na parte respeitante às emissões de CO<sub>2</sub> penaliza os veículos com maiores emissões de partículas, o que deverá implicar algum aumento do preço no consumidor dos veículos automóveis. No que respeita ao imposto sobre o tabaco, o Orçamento de Estado de 2009 determina um aumento do imposto claramente inferior ao registado em 2008, implicando um menor crescimento da receita fiscal e dos preços no consumidor.

No que diz respeito aos restantes preços influenciados por procedimentos de natureza administrativa, é de salientar que a actual projecção incorpora um aumento do preço da electricidade de 4.4 por cento em 2009, de acordo com informação divulgada pela entidade reguladora dos serviços energéticos (ERSE), admitindo-se para 2010 um aumento em linha com a evolução média histórica<sup>8</sup>. Para os restantes preços sujeitos a regulação assume-se, em geral, uma evolução em linha com o crescimento médio registado nos últimos anos.

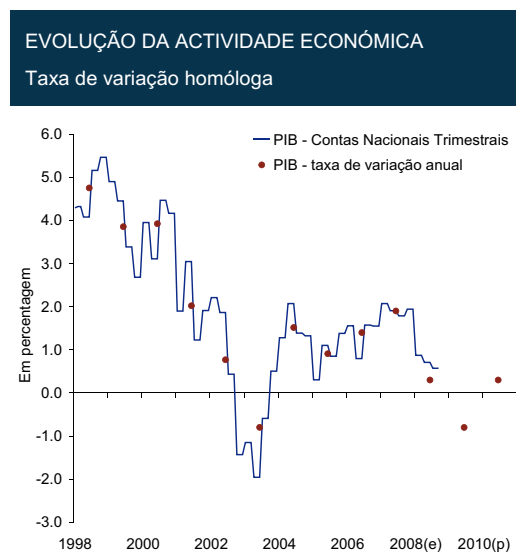
### 3. OFERTA

A actual projecção aponta para um abrandamento da actividade económica de 1.9 por cento em 2007 para 0.3 por cento em 2008, seguido de uma contracção de 0.8 por cento em 2009. Esta evolução é determinada em larga medida pelo enquadramento externo, marcado pela interacção entre a crise financeira internacional e a desaceleração económica mundial, num contexto de persistência de fragilidades estruturais da economia portuguesa (Gráfico 3.1). A actual projecção antecipa uma recuperação moderada da actividade económica em 2010, projectando-se um crescimento do PIB de 0.3 por cento, na medida em que se admite um progressivo desanuviamento da actual situação de crise nos mercados financeiros internacionais. O perfil da actividade económica ao longo do horizonte é fortemente marcado pela evolução projectada para o sector privado, uma vez que se assume que a actividade no sector público<sup>9</sup> registre um crescimento aproximadamente nulo.

(8) Para mais informações, veja-se o *comunicado da ERSE* sobre as tarifas da electricidade em 2009.

(9) O produto do sector público corresponde às despesas realizadas pelas Administrações Públicas em factores primários destinados à provisão de bens e serviços públicos, em particular as despesas com pessoal e o consumo de capital fixo. O produto do sector privado é obtido como a diferença entre o produto total e o produto do sector público, incluindo por isso as despesas de consumo intermédio das Administrações Públicas em bens e serviços produzidos pelo sector privado.

Gráfico 3.1



Fontes: INE e Banco de Portugal.

Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

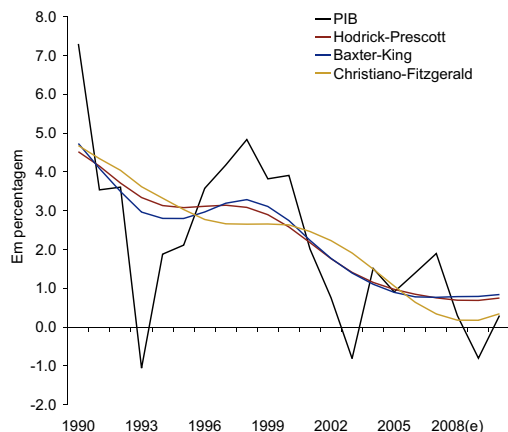
Ao nível sectorial, com base na informação disponível para 2008, estima-se que a actividade na indústria transformadora tenha registado uma contracção de cerca de 1 por cento, associada ao significativo abrandamento das exportações de mercadorias ao longo de 2008, assim como à estagnação do investimento empresarial, num contexto de deterioração das perspectivas de procura. A actual projecção é consistente com uma redução da actividade neste sector em 2009, num enquadramento em que o abrandamento da economia mundial deverá determinar uma menor procura dirigida à produção nacional e em que se projecta que o investimento empresarial apresente uma quebra significativa. A actual projecção implica uma recuperação moderada da actividade na indústria em 2010, que traduz a progressiva recuperação das perspectivas de procura, num cenário em que se admite um desanuviamento gradual da actual crise financeira internacional e a recuperação moderada da confiança dos agentes económicos (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”).

As actuais estimativas apontam para que o sector da construção tenha registado uma contracção de cerca de 4 por cento em 2008, reflectindo a estagnação do investimento empresarial e a redução do investimento público e residencial. A actual projecção aponta para que a actividade neste sector volte a contrair-se em 2009 e 2010, ainda que numa magnitude progressivamente menor. Em 2009, esta evolução ocorrerá num quadro de deterioração acentuada das expectativas dos agentes face à sua situação futura e em que, não obstante a trajectória descendente assumida para as taxas de juro, se deverá assistir a um aperto dos critérios utilizados pelos bancos na concessão de crédito, num contexto em que persistirão dificuldades na obtenção de financiamento nos mercados internacionais. A melhoria das perspectivas de procura nos mercados de exportação, associadas ao gradual desanuviamento da situação de tensão nos mercados financeiros deverá permitir uma recuperação limitada do investimento empresarial e residencial com impacto no sector da construção em 2010.

No que diz respeito ao sector dos serviços, a actividade deverá abrandar substancialmente ao longo do horizonte de projecção, após um crescimento estimado de cerca de 1.5 por cento em 2008. A evolução esperada da actividade neste sector reflecte, essencialmente, a desaceleração das despesas de consumo das famílias incluída na actual projecção e o abrandamento das exportações de serviços em 2009. As exportações de serviços de turismo deverão continuar a

**Gráfico 3.2**

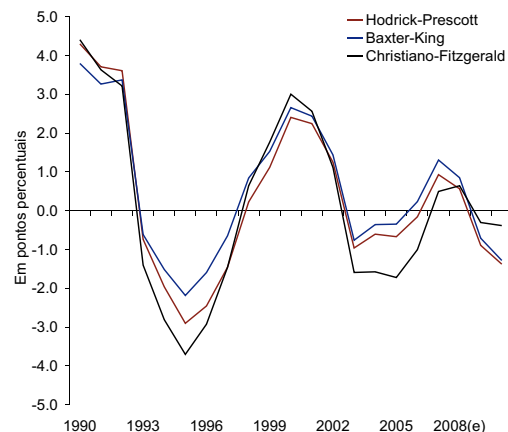
**PIB E PRODUTO POTENCIAL**  
Taxa de variação homóloga



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.  
**Nota:** (e) - estimado. Para mais detalhes sobre os métodos de cálculo do hiato do produto veja-se, Almeida, V. e R. Félix (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono 2006*.

**Gráfico 3.3**

**HIATO DO PRODUTO**



**Fontes:** INE e Banco de Portugal.  
**Nota:** (e) - estimado. Para mais detalhes sobre os métodos de cálculo do hiato do produto veja-se, Almeida, V. e R. Félix (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono 2006*.

ser significativamente afectadas pela deterioração da actividade económica nas economias avançadas e, em particular, nos principais países de origem de turistas com destino a Portugal (Reino Unido e Espanha).

O crescimento da actividade económica em 2008 terá ficado claramente abaixo das estimativas disponíveis para o crescimento do produto potencial, determinando uma variação negativa do hiato do produto, o qual, se deverá situar em valores marginalmente positivos<sup>10</sup>. A actual projecção continua a implicar um crescimento do PIB inferior às estimativas disponíveis para o crescimento do produto potencial, o que se traduzirá numa variação negativa do hiato do produto em 2009 e em 2010. De acordo com a actual projecção, o hiato do produto deverá situar-se em valores negativos no final do horizonte de projecção (Gráficos 3.2 e 3.3).

**3.1. Emprego**

A evolução da oferta de trabalho ao longo dos últimos anos tem sido marcada pelo aumento tendencial da taxa de participação, que reflecte, entre outros factores, um aumento da taxa de participação feminina, a dinâmica demográfica e a promoção do envelhecimento activo através de políticas de retenção no emprego dirigidas aos grupos etários mais avançados. No entanto, alguns destes factores deverão ter atingido já a sua maturidade, pelo que se admite que o seu impacto na taxa de participação ao longo do horizonte de projecção seja negligenciável. Neste contexto, a actual projecção considera a estabilização da taxa de participação em valores próximos de 74 por cento, a que corresponde um crescimento da população activa ao longo do horizonte de projecção inferior ao aumento médio registado nos últimos anos (cerca de 1 por cento no período 2000-2007).

(10) Vale a pena referir que a estimação do produto potencial e do hiato do produto com base em filtros estatísticos univariados está sujeita a um conjunto de limitações bem conhecido. Em particular, em momentos de viragem do ciclo económico, como o incluído na actual projecção, os filtros estatísticos tendem a revelar-se menos precisos. No entanto, embora o nível do hiato do produto possa ser afectado por esta imprecisão, estes métodos não têm, em geral, implicações significativas sobre a sua variação. Para mais detalhes veja-se, Almeida, V. e R. Félix (2006), "Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa", Banco de Portugal, *Boletim Económico-Outono 2006*.

As estimativas mais recentes apontam para que o emprego tenha registado um crescimento médio de 0.5 por cento em 2008, um valor claramente superior ao esperado, num contexto em que se estima que a actividade tenha apresentado um baixo crescimento. Esta evolução terá implicado uma ligeira diminuição do nível de produto por trabalhador. Como referido no *Boletim Económico-Verão 2008*, o forte crescimento do emprego na primeira metade de 2008, num contexto em que era já evidente algum abrandamento da actividade económica, indiciava que essa evolução poderia revelar-se de natureza temporária, o que foi em certa medida corroborado pela informação divulgada no Inquérito ao Emprego relativo ao terceiro trimestre de 2008. A actual projecção aponta para a continuação dessa tendência em 2009, projectando-se uma redução do emprego de cerca de 1 por cento que, para além dos efeitos dinâmicos associados à evolução registada no final de 2008, reflecte também a contracção da actividade económica. Em 2010, projecta-se que o emprego volte a apresentar uma redução, embora de menor grau (-0.2 por cento), num contexto de recuperação limitada da actividade económica e em que as empresas deverão manter alguma contenção na contratação de trabalhadores por forma a recuperarem os seus níveis de produtividade para valores mais próximos do potencial.

A evolução projectada para o emprego é fortemente marcada pelo perfil da componente privada, dado que se admite que o emprego das Administrações Públicas manterá a tendência de redução líquida do número de efectivos, embora a um ritmo inferior ao registado nos últimos anos (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”).

### 3.2. Factores de crescimento económico

O crescimento da actividade económica pode ser decomposto de acordo com os contributos relativos da acumulação de factores produtivos (trabalho e capital) e do crescimento da produtividade total dos factores através de um exercício simples de contabilidade do crescimento. Este exercício, que explora as propriedades da função de produção e permite organizar a informação relativa à oferta agregada da economia, apresenta no entanto algumas limitações. Em particular, a produtividade total dos factores reflecte não apenas a maior eficiência na utilização dos factores produtivos, mas também o impacto de variáveis não explicitamente incluídas no exercício de contabilidade de crescimento como, por exemplo, a qualidade dos factores produtivos, o seu grau de utilização efectivo e as alterações no enquadramento institucional da economia.

O grau de utilização do capital deverá ter desempenhado um papel relevante quer no contributo significativo da produtividade total dos factores para o crescimento do PIB em 2007, quer para o abrandamento registado em 2008 (1.3 p.p. e -0.4 p.p., respectivamente), na medida em que o indicador de utilização de capacidade na indústria transformadora divulgado pela Comissão Europeia apresentou o crescimento mais elevado dos últimos anos em 2007, revertendo para valores próximos dos mínimos dos últimos anos em 2008 (Gráfico 3.2.1). O comportamento pró-cíclico da produtividade total dos factores estará também a reflectir uma evolução pró-cíclica da utilização do factor trabalho. Esta evolução está associada *inter alia* à existência de capital humano específico, bem como à persistência de um conjunto de factores de rigidez estrutural no mercado de trabalho que poderá impedir um ajustamento mais expressivo do número de horas trabalhadas. Estes efeitos tenderão a ganhar uma maior preponderância em períodos de abrandamento abrupto da actividade económica. Refira-se que, dadas as fragilidades estruturais da economia portuguesa, é necessário continuar o esforço de reestruturação da economia, de forma a direccionar a produção de bens e serviços para segmentos com maior valor acrescentado e mercados com maiores perspectivas de crescimento no médio prazo. A manutenção deste esforço afigura-se crucial para a criação de condições que assegurem, após o presente período de abrandamento, o reinício de um processo sustentado de crescimento.



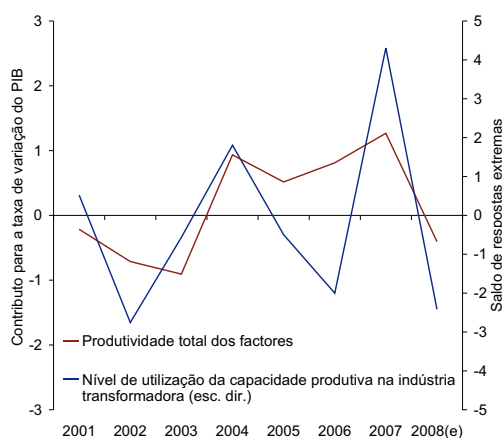
Após um contributo de +1.3 p.p. em 2007, a produtividade total dos factores deverá ter um contributo para o crescimento do PIB de -0.4 p.p. e -0.6 p.p. em 2008 e em 2009, respectivamente, projectando-se uma reversão para valores ligeiramente positivos apenas em 2010 (+0.1 p.p.). (Gráfico 3.2.2). O contributo do *stock* de capital para o crescimento do PIB em 2008 deverá ter-se mantido próximo do valor observado em 2007 (0.4 p.p.), projectando-se um contributo marginalmente inferior em 2009 e 2010.

No que diz respeito ao factor trabalho, o seu contributo deverá ter aumentado de 0.1 p.p. em 2007 para valores em torno de 0.3 p.p. em 2008, reflectindo o forte crescimento do emprego na primeira metade do ano. Em 2009, projecta-se que o emprego contribua negativamente para o crescimento da actividade económica (-0.5 p.p.), antecipando-se a persistência de um contributo marginalmente negativo em 2010, num contexto em que a procura deverá apresentar um crescimento ainda moderado.

A comparação do período 2007-2010 com anteriores episódios de contracção da actividade económica em Portugal (1991-1994 e 2001-2004) permite concluir que o menor crescimento do produto no período mais recente traduz um contributo mais reduzido do crescimento dos factores produtivos, em particular do *stock* de capital. O contributo do *stock* de capital deverá registar uma diminuição significativa no período 2007-2010, reflectindo a amortização de importantes fluxos de investimento realizado na década de 90 a par com um crescimento limitado do investimento neste período. No que respeita ao factor trabalho, a actual projecção implica mesmo um contributo marginalmente negativo do emprego nesta fase do presente ciclo. O contributo do factor trabalho reflecte, por um lado, um crescimento mais fraco do emprego no sector privado e, por outro, a tendência recente de redução do número de efectivos no sector público cuja manutenção se assume ao longo do horizonte de projecção (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”) (Gráfico 3.2.3). No que respeita à produtividade total dos factores, o contributo neste período dever-se-á revelar aproximadamente nulo, a exemplo do que sucedeu também no período 2001-2004, traduzindo um conjunto de fragilidades de natureza estrutural que têm condicionado significativamente o aumento da produtividade ao longo dos últimos anos.

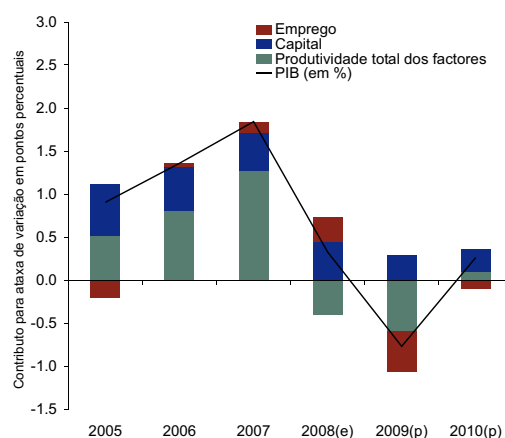
**Gráfico 3.2.1**

**PRODUTIVIDADE TOTAL DOS FACTORES E UTILIZAÇÃO DE CAPACIDADE NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA**



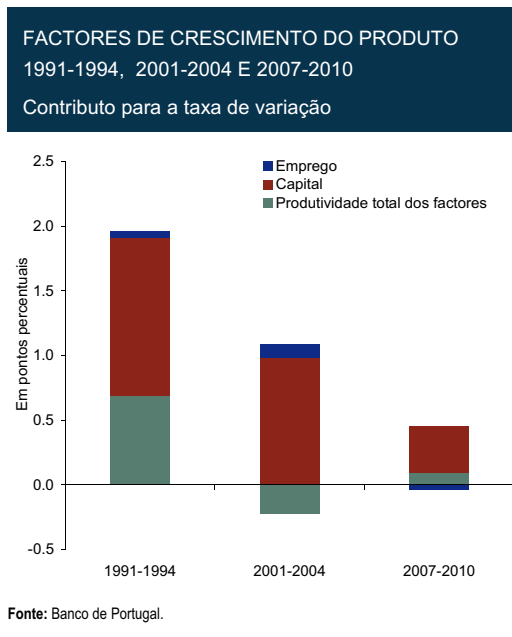
**Gráfico 3.2.2**

**FACTORES DE CRESCIMENTO DO PRODUTO**



Fontes: INE e Banco de Portugal.  
Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

Gráfico 3.2.3



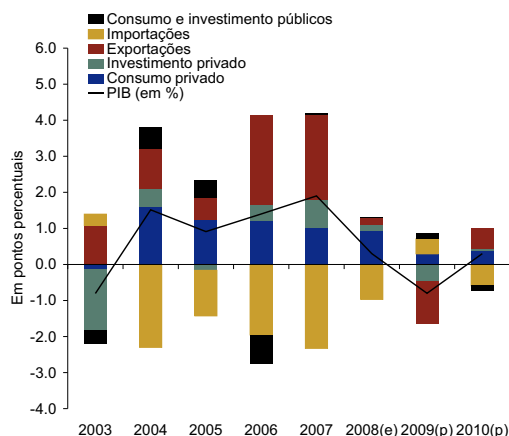
## 4. PROCURA

A economia portuguesa foi significativamente afectada em 2008 pelos efeitos da interacção da crise financeira com a actividade económica à escala global, a qual implicou uma quebra da confiança dos agentes económicos num contexto de elevada incerteza quanto à magnitude e duração da crise, assim como uma deterioração das condições de financiamento da economia. De facto, assistiu-se a uma subida das taxas de juro de curto prazo e a um aumento das dificuldades de financiamento nos mercados internacionais o que terá implicado uma maior dificuldade no acesso ao crédito bancário para alguns agentes económicos. Em resultado destes desenvolvimentos, ter-se-ão deteriorado fortemente as perspectivas de procura mundial na segunda metade de 2008, o que terá afectado o crescimento da actividade económica em Portugal e nos mercados de destinos das exportações portuguesas.

Num contexto de abrandamento da actividade económica mundial, assistiu-se a uma forte desaceleração da economia portuguesa ao longo de 2008, resultando num crescimento médio anual estimado para o PIB de 0.3 por cento (1.9 por cento em 2007). Ao nível da composição da procura, este abrandamento fez-se sentir essencialmente nas exportações e no investimento, reflectindo a deterioração acentuada das perspectivas de procura nos mercados interno e externo. Pelo contrário, o consumo privado registou apenas uma desaceleração marginal, denotando uma grande resistência ao abrandamento neste enquadramento, nomeadamente tendo em conta o elevado nível de endividamento das famílias portuguesas. Esta evolução do consumo terá sido em parte sustentada pelo recurso a crédito, o que implicou uma redução da taxa de poupança das famílias. Neste quadro, o contributo da procura interna para o crescimento do produto ter-se-á reduzido de 1.9 p.p. em 2007, para 1.1 p.p. em 2008. Por seu turno, o contributo da procura externa líquida, que foi nulo em 2007, reduziu-se para -0.8 p.p. em 2008, uma vez que a forte desaceleração nas exportações foi acompanhada por um abrandamento menos marcado das importações, tendo-se continuado a observar um aumento do conteúdo importado da procura global (Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1

**DECOMPOSIÇÃO DO CRESCIMENTO DO PIB**  
Contributo para a taxa de variação

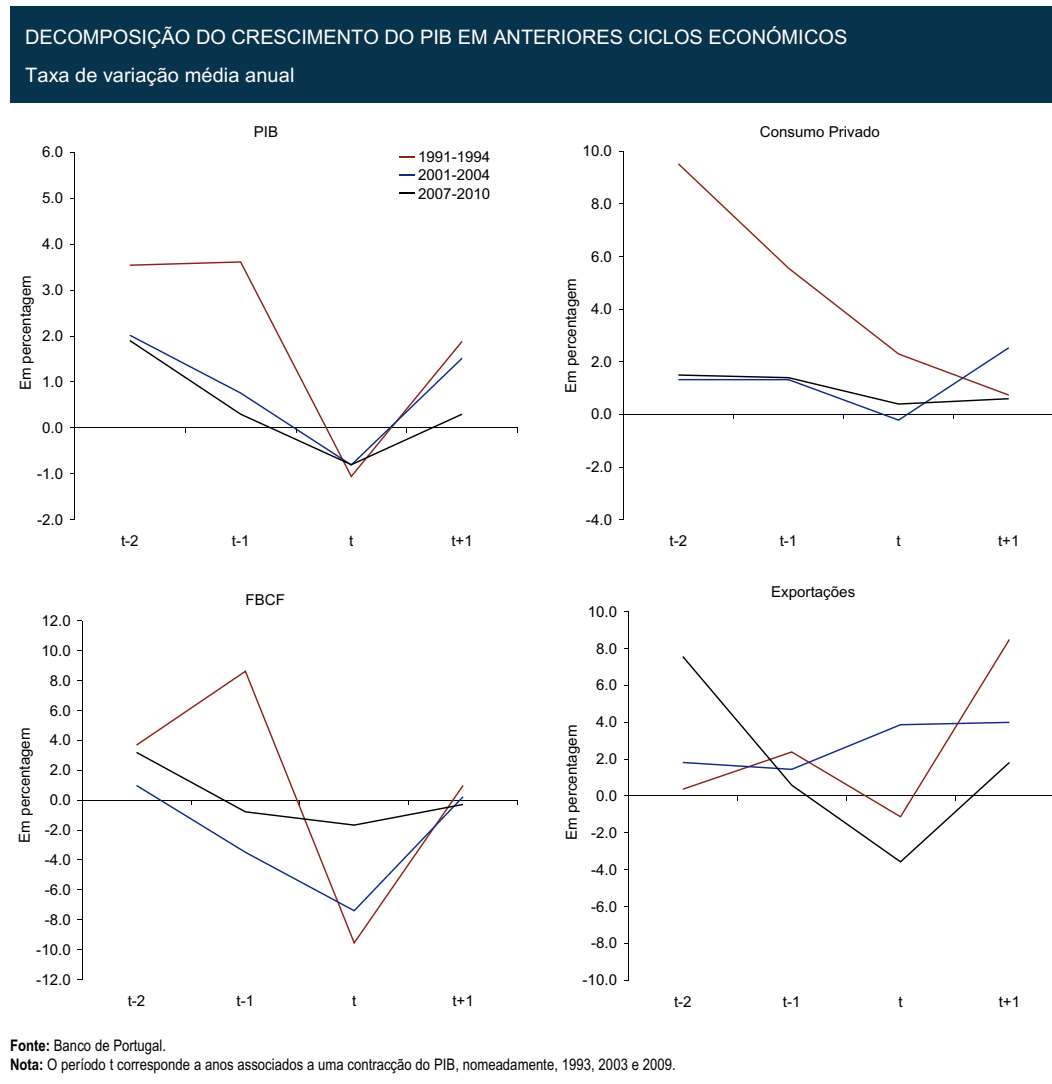


Fonte: Banco de Portugal.  
Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

Ao longo do horizonte de projecção, a evolução da actividade económica em Portugal continuará a ser significativamente influenciada pelos desenvolvimentos económicos mundiais e, em particular, pela evolução da actividade na área do euro. As hipóteses subjacentes à projecção admitem que a actual crise financeira terá um impacto significativo sobre a actividade económica global em 2009. No entanto, a gradual diminuição da tensão nos mercados financeiros, assumida ao longo do horizonte de projecção, permitirá uma recuperação da procura e da actividade económica mundial em 2010, incluindo a da economia da área do euro (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”). Neste contexto, a actual projecção comporta uma queda da actividade económica de 0.8 por cento em 2009, decorrente de uma queda das exportações, num contexto de forte contracção da procura externa dirigida às empresas portuguesas, de uma diminuição significativa da FBCF e de um abrandamento do consumo privado. Para estes desenvolvimentos concorrem, entre outros factores, a deterioração das expectativas dos agentes económicos face à evolução do seu rendimento e da sua riqueza, as condições prevaletentes no mercado de trabalho e alguma dificuldade de acesso ao crédito bancário, apesar da manutenção da trajectória descendente das taxas de juro. Para 2010, projecta-se uma recuperação muito moderada da actividade económica (0.3 por cento) liderada pelas exportações num quadro de recuperação da economia global, uma vez que o contributo da procura interna para o crescimento da actividade deverá registar um aumento limitado, que traduz a evolução favorável do investimento empresarial decorrente da melhoria das perspectivas de procura externa.

A comparação do crescimento do PIB e das componentes da procura no período 2007-2010 com períodos anteriores em que se verificou uma contracção da actividade económica (nomeadamente 1991-1994 e 2001-2004) permite ilustrar algumas características da actual fase recessiva (Gráfico 4.2). Assim, a evolução projectada para o PIB no período mais recente distingue-se da observada no período 2001-2004, pelo facto de a recuperação em 2010 ser mais lenta do que a registada em 2004. Este perfil reflecte a actual situação de crise financeira e a sua crescente interacção com a actividade económica global, que deverão determinar uma contracção muito significativa da procura externa dirigida à economia portuguesa, que contrasta com algum dinamismo apresentado pela economia mundial no período 2003-2004 (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”). Adicionalmente, as actuais projecções implicam uma contracção da FBCF mais moderada que a registada em anteriores

Gráfico 4.2



recessões, o que indicia a existência de alguns riscos descendentes sobre esta variável (ver Secção 7 *Análise de riscos e incerteza*). É ainda de referir que o perfil do consumo privado projectado para o período 2007-2010 é mais alisado do que o verificado em 2001-2004 e caracteriza-se por taxas de crescimento muito mais moderadas do que as registadas em 1991-1994.

#### 4.1. Consumo privado

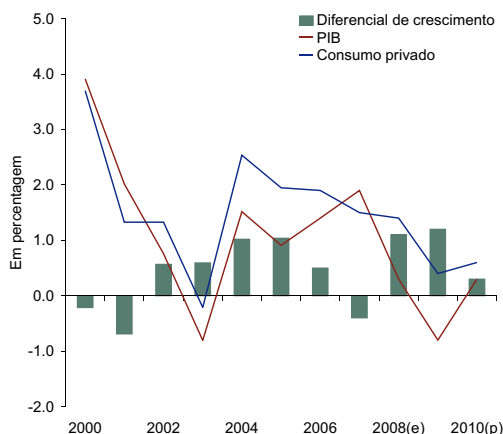
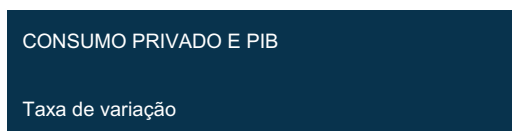
O consumo privado terá registado em 2008 um crescimento estimado de 1.4 por cento, o que representa um abrandamento marginal face ao crescimento registado em 2007 (1.5 por cento), implicando ainda assim um crescimento claramente superior ao do PIB, o que tem sucedido desde 2002 (Gráfico 4.1.1). A taxa de poupança das famílias voltou a reduzir-se, situação que tem caracterizado o comportamento dos consumidores desde 2001 e que tem sido, em parte, sustentada pelo recurso a crédito (Gráfico 4.1.2). Refira-se, no entanto, que a actual situação de crise financeira tenderá a limitar a possibilidade de manutenção de um crescimento do consumo superior ao do rendimento disponível das famílias, num contexto em que, não obstante a trajectória assumida de descida das taxas de juro, de-

ver-se-ão observar condições mais restritivas na concessão de crédito bancário. Com efeito, a maior restritividade de financiamento nos mercados internacionais, relativamente às condições prevalecentes no período anterior à eclosão da turbulência nestes mercados, tenderá a determinar uma menor capacidade de disponibilização de produtos bancários, que permitam adaptar o serviço da dívida à capacidade de pagamento das famílias.

A evolução do consumo privado estimada para 2008 terá resultado da conjugação de um crescimento relativamente elevado do consumo de bens não duradouros e de uma queda do consumo de bens duradouros. O consumo privado apresentou um perfil intra-anual marcado pela evolução irregular do consumo de bens duradouros, cujo andamento foi fortemente influenciado por alterações de tributação, em particular sobre veículos automóveis, que ocorreram em meados de 2007 e em Janeiro de 2008. Por seu turno, o crescimento do consumo de bens não duradouros apresentou um perfil de abrandamento ao longo do ano, ainda que moderado. Saliente-se, contudo, que de acordo com a informação disponível, no último trimestre ter-se-á registado um abrandamento mais intenso do consumo privado, que terá estado associado a um conjunto de factores de que se destacam a deterioração da situação financeira das famílias e das condições no mercado de trabalho, assim como um eventual aumento do grau de restritividade na concessão de crédito bancário às famílias (a informação disponível revela uma desaceleração do crédito ao consumo no segundo semestre de 2008).

A actual projecção apresenta um crescimento do consumo privado em torno de 0.5 por cento em 2009 e 2010. Esta evolução representa um abrandamento significativo do consumo privado, que se manifesta com especial incidência na componente de bens duradouros, uma vez que, pelas suas características próprias, este tipo de consumo é mais susceptível de ser diferido no tempo, exibindo tipicamente um comportamento pró-cíclico e com elevada volatilidade. Pelo contrário, o consumo de bens não duradouros, que representa cerca de 90 por cento do consumo privado, e que inclui uma forte componente de despesa em bens correntes, deverá registar um abrandamento limitado, mantendo um crescimento próximo de 1.0 por cento em 2009 e 2010 (Gráfico 4.1.3). Este padrão reflecte, essencialmente, o adiamento de despesas de consumo num quadro de elevada incerteza associado à magnitude e duração da crise financeira e da sua interacção com a actividade económica, em particu-

**Gráfico 4.1.1**



Fonte: Banco de Portugal.  
Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

**Gráfico 4.1.2**

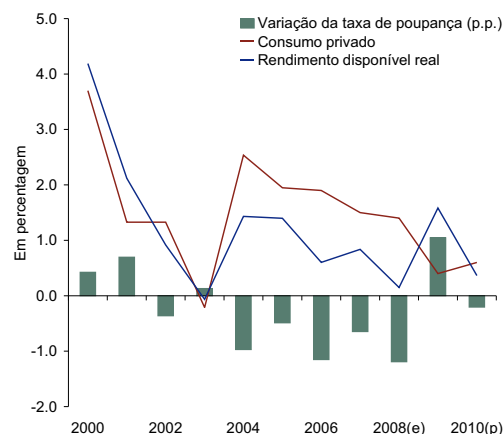
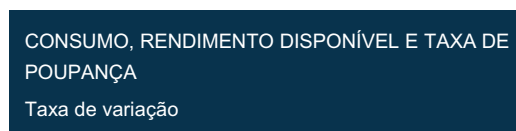
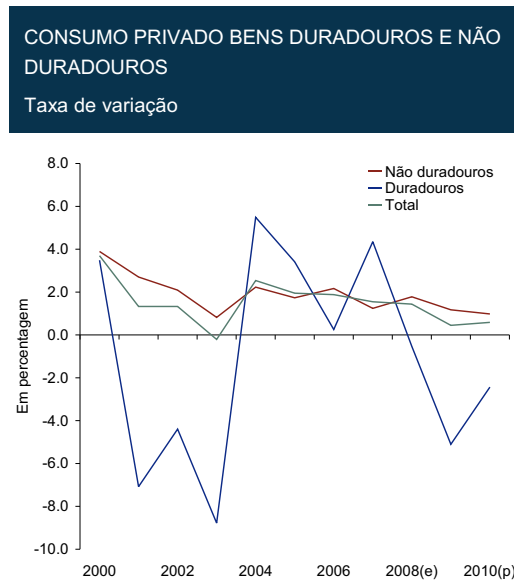


Gráfico 4.1.3



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

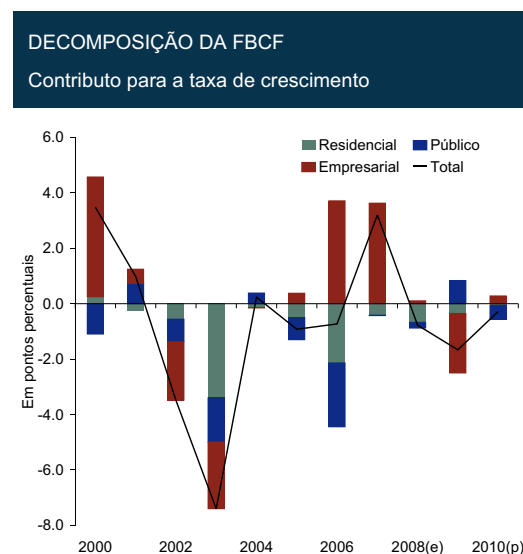
lar no que se refere à evolução da riqueza e do rendimento e às condições no mercado de trabalho. O crescimento projectado para o consumo das famílias implica uma recuperação da taxa de poupança, que interrompe a tendência decrescente observada ao longo dos últimos anos. Esta evolução da taxa de poupança, num contexto de descida das taxas de juro, traduz, por um lado, um ganho adicional inesperado de rendimento disponível em termos reais decorrente da descida abrupta e não antecipada da taxa de inflação e, por outro, um aumento da poupança por motivos de precaução, num contexto de acrescida incerteza e deterioração das expectativas dos agentes sobre a evolução futura do seu rendimento e da sua riqueza, bem como uma eventual redução da capacidade dos bancos em ajustar o serviço da dívida das famílias à sua capacidade de pagamento.

A evolução do consumo privado ao longo do horizonte de previsão deverá ser fortemente condicionada pelos factores anteriormente referidos, assim como por um crescimento reduzido do rendimento disponível real. O baixo crescimento do rendimento disponível deverá ser marcado por uma deterioração das condições no mercado de trabalho, as quais incluem uma redução do emprego e um abrandamento das remunerações nominais. A redução abrupta da inflação em 2009, decorrente da redução do preço dos bens energéticos e alimentares, deverá permitir o aumento superior ao expectável do rendimento disponível real nesse ano. No entanto, tal como referido anteriormente, no actual contexto de incerteza face à situação financeira futura este aumento não deverá implicar uma aceleração do consumo nesse ano, o que favorecerá o aumento da taxa de poupança.

#### 4.2. Formação bruta de capital fixo

As estimativas mais recentes apontam para uma redução da FBCF de 0.8 por cento em 2008, após um crescimento de 3.2 por cento em 2007 (Gráfico 4.2.1). A quebra da FBCF em 2008 reflecte um perfil de desaceleração ao longo do ano que está associado quer ao aumento acentuado dos custos de financiamento, num contexto de subida de taxas de juro e aumento do prémio de risco de crédito, quer ao adensamento da crise financeira internacional e à sua interacção com a actividade económica mundial. Estes factores originaram inicialmente uma forte deterioração das perspectivas de procu-

Gráfico 4.2.1



Fonte: Banco de Portugal.  
Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

ra nos principais mercados de destino das exportações portuguesas. A contracção da FBCF que se estima ter ocorrido em 2008 representa uma interrupção da trajectória de recuperação iniciada em 2007 e que se seguiu a uma quebra acumulada de mais de 12 por cento entre 2002 e 2006.

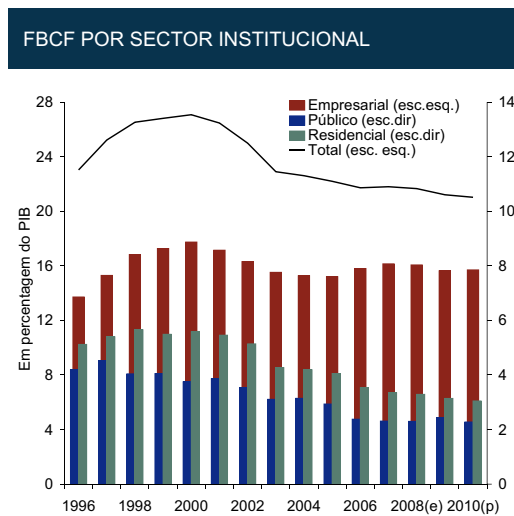
No que diz respeito à composição sectorial da FBCF em 2008, estima-se que o investimento residencial e o investimento público tenham registado uma forte queda, tendo a FBCF empresarial apresentado um crescimento virtualmente nulo. O padrão de evolução intra-anual revela que esta redução se acentuou ao longo do ano, no contexto de abrandamento progressivo da actividade económica à escala global, tendo sido generalizada a todas as componentes da FBCF. Este padrão é particularmente vincado no investimento empresarial, que terá sido influenciado pela dissipação do efeito de base associado à aquisição de material de transporte aéreo no segundo semestre de 2007 e na primeira metade de 2008, as quais não tiveram paralelo no segundo semestre de 2008.

A actual projecção aponta para uma contracção da FBCF de 1.7 por cento em 2009. Esta evolução traduz uma deterioração das perspectivas de evolução da procura nos mercados interno e externo, uma quebra das expectativas dos agentes económicos e a manutenção de condições de financiamento desfavoráveis, não obstante a trajectória de descida assumida para as taxas de juro, num contexto em que a crise financeira internacional, conjugada com a deterioração do balanço das famílias e das empresas, deverá implicar um maior grau de restritividade nos critérios utilizados pelos bancos na aprovação de novos créditos. Em 2010, projecta-se que a FBCF apresente um crescimento virtualmente nulo, reflectindo o impacto sobre as perspectivas de procura externa da progressiva atenuação da crise financeira internacional ao longo do horizonte de projecção. Refira-se que a evolução da FBCF projectada implica uma redução do seu peso no PIB ao longo do horizonte de projecção, a exemplo do que já aconteceu no período 2002-2006 (Gráfico 4.2.2).

No que respeita à evolução sectorial da FBCF, projecta-se que o investimento residencial volte a cair em 2009 e 2010, ainda que de uma forma progressivamente menos intensa do que em 2008, num quadro de deterioração da situação no mercado de trabalho e, conseqüentemente, das perspectivas de rendimento das famílias. Adicionalmente, o elevado nível de endividamento das famílias e as conseqüentes necessidades de recursos para fazer face ao serviço da dívida deverão contribuir também



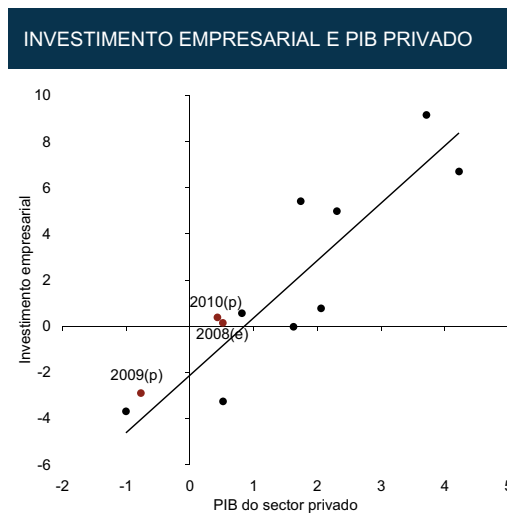
Gráfico 4.2.2



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

Gráfico 4.2.3



para que o investimento residencial seja especialmente afectado pela actual crise financeira. Por outro lado, no actual contexto, será mais difícil para os bancos oferecerem produtos de crédito que permitam adaptar o serviço da dívida à capacidade de pagamento das famílias.

A projecção para a FBCF empresarial aponta, igualmente, para um crescimento negativo em 2009, que decorre fundamentalmente da deterioração das perspectivas de procura e do aumento da incerteza, os quais tenderão a induzir um adiamento de projectos de investimento já planeados. De acordo com o último Inquérito de Conjuntura ao Investimento do INE, respondido pelas empresas em Abril e divulgado em Julho de 2008, de entre as empresas que afirmam ter limitações ao investimento, mais de metade apontam para a deterioração das perspectivas de vendas como o principal factor limitativo ao investimento. A deterioração dos níveis de confiança dos investidores, de acordo com os indicadores de confiança na indústria transformadora e nos serviços, e o estabelecimento de condições mais restritivas na concessão de créditos às empresas também deverão contribuir para condicionar o investimento empresarial. A partir de 2010 projecta-se uma ligeira recuperação do investimento empresarial, dada a gradual recuperação da procura externa. Desta evolução resulta, em termos médios anuais, um crescimento marginalmente positivo desta componente da FBCF em 2010, em linha com a evolução projectada da actividade económica no sector privado (Gráfico 4.2.3).

Em relação ao volume de investimento público, assume-se um aumento de cerca de 8 por cento em 2009, seguido de uma redução de cerca de 4 por cento em 2010, em linha com as hipóteses assumidas (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”).

### 4.3. Comércio externo

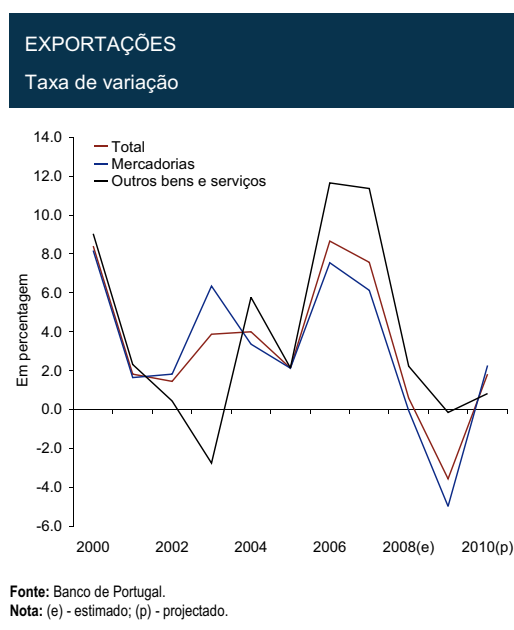
A evolução das exportações de bens e serviços contribuiu significativamente para o forte abrandamento da actividade económica em 2008. Com efeito, as actuais estimativas apontam para uma taxa de crescimento das exportações em volume de 0.6 por cento em 2008 (7.6 por cento em 2007). A actual projecção contempla uma queda das exportações em 2009 (-3.6 por cento) e um crescimento de 1.8 por cento em 2010 (Gráfico 4.3.1), o que representa uma evolução próxima do indicador de

procura externa considerado no enquadramento internacional da actual projecção (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”).

O perfil evolutivo das exportações em 2008 prossegue a tendência de desaceleração observada desde o início do ano anterior e que veio a agudizar-se progressivamente a partir de meados de 2007 na sequência da turbulência crescente observada nos mercados financeiros internacionais. A interacção da crise financeira com a actividade económica global implicou um forte abrandamento da procura mundial, que se traduziu numa intensa e progressiva desaceleração da procura externa. O perfil intra-anual de evolução das exportações ao longo de 2008 aponta claramente para uma deterioração da situação no segundo semestre do ano, reflectindo a forte desaceleração da procura externa dirigida às empresas nacionais a partir do terceiro trimestre de 2008. Este padrão de evolução verificou-se não só no que diz respeito às exportações de mercadorias como foi também extensível às exportações de serviços, que terão crescido 2.2 por cento em 2008, o que contrasta com o observado em anos precedentes, em que a taxa de crescimento foi superior a 10 por cento. O forte abrandamento nas exportações de serviços verificou-se quer ao nível das exportações de turismo, numa conjuntura de nítido abrandamento da actividade económica em mercados de origem de turistas com destino a Portugal (nomeadamente a Espanha e o Reino Unido), quer nos restantes serviços onde as receitas relacionadas com transportes e serviços fornecidos por empresas têm um peso significativo.

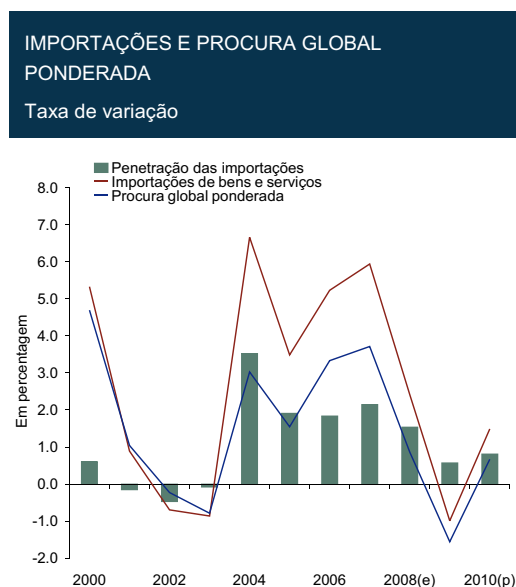
A actual projecção aponta para uma diminuição das exportações de cerca de 3.5 por cento em 2009, que reflecte o forte abrandamento da procura externa incluído no enquadramento internacional subjacente à actual projecção (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”). Esta quebra das exportações em 2009 representa a manutenção da tendência já observada no final de 2008 e afecta tanto as exportações de mercadorias como as exportações de turismo e outros serviços. Em 2010, as exportações deverão apresentar um crescimento de 1.8 por cento, associado à gradual recuperação da actividade nas economias dos principais parceiros comerciais, a qual deverá contribuir para uma recuperação das exportações de mercadorias, enquanto as exportações de serviços deverão registar um crescimento moderado, num contexto em que as exportações de turismo ainda deverão reflectir um baixo crescimento da procura nos mercados de origem dos turistas com destino a Portugal.

**Gráfico 4.3.1**



No que respeita às importações de bens e serviços, estima-se que estas tenham registado um crescimento de 2.4 por cento em 2008, o que representa um forte abrandamento face ao aumento de 5.9 por cento em 2007. Esta desaceleração, determinada em boa parte pela evolução da procura global, está concentrada essencialmente nas importações de mercadorias, uma vez que as importações de serviços deverão apresentar um abrandamento moderado. Ao longo do horizonte de projecção, antecipa-se uma redução das importações de bens e serviços de 1 por cento em 2009 e um crescimento em torno de 1.5 por cento em 2010, aproximadamente em linha com a evolução projectada para a procura global ponderada (Gráfico 4.3.2). A queda prevista para 2009 reflecte essencialmente a evolução negativa projectada para o consumo de bens duradouros, para a formação bruta de capital fixo e para as exportações, que correspondem às componentes da despesa com maior conteúdo importado. É de salientar ainda que a actual projecção contempla a manutenção de uma crescente penetração de importações, num contexto de integração no comércio internacional de países de economias emergentes com reduzidos custos de produção.

Gráfico 4.3.2



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

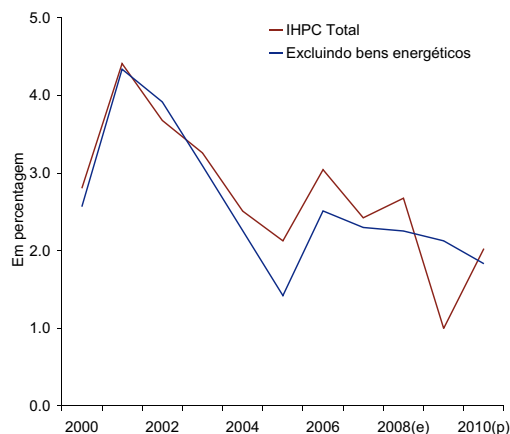
## 5. INFLAÇÃO

A actual projecção aponta para que a taxa de variação média anual do IHPC se reduza de 2.7 por cento em 2008 para 1.0 e 2.0 por cento em 2009 e 2010, respectivamente (Gráfico 5.1). Esta evolução é marcada pelo comportamento da componente energética do IHPC, a qual reflecte a evolução assumida para o preço do petróleo. No que respeita à componente não energética, as actuais projecções incorporam uma desaceleração gradual do preço destes bens e serviços tanto em 2009 como em 2010, num contexto em que se perspectiva que as pressões inflacionistas decorrentes dos determinantes quer a nível interno quer externo deverão permanecer relativamente moderadas.

A inflação projectada para 2009 (1.0 por cento) é particularmente baixa e está muito influenciada pelos preços dos bens energéticos. Estes preços deverão registar uma redução de quase 10 por cento (Gráfico 5.2), reflectindo a forte queda do preço do petróleo nos mercados internacionais, num contexto de redução das perspectivas de crescimento e procura mundiais. O contributo da componente

**Gráfico 5.1**

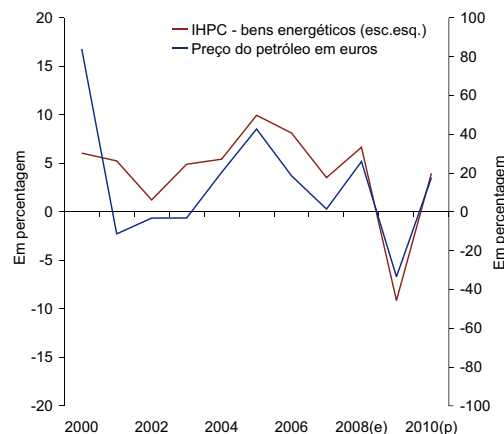
**IHPC TOTAL E IHPC EXCLUINDO BENS ENERGÉTICOS**  
Taxa de variação



Fonte: Banco de Portugal.  
Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

**Gráfico 5.2**

**IHPC - BENS ENERGÉTICOS E PREÇOS DO PETRÓLEO**  
Taxa de variação

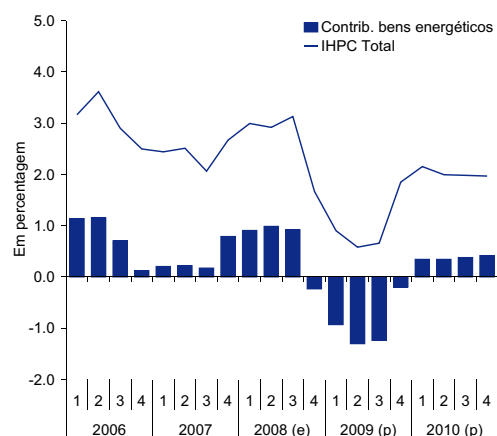


energética do IHPC para a inflação deverá ser negativo ao longo de 2009 (Gráfico 5.3), tratando-se da primeira redução do preço dos combustíveis desde a liberalização dos preços em 2004<sup>11</sup>.

A actual projecção aponta para que a inflação relativa à componente não energética do IHPC se reduza de 2.3 por cento em 2008, para 2.1 por cento em 2009. Esta desaceleração reflecte, em grande

**Gráfico 5.3**

**INFLAÇÃO E CONTRIBUTO DOS BENS ENERGÉTICOS**  
Taxa de variação homóloga



Fonte: Banco de Portugal.  
Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

(11) A variação do preço dos bens energéticos contidos no IHPC só tinha registado um valor negativo em 1999 (-1.8 por cento). No entanto, essa variação foi, fundamentalmente determinada por decisões de natureza administrativa. Embora os impostos sobre combustíveis continuem a representar uma elevada percentagem do preço final pago pelo consumidor, desde 2004 a variação do preço no consumidor passou a ser determinada livremente pelos participantes no mercado.

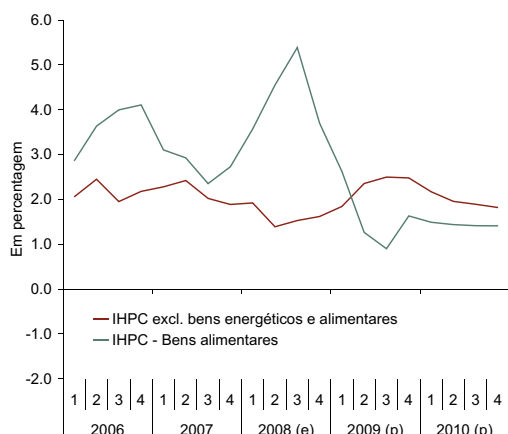
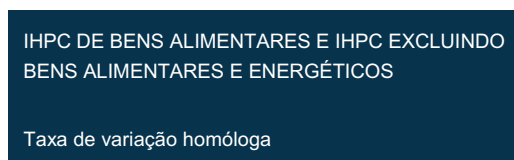
medida, a evolução esperada dos preços dos bens alimentares transformados, antecipando-se em 2009 um crescimento médio anual mais próximo da sua média histórica. A desaceleração desta componente está em linha com a evolução assumida quer para o preço das matérias-primas alimentares nos mercados internacionais, quer para o preço do tabaco, o qual deverá apresentar um expressivo efeito de base relacionado com um menor aumento do imposto sobre o tabaco em 2009 do que o registado em 2008 (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”).

O impacto dos preços dos bens alimentares na inflação projectada para 2009 é parcialmente compensado pelo comportamento projectado para os restantes preços de bens não energéticos e serviços os quais deverão registar uma tendência de aceleração gradual ao longo de 2009 (Gráfico 5.4). Esta evolução é condicionada pela manutenção de taxas de crescimento dos custos unitários do trabalho, assim como dos preços de importação de bens não energéticos superiores a 2 por cento em 2009 (Gráfico 5.5). Adicionalmente, admite-se um aumento da tributação sobre veículos automóveis desde o início de 2009, em linha com a informação especificada no Orçamento de Estado para 2009.

A taxa de variação homóloga do IHPC deverá manter uma trajectória descendente até meados de 2009, atingindo níveis muito reduzidos, antecipando-se uma inversão dessa tendência de então em diante. Esta evolução reflecte o impacto das hipóteses assumidas para a evolução do preço das matérias-primas nos mercados internacionais, estando associada fundamentalmente ao comportamento dos preços dos bens energéticos e alimentares transformados<sup>12</sup>. Na segunda metade de 2009 deverá registar-se um movimento ascendente na variação homóloga dos preços dos bens energéticos e uma aceleração do IHPC, reflectindo a trajectória de subida do preço do petróleo incluída nas hipóteses da actual projecção.

Em 2010, a taxa de inflação deverá permanecer em níveis relativamente baixos, aumentando no entanto relativamente a 2009. Embora as hipóteses relativas à evolução do preço do petróleo impliquem

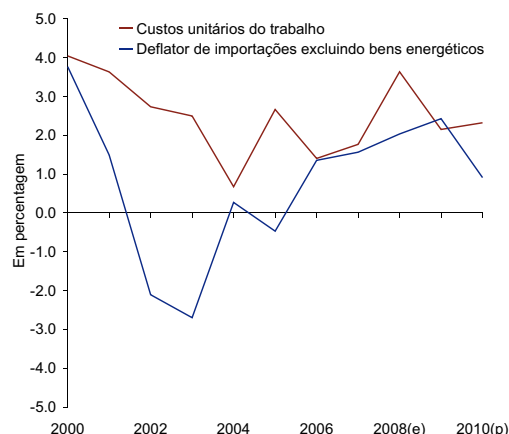
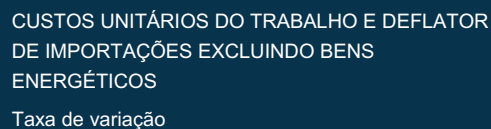
Gráfico 5.4



Fonte: Banco de Portugal.

Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

Gráfico 5.5



(12) A evolução da inflação em 2009 deverá igualmente ficar marcada por um efeito temporário a ocorrer em Junho. Os preços dos bens alimentares não transformados, deverão registar uma redução muito pronunciada da taxa de variação homóloga nesse mês, uma vez que em Junho de 2008 se verificou um crescimento anormalmente elevado devido, em grande parte, a perturbações no circuito de distribuição rodoviário destes bens.

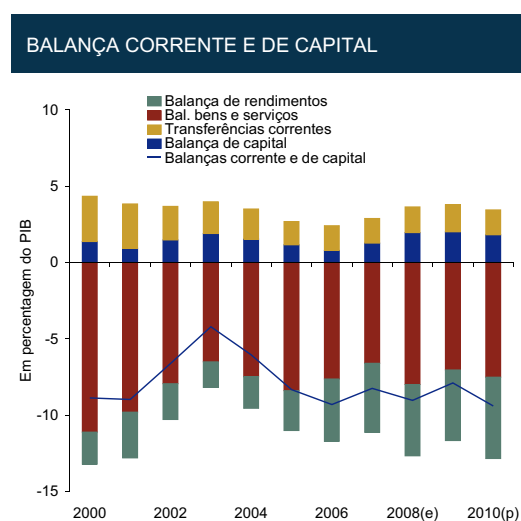
que a variação dos preços da componente energética do IHPC apresente uma tendência ascendente, será de esperar que a desaceleração dos preços de importação de bens não energéticos, assim como uma maior moderação na evolução dos custos unitários do trabalho, actuem como factores moderadores do aumento dos preços no consumidor.

No que diz respeito aos determinantes internos da inflação, saliente-se que o mercado de trabalho numa pequena economia aberta e integrada numa união monetária como a portuguesa desempenha um papel fundamental no ajustamento a choques. Num quadro de forte abrandamento da procura interna e externa, a actual projecção incorpora uma desaceleração significativa dos salários nominais em 2009, reflectindo o menor crescimento dos salários no sector privado, num contexto de manutenção da taxa de desemprego em níveis elevados. Esta evolução contrasta com a admitida para os salários no sector público, uma vez que se assume que, de acordo com a informação conhecida, a actualização da tabela dos funcionários público se situará acima do ocorrido em 2008. Note-se, neste contexto, que existe incerteza quanto ao grau de abrandamento dos salários do sector privado, nomeadamente pelo impacto indirecto que possam ter a actualização do salário do sector público, a actualização do salário mínimo ou ainda outros factores institucionais e estruturais, que poderão dificultar o seu ajustamento e que tenderiam a traduzir-se num maior aumento do desemprego.

## 6. BALANÇAS CORRENTE E DE CAPITAL

A projecção para as necessidades de financiamento externo da economia portuguesa no período 2009-2010 mantém a tendência observada desde 2006 (Gráfico 6.1). Após o aumento verificado entre 2003 e 2006, o défice das balanças corrente e de capital oscilou em torno de um valor próximo de 8.5 por cento do PIB, o qual permanece inalterado nas actuais projecções. A informação disponível aponta para que esta relativa estabilização inclua um agravamento do défice da balança de rendimentos, associado à deterioração continuada da posição de investimento internacional da economia portuguesa, uma relativa estabilização do saldo das transacções de bens e serviços com o exterior e um aumento do excedente da balança de capital.

Gráfico 6.1



Fonte: Banco de Portugal.  
Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

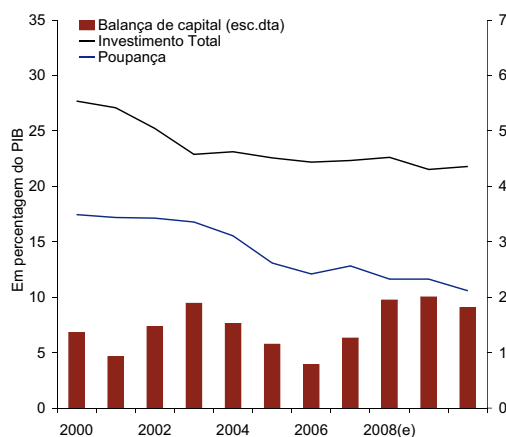
As necessidades de financiamento externo da economia terão aumentado de 8.2 por cento em 2007 para 9.0 por cento do PIB nominal em 2008. Este agravamento traduz a redução da taxa de poupança interna, a manutenção da taxa de investimento da economia num nível relativamente próximo do registado em 2007 e o aumento do excedente da balança de capital (Gráfico 6.2). Projecta-se que as necessidades de financiamento se situem em 7.9 e 9.4 por cento do PIB em 2009 e 2010, respectivamente. A diminuição esperada para 2009 reflecte a redução do défice da balança de bens e serviços, num contexto em que as restantes rubricas deverão permanecer estáveis em percentagem do PIB. Em 2010, a deterioração dos saldos da balança de rendimentos e da balança de bens e serviços constitui o principal factor subjacente à subida do défice conjunto das balanças corrente e de capital.

Após a deterioração estimada para 2008, o défice da balança de bens e serviços em percentagem do PIB deverá reduzir-se para 7.0 por cento em 2009, aumentando posteriormente para 7.5 por cento em 2010. Esta evolução está condicionada em parte pela projecção relativa aos termos de troca, a qual incorpora o impacto da oscilação do preço do petróleo ao longo do horizonte. Assume-se que o preço médio desta matéria-prima apresente uma forte queda nos mercados internacionais em 2009, num contexto de redução das perspectivas de crescimento e procura mundiais, e que registe posteriormente alguma recuperação. O défice da balança de bens energéticos deverá reduzir-se de 4.4 por cento do PIB em 2008 para 3.2 por cento em 2009 e aumentar para 3.7 por cento em 2010. Se excluirmos os bens energéticos, o défice da balança de bens e serviços deverá estabilizar entre 2009 e 2010 num nível próximo do estimado para 2008 (3.6 por cento do PIB) (Gráfico 6.3). Saliente-se que os termos de troca excluindo bens energéticos deverão permanecer estáveis, interrompendo a melhoria que tinha vindo a ser observada associada ao impacto da integração no comércio internacional de países com custos unitários de produção reduzidos.

De acordo com a actual projecção, o défice da balança de rendimentos deverá situar-se em 2009 num nível semelhante ao apurado para 2008 (4.7 por cento do PIB), aumentando para 5.3 por cento em 2010. A relativa estabilização da balança de rendimentos em 2009, apesar da tendência de agravamento da posição de investimento internacional da economia portuguesa, reflecte o impacto favorável da descida assumida para as taxas de juro de curto prazo, num contexto de relativa estabilização das taxas de juro de longo prazo (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”). Em 2010, a subida

Gráfico 6.2

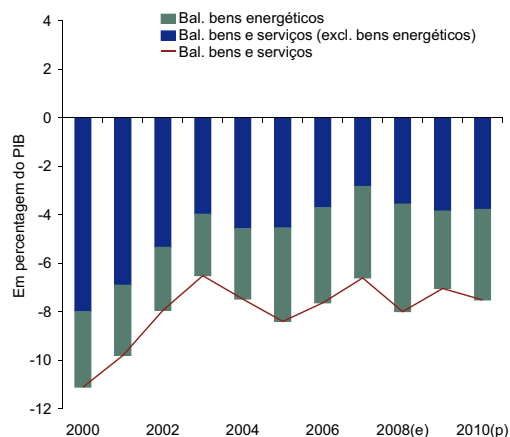
#### POUPANÇA, INVESTIMENTO E BALANÇA DE CAPITAL



Fonte: Banco de Portugal.  
Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

Gráfico 6.3

#### BALANÇA DE BENS E SERVIÇOS E BALANÇA ENERGÉTICA





limitada e gradual das taxas de juro assumida na projecção deverá implicar que o défice da balança de rendimentos retome a anterior tendência ascendente, num contexto em que se projecta uma nova deterioração da posição de investimento internacional.

Quanto ao conjunto das balanças de transferências correntes e de capital, admite-se que o excedente se situe em cerca de 3.7 por cento do PIB em 2009 e 2010, valor idêntico ao estimado para 2008.

## 7. ANÁLISE DE RISCOS E INCERTEZA

A projecção incluída neste artigo está condicionada pelo conjunto de hipóteses apresentado na “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”. No actual contexto económico internacional, marcado pela crise financeira, assumem destaque as hipóteses respeitantes à evolução do enquadramento internacional. A não materialização destas, assim como a possibilidade de ocorrência de outros factores de natureza idiossincrática que afectem de forma directa o cenário macroeconómico, determinam a identificação de factores de risco e incerteza que assumem especial importância no actual contexto. Nesta secção apresenta-se uma avaliação quantificada dos riscos para 2009 e 2010 no que respeita ao crescimento do PIB e das suas componentes, assim como à taxa de inflação<sup>13</sup>.

### 7.1. Factores de risco e incerteza

O principal factor de risco da actual projecção para a economia portuguesa está associado à duração, magnitude e implicações da actual crise financeira e da sua interacção com o nível da actividade económica em Portugal e à escala global. Assim, existe claramente a possibilidade de a actual crise financeira se revelar mais prolongada e mais profunda do que o admitido no enquadramento externo da projecção, implicando um maior impacto sobre a actividade económica mundial, quer sobre as economias avançadas, quer sobre as economias de mercado emergentes. Adicionalmente, vale a pena referir a persistência de desequilíbrios macroeconómicos à escala global, cuja correcção desordenada não pode ser excluída no actual contexto internacional.

Uma eventual recessão económica mundial não deixaria de ter fortes repercussões sobre o enquadramento externo da economia portuguesa. Neste contexto, o factor de risco identificado implicaria um menor crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa, com destaque para as economias pertencentes à área do euro, as economias do Reino Unido e dos Estados Unidos, assim como algumas economias de mercado emergentes, em que a procura dirigida às exportações portuguesas revelou um crescimento particularmente forte no passado recente.

À semelhança do registado em 2008, a possibilidade de um menor crescimento da economia mundial, marcado por um abrandamento mais pronunciado e mais prolongado das economias avançadas e das economias de mercado emergentes do que o incluído na actual projecção, não deixaria de continuar a afectar a procura de matérias-primas, em particular de petróleo, pressionando os seus preços significativamente em baixa, num contexto em que se admite que a oferta destas matérias-primas permaneça relativamente estável (ver “Secção 2 *Hipóteses do exercício de projecção*”).

No que respeita às condições de financiamento nos mercados por grosso, a actual projecção admite uma progressiva normalização da situação ao longo do horizonte de projecção. No entanto, a possibilidade de a crise financeira vir a perdurar mais do que o considerado no enquadramento internacional da actual projecção não deixaria de se reflectir num adiamento da redução dos prémios de risco de

(13) A metodologia seguida nesta análise foi publicada em Novo, A. e Pinheiro, M., “Uncertainty and Risk Analysis of Macroeconomic Forecasts”, Banco de Portugal, *Working Paper 19-2003*.

crédito, implicando a manutenção das taxas de juro do mercado monetário interbancário num nível superior ao considerado na actual projecção.

Adicionalmente, a alteração significativa e abrangente das condições no mercado monetário interbancário, nos mercados da dívida pública e privada e nos mercados accionistas tem condicionado a capacidade de financiamento dos bancos portugueses nos mercados por grosso a nível internacional. Esta situação tem-se reflectido na adopção de critérios mais restritivos reportada pelos bancos participantes no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito e implicará necessariamente um abrandamento do crédito ao longo do horizonte, com impacto nas condições de financiamento aplicadas às famílias e empresas e nas suas decisões de despesa. Neste contexto, um adensamento da crise financeira tenderia a implicar a manutenção de condições de financiamento mais restritivas quer pela adopção de critérios mais apertados na aprovação de novos empréstimos, quer pelo alargamento dos diferenciais entre as taxas de juro bancárias e as taxas de juro do mercado monetário. Refira-se ainda que uma maior persistência da crise financeira e a sua interacção com a actividade económica à escala global tenderiam a determinar uma maior deterioração das expectativas dos agentes sobre a evolução futura do seu rendimento e da sua riqueza, o que num enquadramento dominado pela incerteza tenderia a induzir um adiamento de decisões de investimento e consumo e, conseqüentemente, uma maior acumulação de poupança quer pela dificuldade de obtenção de financiamento bancário, quer por motivos de precaução.

O grau de incerteza subjacente à actual projecção permanece particularmente elevado, nomeadamente no que se refere à magnitude e persistência do abrandamento da economia global, ao novo nível em torno do qual estabilizarão os mercados financeiros internacionais, bem como ao impacto das medidas governamentais.

## **7.2. Quantificação dos factores de risco**

Os factores de risco anteriormente identificados permitem definir uma probabilidade subjectiva para a não materialização das hipóteses técnicas e para a ocorrência de impactos específicos que possam afectar os agregados que são objecto da projecção (Quadro 7.2.1.). Neste contexto, considerou-se ao nível dos riscos com origem no enquadramento internacional da economia portuguesa: uma probabilidade de 55 por cento de o crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa se situar abaixo do incluído na actual projecção em 2009 e em 2010, correspondendo a um adensamento do impacto da crise financeira sobre a actividade económica mundial em 2009 e à manutenção desta situação para 2010; uma probabilidade de cerca de 55 por cento de o preço do petróleo se situar abaixo do incluído na actual projecção em 2009 e em 2010; e uma probabilidade de 55 por cento da taxa de juro de curto prazo se situar acima da considerada na actual projecção em 2009.

Os riscos decorrentes de eventuais dificuldades de financiamento dos bancos portugueses nos mercados por grosso, nomeadamente ao nível do seu custo, justificam a introdução de factores de risco específicos no consumo e no investimento. Assim, considerou-se uma probabilidade de 55 por cento em 2009 e 2010 de as taxas de crescimento do consumo privado e do investimento ficarem aquém do considerado na actual projecção.

O Quadro 7.2.2 e os Gráficos 7.2.1 e 7.2.2 apresentam os principais impactos dos riscos definidos sobre as variáveis projectadas, nomeadamente o PIB, as suas componentes e a taxa de inflação. No que diz respeito à projecção para a actividade económica, a análise quantificada de riscos permite identificar um risco claramente descendente, ou seja, uma probabilidade de cerca de 59 por cento quer em 2009, quer em 2010 de o crescimento do PIB ficar abaixo da actual projecção, traduzindo o impacto dos riscos identificados sobre as componentes da procura global.

**Quadro 7.2.1**

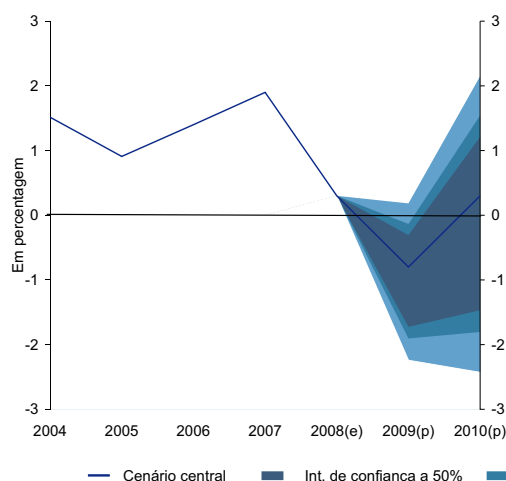
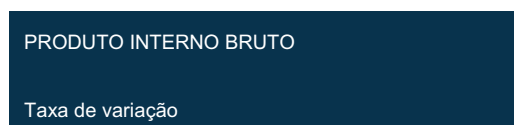
PROBABILIDADES SUBJECTIVAS DOS FACTORES DE RISCO			
Em percentagem			
	2009	2010	
<b>Variáveis condicionantes</b>			
Preço do petróleo	55	55	
Procura externa	55	55	
Taxa de juro	45	50	
<b>Variáveis endógenas</b>			
Consumo privado	55	55	
Investimento	55	55	

Fonte: Banco de Portugal.

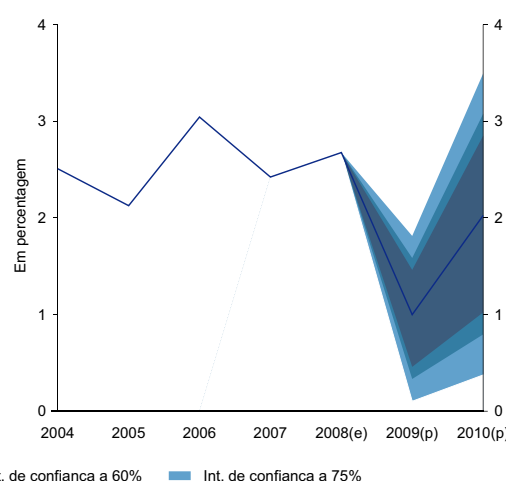
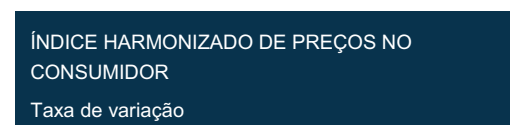
**Quadro 7.2.2**

PROBABILIDADE DE UMA REALIZAÇÃO INFERIOR À DA PROJECCÃO ACTUAL			
Em percentagem			
	Pesos (%) 2008	2009	2010
<b>Produto Interno Bruto</b>			
Consumo privado	66	60	60
FBCF	22	59	61
Exportações	33	54	54
Importações	42	59	60
<b>IHPC</b>		52	53

**Gráfico 7.2.1**



**Gráfico 7.2.2**



Fontes: INE e Banco de Portugal.  
Nota: (e) - estimado; (p) - projectado.

No que se refere à taxa de inflação, os riscos surgem ligeiramente descendentes, reflectindo a possibilidade do preço do petróleo ficar abaixo do incluído na actual projecção, no contexto de um abrandamento mais pronunciado e prolongado da actividade económica global.

## 8. CONCLUSÃO

Uma pequena economia plenamente integrada em termos económicos e financeiros como a economia portuguesa é necessariamente afectada pela interacção entre a actual crise financeira internacional e o abrandamento da economia mundial. Este enquadramento transmite-se à economia portuguesa através de uma multiplicidade de canais e sob várias formas, incluindo a redução da procura externa dirigida às empresas nacionais, a deterioração das expectativas de crescimento económico dos agentes, ou a elevada incerteza face à evolução futura da situação económica e financeira. Apesar da descida assumida das taxas de juro do mercado monetário para níveis inferiores aos registados em 2008, a maior restritividade das condições de financiamento dos bancos nos mercados financeiros internacionais relativamente à situação prevalecente no período anterior à eclosão da turbulência financeira, bem como a deterioração do balanço das famílias e das empresas, deverão implicar algum aperto dos critérios de concessão de crédito pelos bancos. Desta forma, as condições de solvabilidade decorrentes das restrições orçamentais intertemporais das famílias e empresas tenderão a tornar-se mais activas, dado o elevado endividamento do sector privado não financeiro. Neste enquadramento externo desfavorável, apesar de se assumir uma gradual atenuação das perturbações nos mercados financeiros internacionais, a actual projecção contempla uma contracção da actividade em 2009, seguida de uma recuperação moderada em 2010, antecipando-se um forte abrandamento do consumo privado e uma contracção do investimento no horizonte de projecção, acompanhados por um forte abrandamento das exportações.

No que respeita à inflação, a actual projecção aponta para uma desaceleração significativa dos preços no consumidor, determinada em larga medida pela queda do preço das matérias-primas, a qual reflecte sobretudo expectativas de redução acentuada da procura mundial. Assim, depois do forte aumento dos preços do petróleo e das matérias-primas alimentares entre meados de 2007 e meados de 2008, o colapso das perspectivas de crescimento económico global terá induzido uma correcção em baixa destes preços, implicando uma revisão das perspectivas de inflação à escala global e também em Portugal. Neste contexto, a actual projecção aponta para que a taxa de inflação registe um nível reduzido em 2009, mas recuperando para níveis compatíveis com a estabilidade de preços em 2010.

O adensamento da crise financeira e a redução das expectativas de inflação, em conjugação com a dinâmica de desaceleração da actividade económica mundial, determinaram a generalização de políticas monetárias mais acomodaticias. Adicionalmente, foram anunciadas diversas medidas com o objectivo de reforçar a confiança e restabelecer o funcionamento regular dos mercados financeiros. Por outro lado, foram adoptadas várias iniciativas de política orçamental tendo em vista a estabilização da actividade económica. No que se refere especificamente às medidas de política orçamental em Portugal, a actual projecção inclui apenas as medidas já aprovadas em termos legais ou especificadas com detalhe suficiente à data de fecho da informação deste artigo, aplicando-se o mesmo critério às medidas incluídas no Orçamento de Estado para 2009 e às medidas anunciadas posteriormente, nomeadamente as aprovadas no Conselho de Ministros de 13 de Dezembro de 2008.

O grau de incerteza e risco subjacente à actual projecção é muito elevado. O contexto internacional, marcado por uma elevada turbulência nos mercados financeiros, cuja interacção com a actividade económica poderá determinar um nível de crescimento mundial mais reduzido do que o considerado na actual projecção, implica riscos descendentes sobre a actividade económica em Portugal. Adicionalmente, a manutenção de um elevado grau de incerteza sobre a magnitude e persistência da actual situação de crise financeira, designadamente sobre o impacto das medidas que têm vindo a ser toma-

das pelas autoridades, tenderá a induzir um adiamento de decisões de despesa dos agentes, implicando igualmente riscos descendentes sobre a actividade económica.

As actuais projecções são marcadas pela actual situação económica e financeira internacional. No entanto, num quadro de adaptação gradual, mas iniciada tardiamente, do enquadramento institucional, a economia portuguesa continua a ser caracterizada por um conjunto de fragilidades de natureza estrutural, que se tem traduzido num fraco dinamismo da produtividade dos factores. Assim, importa que os agentes económicos não deixem de interiorizar as vantagens da prossecução de um quadro orçamental orientado para a estabilidade macroeconómica no médio e longo prazo e, por outro, mantenham uma dinâmica de reestruturação da economia portuguesa, de forma a direccionar a produção de bens e serviços para segmentos com maior valor acrescentado e mercados com maiores perspectivas de crescimento no médio prazo. Esta dinâmica afigura-se essencial para a criação de condições que assegurem, após o presente período de abrandamento, o reinício de um processo sustentado de crescimento da economia portuguesa.

Finalmente, o baixo crescimento da actividade económica que Portugal tem evidenciado nos últimos anos traduz não apenas um baixo dinamismo da produtividade, mas também um baixo crescimento do emprego e do *stock* de capital, que não podem ser aferidos numa perspectiva meramente cíclica. Neste contexto, a implementação de reformas conducentes a uma maior eficiência na afectação de recursos revela-se crucial para a promoção de um aumento sustentado dos níveis de produtividade e emprego, assim como para a criação de condições propícias ao investimento e à inovação.

*Este artigo foi redigido com a informação disponível até meados de Dezembro. As hipóteses relativas a taxas de juro, taxas de câmbio e preço do petróleo datam de 11 de Dezembro de 2008.*