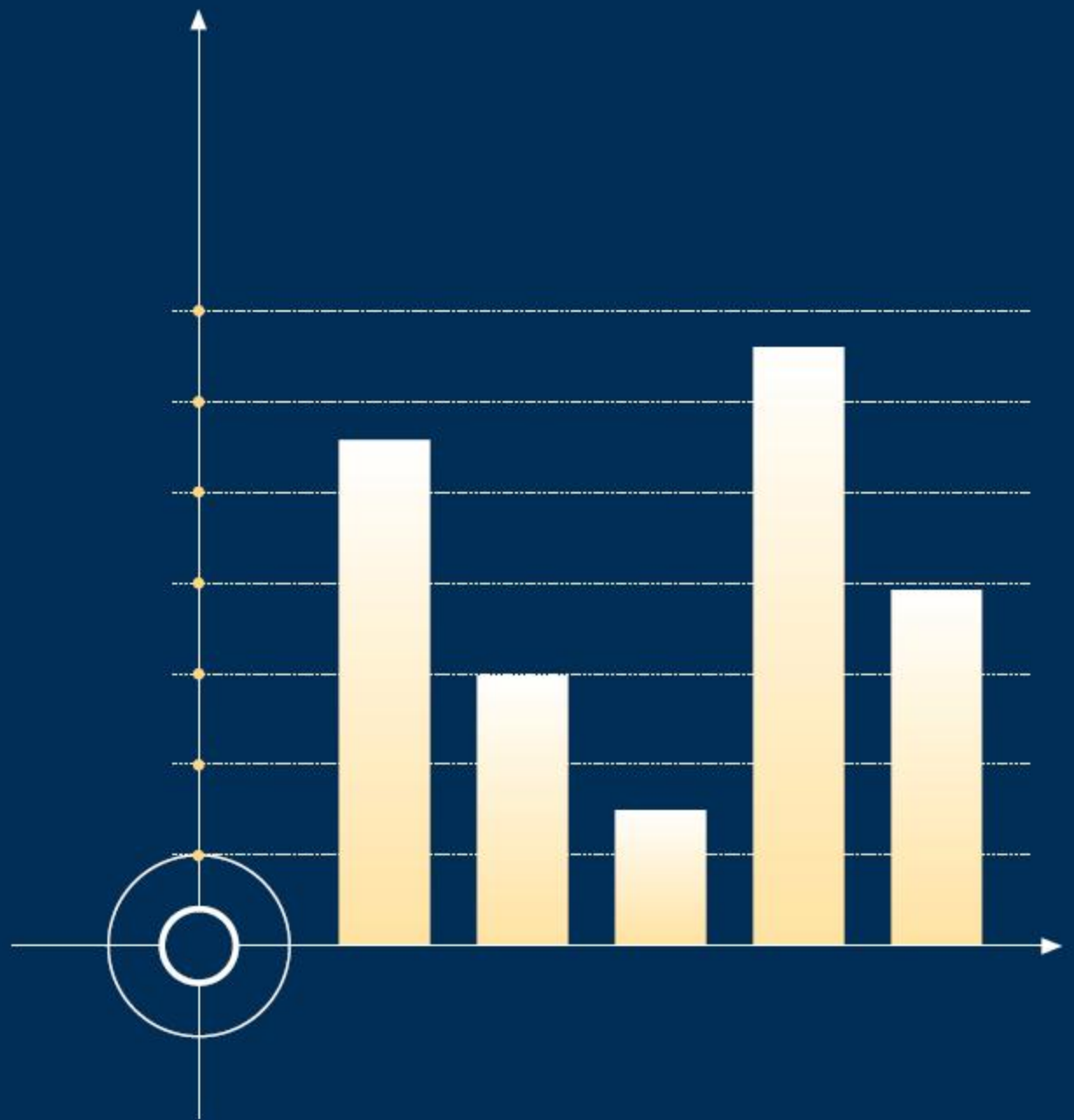


# Relatório *Mensal* **de Economia**

Edição da Associação Empresarial de Portugal



**AEP**

ASSOCIAÇÃO EMPRESARIAL DE PORTUGAL  
CÂMARA DE COMÉRCIO E INDÚSTRIA

# **RELATÓRIO MENSAL DE ECONOMIA – Nº 119**

**Edição da Associação Empresarial de Portugal**

**Dezembro 2004**

## **S U M Á R I O**

**DESTAQUE..... 3**

**ECONOMIA INTERNACIONAL..... 5**

**ECONOMIA NACIONAL ..... 27**

## DESTAQUE

### Economia Internacional

As prioridades fixadas pelo presidente da Comissão para o seu mandato são o relançamento económico da UE e as reformas estruturais no âmbito da Estratégia de Lisboa (...) (pag.5)

A auditoria do Eurostat às contas públicas gregas anteriores a 2000 concluiu que o défice orçamental ultrapassou o limite de 3% do PIB em todos os anos desde 1997 (...) (pag.5)

As expectativas de mercado quanto a uma eventual subida das taxas de referência do BCE mantêm-se muito moderadas. (pag.6)

(...) o défice público no conjunto da zona do euro deverá situar-se em 2,9% do PIB em 2004 (...) (pag.7)

A informação mais recente divulgada para a zona do euro revela um andamento menos favorável da actividade industrial no terceiro trimestre (...) (pag.8)

Os últimos resultados (...) indicam uma deterioração do clima de confiança dos agentes económicos da zona do euro em Novembro (...) (pag.9)

A Reserva Federal voltou a aumentar a sua principal taxa de referência (Fed funds) em 0,25 pontos no mês de Novembro (...) (pag.16)

Em Novembro acentuou-se a desvalorização do dólar face às principais moedas, reagindo ao agravamento do desequilíbrio externo dos Estados Unidos e à reeleição do Presidente George Bush (...) (pag.21)

Em Novembro assistiu-se a uma subida generalizada dos principais mercados accionistas internacionais, impulsionados pela recuperação da bolsa norte-americana (...) (pag.22)

Depois de subidas sucessivas desde Julho, o preço médio do Brent baixou 10,6% em Novembro (...) (pag.25)

De acordo com o Banco Mundial, o crescimento da economia mundial deverá situar-se, este ano, em 4%, abrandando para 3,2% em 2005. (pag.25)

## **Economia Nacional**

(...) o Banco de Portugal manteve a anterior previsão para o crescimento do PIB em 2004, (...) sendo, no entanto, introduzida uma alteração significativa na composição do crescimento da economia portuguesa. (pag.27)

(...) é agora esperado um maior crescimento da procura interna (...) e, sobretudo, uma aceleração muito mais significativa das importações (...) (pag.27)

(...) este foi o primeiro mês, desde o início do ano, em que se verificou um aumento do défice acumulado do subsector Estado (...) (pag.29)

O Conselho Económico e Social recomendou a criação de uma estrutura para coordenar a aplicação e avaliação da Estratégia de Lisboa (...) (pag.30)

O Governo apresentou um plano para reduzir a dependência do país face ao petróleo (...) (pag.33)

A bolsa portuguesa registou uma valorização inferior à das principais praças internacionais no mês de Novembro (...) mas continuou a apresentar uma comparação bastante favorável em saldo acumulado no ano. (pag.36)

O indicador coincidente de actividade económica do Banco de Portugal revelou, em Outubro, um novo ligeiro abrandamento. (pag.37)

A informação mais recente sobre a formação bruta de capital fixo (...) aponta para uma interrupção da trajectória de recuperação desta rubrica de procura interna. (pag.40)

A subida em cadeia da população desempregada, mais forte que a da população activa (...) determinou uma importante subida da taxa de desemprego em termos trimestrais (...), para 6,8%. (pag.41)

Os últimos dados do comércio internacional mostraram uma subida homóloga de 20,5% do défice comercial português nos primeiros nove meses de 2004. (pag.42)

Em Outubro registou-se um forte agravamento das perdas homólogas de produção na indústria, com o índice geral do INE a recuar 7,4% (...) (pag.42)

O índice de vendas na indústria registou uma quebra homóloga de 2,4% em Outubro, (...), passando a acompanhar o comportamento negativo da produção (...) (pag.45)

A taxa de variação homóloga (tvph) do IPC aumentou significativamente em Novembro para 2,5% (...) (pag.47)

(...) a inflação subjacente recuou 0,1 ponto percentual para 2,0%, o valor mais baixo desde Março de 2000 e idêntico ao da média na zona do euro (...)(pag.48)

## **ECONOMIA INTERNACIONAL**

### **1. União Europeia / Zona Euro**

#### **1.1. Envolvente**

**A nova Comissão Europeia, liderada por Durão Barroso, tomou posse a 22 de Novembro último**, na sequência da aprovação pelo Parlamento e pelo Conselho Europeu das alterações à equipa de vinte e quatro comissários propostas por Barroso.

**As prioridades fixadas pelo presidente da Comissão para o seu mandato são o relançamento económico da UE e as reformas estruturais no âmbito da Estratégia de Lisboa, as negociações com vista à adesão da Turquia e a negociação do quadro financeiro comunitário para 2007-2013.**

**Segundo um relatório da Comissão Europeia, os subsídios estatais concedidos pelos dez novos Estados-Membros da União Europeia (UE) ascenderam, em média, a 1,42% do PIB por ano no período de 2000-2003**, o que compara com apenas 0,39% nos Estados-Membros mais antigos. O montante total de subsídios estatais naqueles países sofreu um subida muito acentuada no período imediatamente pré-adesão, passando de 4 mil milhões de euros em 2000 para quase 8 mil milhões em 2003. Em rácio do PIB, o país com o maior nível de subsídios no referido triénio foi a República Checa, com 2,7%, por oposição à Estónia, com 0,11%.

**A auditoria do Eurostat às contas públicas gregas anteriores a 2000 concluiu que o défice orçamental ultrapassou o limite de 3% do PIB em todos os anos desde 1997**, abrangendo assim o período que serviu de base à avaliação das condições de adesão da Grécia à zona do Euro. Segundo Joaquín Almunia, o comissário responsável pelos assuntos económicos, a decisão de adesão da Grécia não está em causa, uma vez que ela foi tomada "com base na informação disponível na altura". Note-se que parte da revisão em alta dos valores do défice desde 1997 se deveu à aplicação retroactiva de novas metodologias estatísticas de apuramento das contas públicas, no âmbito do novo sistema de contas nacionais SEC95. De qualquer forma, **será aberto um processo de infracção contra a Grécia pelas fragilidades registadas ainda actualmente na aplicação no novo sistema de contas, as quais põem em causa a fiabilidade das estimativas para o défice público para o corrente e próximos anos.**

## 1.2. Política Monetária

### INDICADORES MONETÁRIOS E FINANCEIROS – ZONA EURO

|  | 03: III | 03: IV | 04: I | 04: II | 04: III | Jul-04 | Ago-04 | Set-04 | Out-04 |
|--|---------|--------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Agregado Monetário M3 <sup>(1)</sup>           | 8,1     | 7,5    | 6,4   | 5,2    | 5,7     | 5,2    | 5,4    | 5,7    | 5,8    |
| Taxas de Juro Mercado Monetário                |         |        |       |        |         |        |        |        |        |
| - taxa <i>overnight</i>                        | 2,07    | 2,01   | 2,02  | 2,04   | 2,05    | 2,07   | 2,04   | 2,05   | 2,11   |
| - Euribor a 3 meses                            | 2,14    | 2,15   | 2,06  | 2,08   | 2,12    | 2,12   | 2,11   | 2,12   | 2,15   |
| <i>Yields</i> Obrig. Estado a 10 anos          | 4,16    | 4,37   | 4,15  | 4,36   | 4,21    | 4,34   | 4,17   | 4,11   | 3,98   |
| Taxas de Juro Bancárias                        |         |        |       |        |         |        |        |        |        |
| - Depósitos a prazo até 1 ano                  | 1,90    | 1,88   | 1,90  | 1,88   | 1,91    | 1,91   | 1,91   | -      | -      |
| - Emprést. até 1 ano a empresas <sup>(2)</sup> | 4,13    | 4,09   | 3,99  | 3,94   | 4,04    | 4,02   | 4,06   | -      | -      |

Fonte: Banco Central Europeu; valores médios do período, em percentagem;

(1) Taxa de variação homóloga em média móvel de três meses, em percentagem. Valores corrigidos de todas as detenções de instrumentos negociáveis por agentes residentes fora da área do euro.

(2) Taxas de variação para empréstimos até 1 milhão de euros.

**À semelhança dos meses anteriores, o Banco Central Europeu não alterou a sua orientação de política monetária em Novembro último**, permanecendo a taxa mínima para as operações principais de refinanciamento no mínimo histórico de 2,0%.

De acordo com o BCE, o actual nível das taxas de juro mantém-se adequado à estabilidade de preços a médio prazo na zona do euro, propiciando, em simultâneo, condições de financiamento estimulantes do crescimento económico.

Aquela instituição considerou que, apesar do aumento persistente dos preços internacionais do petróleo, “não existe, por enquanto, uma indicação clara de que se estejam a acumular pressões inflacionistas a médio prazo”, designadamente tendo em conta o crescimento limitado dos salários, num contexto de “fragilidade dos mercados de trabalho”. Por outro lado, o BCE voltou a realçar a interrupção da trajectória de abrandamento do agregado monetário M3, frisando que o nível de liquidez existente na zona do euro excede em muito o necessário para assegurar, a prazo, um crescimento económico não inflacionista. O BCE manteve também o alerta quanto à combinação de um persistente excesso de liquidez com um forte crescimento do crédito bancário, a qual poderá originar “aumentos insustentáveis dos preços dos activos, sobretudo nos mercados imobiliários”.

**As expectativas de mercado quanto a uma eventual subida das taxas de referência do BCE mantêm-se muito moderadas.** As taxas de juro do mercado monetário da zona do euro encontram-se sensivelmente nos níveis de há um ano atrás (ligeiramente acima dos 2%), tendo recuperado apenas ligeiramente face aos valores historicamente muito baixos registados no primeiro trimestre de 2004. Enquanto isso, as *yields* médias das obrigações do tesouro recuaram em Outubro para o nível mais baixo de dezasseis meses.

### 1.3. Economia Real

#### PREVISÕES ECONÓMICAS DE OUTONO DE 2004 – COMISSÃO EUROPEIA

| ZONA EURO                          | 2003 | 2004 | 2005 |
|------------------------------------|------|------|------|
| Produto Interno Bruto              | 0,6  | 2,1  | 2,0  |
| Formação Bruta Cap. Fixo           | -0,5 | 2,2  | 3,2  |
| Taxa de Inflação                   | 2,1  | 2,1  | 1,9  |
| Taxa de Desemprego (% pop. activa) | 8,9  | 8,9  | 8,9  |
| Bal. Corrente (% PIB)              | 0,6  | 0,8  | 0,8  |
| Saldo do SPA (% PIB)               | -2,7 | -2,9 | -2,5 |
| Dívida Pública (% PIB)             | 70,7 | 71,1 | 71,1 |

*Taxas de variação anual, salvo indicação em contrário*

**As mais recentes previsões da Comissão Europeia apontam para uma taxa de variação média anual do PIB da zona do euro deverá situar-se em 2,1% neste ano, seguida de 2,0% em 2005.** Nas suas previsões de Abril último, a Comissão apontava para um crescimento do PIB de 1,7% e de 2,3% em 2004 e 2005, respectivamente. A revisão em alta relativamente a 2004 traduz essencialmente um crescimento do PIB no primeiro semestre mais forte que o previsto anteriormente, o que resulta, em particular, da evolução do contributo das exportações líquidas. A revisão em baixa para 2005 incorpora o efeito da subida observada no preço do petróleo. Tendo em conta a óptica da despesa, o crescimento do PIB em 2005 deverá assentar na aceleração da formação bruta de capital fixo e, em menor grau, na retoma gradual do consumo privado. Contudo, a Comissão destaca como factores de risco para as actuais previsões a evolução dos preços do petróleo e de outras matérias-primas, a apreciação do euro e o comportamento da confiança dos agentes económicos.

**De acordo com as mesmas previsões da Comissão Europeia o défice público no conjunto da zona do euro deverá situar-se em 2,9% do PIB em 2004,** mais 0,2 pontos percentuais que em 2003. O valor agora divulgado representa uma revisão em alta de 0,2 pontos percentuais relativamente à anterior previsão, reflectindo a evolução da situação orçamental na Alemanha, Grécia, Espanha e Áustria. Para 2005, a Comissão prevê que o défice na zona do euro diminua para 2,5% do PIB (previsão elaborada tendo em conta as decisões de política orçamental constantes dos Orçamentos para 2005, incluindo medidas de carácter temporário).

**O BCE, no seu último exercício de previsão, reviu em baixa tanto o valor projectado para o crescimento do PIB da zona do euro em 2004** (devido à evolução menos favorável que o previsto inicialmente no segundo semestre) **como em 2005** (reflectindo o efeito da subida do preço do petróleo e da taxa de câmbio do euro). A descida foi de 0,1 ponto percentual para 1,8% em 2004 e de 0,4 pontos para 1,9% em 2005.

**A informação mais recente divulgada para a zona do euro revela um andamento menos favorável da actividade industrial no terceiro trimestre, mas com o facto positivo de as indústrias de bens intermédios manterem uma evolução robusta** e a confiança empresarial permanecer em níveis relativamente elevados. Contudo, mantém-se também a estagnação do mercado laboral e a pressão em alta sobre a taxa de inflação.

**Segundo dados provisórios do Eurostat (corrigidos de sazonalidade), o índice de produção industrial da zona do euro aumentou 0,5% durante Setembro**, o que permitiu anular a descida do mês anterior. Esta evolução em cadeia levou a uma subida da taxa de variação homóloga em 1,1 pontos percentuais para 2,9%. No entanto, **o índice global acabou por registar um abrandamento no cômputo do terceiro trimestre (taxa de variação homóloga de 2,4%, face a 3,0% no segundo trimestre)**. Detalhando por tipos de produtos, o comportamento do índice geral em termos homólogos no terceiro trimestre reflectiu o comportamento desfavorável da produção das indústrias de bens de consumo (corrente e duradouro), de produtos energéticos e de bens de investimento. As indústrias de bens de consumo duradouro foram as únicas a registar uma contracção. Em contraste, a produção das indústrias de bens intermédios acelerou para uma taxa de variação homóloga de 3,0%, significando já um ritmo de crescimento superior ao do índice geral.

**Em Outubro, a taxa de variação homóloga do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) da zona do euro aumentou 0,3 pontos percentuais para 2,4%, retomando assim o valor de Junho passado.** Recorde-se que a taxa e variação homóloga do IHPC havia registado uma tendência descendente entre Junho e Setembro.

**A aceleração do índice de preços em Outubro foi explicada pelo comportamento da sua componente mais errática.** Os preços dos produtos energéticos aceleraram significativamente (a taxa de variação homóloga aumentou 3,4 pontos percentuais para 9,8%), reflectindo a alta dos preços internacionais do petróleo, enquanto que os preços dos bens alimentares não transformados reduziram (embora ligeiramente) a quebra em termos homólogos. Já a inflação subjacente permaneceu em 2,0%, o valor mais baixo desde Fevereiro último, num contexto de estabilização do ritmo de crescimento dos preços dos serviços (em 2,6%) e dos bens industriais não energéticos (em 0,8%). Os países da zona do euro com taxas de variação homólgas mais elevadas em Outubro foram o Luxemburgo (com 4,1%), a Espanha (3,6%) e a Grécia (3,3%), enquanto que os valores mais baixos foram os da Finlândia (0,6%), Holanda (1,5%) e Itália (2,1%).

**De acordo com dados do Eurostat (ajustados de sazonalidade), a taxa de desemprego da zona do euro fixou-se, em Outubro, em 8,9%, o que aconteceu pelo décimo nono**



**mês consecutivo.** Em paralelo, a taxa de variação homóloga do número de desempregados foi revista em baixa, apresentando agora um valor de 0,9% tanto para Agosto como para Setembro (últimos meses com dados disponíveis), depois de um mínimo de vários anos (0,7%) no mês de Julho.

**Os últimos resultados fornecidos pelos inquéritos aos consumidores e às empresas (compilados pela Comissão Europeia) indicam uma deterioração do clima de confiança dos agentes económicos da zona do euro em Novembro,** depois de quatro meses de melhoria. O indicador compósito de clima económico apresentou uma descida de 0,5 pontos, regressando assim ao nível de Agosto (recorde-se que o registo de Outubro havia sido o máximo de mais de três anos).

Os indicadores sectoriais apresentaram andamentos díspares. Os indicadores de confiança para os sectores dos serviços e do comércio a retalho apresentaram uma descida, a qual, em ambos os casos, anulou a subida do mês anterior. O indicador para a indústria transformadora permaneceu no valor de Setembro (um máximo de mais de três anos e meio), enquanto que os indicadores de confiança da construção e dos consumidores evidenciaram uma subida, ainda que ligeira. **Neste momento, apenas a confiança na construção mantém uma tendência claramente ascendente.** No caso da indústria e dos consumidores a tendência é agora apenas marginalmente positiva, enquanto que os indicadores para os serviços e o comércio a retalho evidenciam uma virtual estagnação no período já decorrido de 2004.

## 2. Principais Parceiros Comerciais de Portugal

### 2.1. Alemanha

**Na sua mais recente análise à economia alemã, o FMI concluiu que o crescimento económico deverá continuar suportado pela procura externa em 2005. As actuais projecções do Fundo apontam para uma variação do PIB, em termos reais, de 1,9% em 2004 e de 1,5% em 2005.** Tratam-se de valores apenas ligeiramente mais baixos que os constantes das projecções do Governo. O abrandamento previsto para 2005 estará fundamentalmente associado aos efeitos negativos da escalada dos preços internacionais do petróleo. De acordo com o FMI, a Alemanha voltará a apresentar um rácio do défice público no PIB superior a 3% em 2005, considerando que a anunciada descida de impostos, correspondente a 1% do PIB, será compensada apenas parcialmente por outra receita e por redução de despesa pública.

**Entretanto, o Governo anunciou um pacote de medidas com vista a garantir a redução do défice público para 2,9% do PIB em 2005,** depois de três anos consecutivos acima do limiar de 3% estabelecido pelo Tratado de Maastricht. **O pacote deverá gerar receitas extraordinárias e redução de despesa num total de 10 mil milhões de euros.** A principal parte resultará da venda a investidores da dívida das empresas Deutsche Telekom e Deutsche Post ao Estado (que resultou do compromisso de as primeiras fazerem pagamentos anuais, até 2090, com vista a cobrir as responsabilidades dos respectivos fundos de pensões, que passaram para o Estado aquando da privatização daquelas empresas). O restante virá da imposição de cortes de despesa dos ministérios (mil milhões de euros) e congelamento dos salários dos funcionários públicos (2 mil milhões de euros). Estas medidas não têm que ser aprovadas pelo parlamento. Embora não entrando no cálculo do défice, estão também previstas novas operações de privatização, no montante de mil milhões de euros.

**De acordo com os indicadores económicos disponíveis, manteve-se a conjuntura industrial desfavorável no início do quarto trimestre de 2004, num quadro de abrandamento das carteiras de encomendas e de recuo da confiança empresarial.** Quanto à procura interna final, registou-se uma acentuação da evolução negativa das despesas das famílias em bens de consumo, num quadro de deterioração do mercado laboral e de estabilização da confiança dos consumidores em níveis relativamente reduzidos.

**O índice global de produção industrial (incluindo construção) apresentou durante Outubro passado uma subida de 0,6%,** depois de um aumento apenas marginal de 0,1% no mês antecedente (dados corrigidos de sazonalidade). Contudo, **como reflexo de um efeito-base desfavorável, o índice passou para uma taxa de variação homóloga de -1,1%** (contra 3,4% no cômputo do terceiro trimestre de 2004). O perfil de evolução da produção na indústria transformadora foi idêntico, embora com uma quebra homóloga apenas marginal em Outubro.

**O índice do volume de novas encomendas de bens industriais também evidenciou uma deterioração do comportamento em termos homólogos em Outubro,** devido tanto à componente doméstica como externa. Contudo, apenas a primeira entrou em contracção face ao mesmo mês do ano anterior, depois de sete meses consecutivos de crescimento.

**O indicador de clima empresarial Ifo (para a indústria transformadora, construção e comércio) caiu em Novembro para o mínimo de cerca de um ano, depois de três meses virtualmente inalterado.** As expectativas dos empresários quanto à evolução da economia nos próximos meses voltaram a recuar, desta vez acompanhadas pelas avaliações quanto à situação económica corrente (o que não acontecia desde Junho passado). O clima empresarial piorou em todos os sectores acompanhados.

**Quanto a indicadores de procura interna final, a informação disponível aponta para uma acentuação do ritmo de quebra da despesa das famílias em bens de consumo no início do quarto trimestre de 2004.** O volume de vendas do comércio a retalho apresentou uma taxa de variação homóloga, em termos reais, de -3,7% em Outubro (o valor mais baixo desde Maio), contra -1,6% no conjunto do terceiro trimestre. Recorde-se que, desde o início de 2004, este indicador apresentou variações positivas em apenas dois meses (Março e Junho).

**No que toca o mercado de trabalho, o número de desempregados voltou a subir em Novembro, aumentando em 12,6 mil para um total de 4,444 milhões de pessoas** (dados corrigidos de sazonalidade). Prolongou-se, assim, a trajectória ascendente iniciada em Março passado. A taxa de desemprego fixou-se em 10,3% (valor não ajustado), mais 0,3 pontos percentuais que no mesmo mês do ano anterior, em contraste com a variação homóloga nula observada em Outubro.

## 2.2. Reino Unido

**Na sua mais recente análise aos desenvolvimentos do mercado de habitação, o Banco de Inglaterra diz agora esperar que o actual arrefecimento do mercado acabe por levar a uma queda dos preços,** em contraste com o cenário de desaceleração progressiva antes projectado. Recorde-se que o mercado de habitação britânico assistiu, em média, a uma duplicação dos preços nos últimos cinco anos.

**O Banco de Inglaterra reviu em baixa a previsão para a taxa de crescimento do PIB em 2005 para 2,5%,** menos 0,6 pontos percentuais que o esperado anteriormente.

**Os dados económicos disponíveis indicam a manutenção da conjuntura industrial negativa, tanto em termos de actividade produtiva como de confiança empresarial, durante o quarto trimestre de 2004. Do lado da procura, a despesa das famílias em bens de consumo manteve-se muito dinâmica,** num quadro de baixo nível de desemprego e de elevada confiança dos consumidores.

**O índice geral para a produção industrial registou uma queda de 0,1% durante Outubro passado, que se segue a uma descida de 0,4% no mês anterior** (dados corrigidos de sazonalidade). O índice registou já uma quebra em cadeia acumulada de 2,1% nos últimos cinco meses. **Como resultado, a taxa de variação homóloga do índice fixou-se em -1,9% em Outubro,** face a -0,3% no cômputo do terceiro trimestre. As indústrias de bens intermédios

apresentaram uma queda bastante mais acentuada que o índice geral, com uma taxa de variação homóloga de -3,2%.

**No que toca a procura interna, a informação respeitante às despesas das famílias em bens de consumo aponta para a manutenção de um ritmo de crescimento muito forte no início do quarto trimestre de 2004**, ainda que evidenciando algum abrandamento face ao trimestre anterior. A taxa de variação homóloga do volume de vendas do comércio a retalho (sem automóveis) estabeleceu-se em Outubro em 6,0%, em termos reais, face a 6,7% no cômputo do terceiro trimestre. A componente não alimentar manteve-se a mais dinâmica, com uma expansão real superior a 7%.

**No que se refere ao mercado de trabalho, os dados revelam uma estabilização do ritmo de crescimento do número de empregados no trimestre terminado em Outubro.** Já em Novembro, o número de desempregados inscritos retomou a trajectória descendente interrompida no mês anterior, recuando em 3,4 mil pessoas para 836,6 mil (dados corrigidos de sazonalidade). A taxa de desemprego correspondente permaneceu em 2,7%, o valor mais baixo desde Abril de 1975.

**Os salários nominais aceleraram um pouco (0,3 pontos percentuais) para uma taxa de variação homóloga de 4,1% no trimestre terminado em Outubro** (o valor de Setembro foi revisto em alta). A componente de prémios e bónus continuou a dar um contributo negativo para a taxa de crescimento dos salários, embora menor que no mês anterior – aquela ascendeu a 4,4% em termos homólogos quando excluída a componente de prémios e bónus, mas apenas mais 0,1 ponto percentual que no mês anterior.

**Na sua reunião de Novembro passado, o Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra não alterou a sua orientação de política monetária**, conservando a principal taxa de juro de referência em 4,75%. A última subida de taxas foi de 0,25 pontos percentuais, em Agosto último.

Tendo em conta o índice de preços que serve de indicador de referência do Banco de Inglaterra, a taxa de inflação homóloga voltou a subir em Novembro, desta feita em 0,3 pontos percentuais 1,5%. Ainda assim, a taxa de inflação homóloga manteve-se abaixo do valor-objectivo das autoridades monetárias britânicas para o médio prazo (2,0%). A aceleração dos preços no consumidor registada em Novembro resultou, em boa parte, do maior dinamismo dos preços dos produtos energéticos, como reflexo da subida dos preços internacionais do petróleo.

### 2.3. França

**Na sua mais recente análise à economia francesa, o FMI reviu em ligeira baixa as previsões de crescimento real do PIB para 2004 e 2005, para 2,5% e 2,2%, respectivamente.** Apenas o valor para 2005 se afasta de forma relevante das projecções do Governo (é mais baixo em 0,5 pontos percentuais). Todavia, segundo o FMI, a economia francesa é nesta altura uma das economias da zona do euro em melhor situação cíclica, com uma recuperação que se iniciou tendo como motor as exportações mas que será suportada pela procura interna ao longo de 2005. **No campo orçamental, o Fundo alerta para a necessidade de o Governo fazer face à perda de receita fiscal** devido à anunciada redução da fiscalidade sobre os lucros, designadamente fazendo maior uso do princípio do utilizador-pagador, do aumento da fiscalidade sobre o imobiliário e do fim de isenções e de taxas reduzidas de IVA. Sendo de esperar a manutenção da taxa de desemprego em níveis elevados (9,5% em 2005), o FMI alerta também para que não se comprometa a necessária consolidação fiscal com as políticas de criação de emprego, altamente dependentes do Orçamento do Estado.

**De acordo com o Gabinete de Estatística, o PIB sofreu um significativo abrandamento no terceiro trimestre de 2004, com uma variação real em cadeia de somente 0,1%,** face a 0,7% e 0,6% no primeiro e segundo trimestres, respectivamente (dados corrigidos de sazonalidade). **Em termos homólogos, o PIB abrandou para uma taxa de variação de 2,0%,** face aos 2,9% do trimestre antecedente (o valor mais elevado em três anos).

Analisando pela óptica da despesa, conclui-se que a perda de dinamismo do produto se deveu tanto à componente doméstica como externa. Todas as rubricas de procura interna apresentaram uma evolução menos favorável no terceiro trimestre, tanto em cadeia como em termos homólogos. Destaca-se, no entanto, a contracção em cadeia registada pelo consumo privado e pela formação bruta de capital fixo, depois de um ano consecutivo de expansão. Quanto às rubricas de comércio externo, a aceleração das importações de bens e serviços (para 10,9%) excedeu em muito a aceleração das exportações (para 3,9%). Note-se que o elevado ritmo de crescimento real das importações deverá ter alimentado sobretudo a acumulação de *stocks*.

**Segundo os indicadores mais recentes, a actividade industrial manteve-se em arrefecimento no início do quarto trimestre de 2004, a par de algum recuo da confiança empresarial** (ao contrário do registado nos sectores dos serviços, comércio a retalho e construção). Do lado da procura, as despesas de consumo privado aceleram um pouco, num quadro de melhoria das expectativas das famílias.

**O índice de produção industrial global registou uma descida de 0,7% durante Outubro** (dados corrigidos de sazonalidade), em contraste com o forte crescimento de 3,2% no mês

anterior (ainda que devido sobretudo à expansão de magnitude inusitada da produção da indústria automóvel). **Em comparação anual, o índice global abrandou para uma taxa de variação homóloga de 1,4%** (face a 1,9% no conjunto do terceiro trimestre). Esta evolução reflectiu o desempenho de todos ramos industriais, assinalando-se, contudo, o facto de a produção das indústrias de bens intermédios ter mantido um ritmo de crescimento acima da média da indústria.

De acordo com os dados do inquérito de conjuntura à indústria, **observou-se em Novembro uma melhoria das avaliações dos empresários da indústria quanto à actividade produtiva recente**, a par de uma estabilização dos *stocks* de produtos acabados em níveis bastante baixos. **Contudo, as expectativas de produção para os próximos meses sofreram alguma deterioração**, num quadro de evolução negativa das carteiras de encomendas (sobretudo na componente de origem externa).

**Quanto aos indicadores de procura interna final, as despesas de consumo das famílias em bens industriais aceleraram um pouco em Outubro último**, para uma taxa de variação homóloga de 2,1% em termos reais. O indicador ficou, ainda assim, aquém do ritmo de crescimento médio do terceiro trimestre (3,3%). A aceleração verificada em Outubro foi explicada sobretudo pelo comportamento favorável dos bens duradouros domésticos, cuja taxa de variação homóloga subiu para 11,7%. Esta rubrica vem apresentando um dinamismo muito elevado há já vários meses.

**A informação qualitativa fornecida pelos inquéritos de conjuntura às famílias revelou em Novembro uma acentuação do movimento de descida da confiança dos consumidores.** O recuo fez-se sentir ao nível das perspectivas de evolução da situação financeira das famílias e da situação económica geral, em contraste com alguma melhoria das perspectivas de evolução do desemprego. O indicador de confiança recuou, assim, para o nível registado entre Maio e Julho.

**De acordo com os dados quantitativos respeitantes ao mercado de trabalho, o número de desempregados recuou em Outubro pelo segundo mês consecutivo.** A descida foi de 5 mil pessoas para um total de 2,685 milhões de desempregados (dados corrigidos de sazonalidade). O número de desempregados retomou, deste modo, o nível de Junho passado. Contudo, a taxa de desemprego correspondente fixou-se em 9,9%, o mesmo valor do mês precedente e de Outubro de 2003.

## 2.4. Espanha

**De acordo com o Instituto de Estatística, o PIB apresentou um crescimento em cadeia de 0,6%, em termos reais, no terceiro trimestre de 2004**, que se segue a uma subida de 0,5% no trimestre anterior (dados corrigidos de sazonalidade). **Em comparação anual, o PIB manteve o ritmo de crescimento do segundo trimestre, traduzido numa taxa de variação homóloga de 2,6%.**

Tendo em conta a óptica da despesa, o comportamento do PIB resultou de uma evolução díspar das suas principais componentes. A procura interna aumentou o seu contributo para o crescimento do produto (de 4,2 para 4,6 pontos percentuais) como reflexo da aceleração da formação bruta de capital fixo (em 1,8 pontos, para uma taxa de variação homóloga de 5,9%); esta aceleração fez-se sentir com especial intensidade no investimento empresarial em máquinas e equipamento. Em contraste, a procura externa líquida acentuou o seu contributo negativo (de -1,6 para -2,0 pontos percentuais), uma vez que a aceleração das importações de bens e serviços suplantou a aceleração das exportações.

Na óptica da produção, registou-se uma aceleração do VAB nos ramos da indústria e da construção, mas um abrandamento, ainda que ligeiro, nos serviços.

**Os dados disponíveis apontam para um contributo negativo da indústria para a evolução do produto no início do quarto trimestre, mas acompanhado por uma melhoria da confiança empresarial no sector** (ao contrário, aliás, do verificado nos sectores dos serviços e do comércio a retalho). Do lado da procura, manteve-se a perda de dinamismo das despesas das famílias em bens de consumo, apesar de alguma recuperação da confiança das famílias.

**O índice de produção industrial global evidenciou uma significativa perda de dinamismo em Outubro**, em contraste com a importante aceleração registada no mês precedente. Desta forma, a taxa de variação homóloga do índice perdeu 4,6 pontos para -1,5%, o que representou a primeira quebra de produção em termos homólogos em nove meses. A actividade produtiva deteriorou-se em todas as indústrias classificadas por tipo de produto, apenas não se registando uma contracção em termos homólogos no ramo energético.

**Quanto à procura interna final, os dados disponíveis apontam para uma evolução negativa da despesa das famílias em bens de consumo no início do quarto trimestre, depois de dois trimestres de clara desaceleração.** A taxa de variação homóloga do volume de vendas do comércio a retalho (sem automóveis) fixou-se em -0,9% em termos reais, face a um crescimento de 2,6% e 0,9% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente. A componente de bens não alimentares continuou a apresentar o comportamento mais desfavorável.

**No que diz respeito ao mercado de trabalho, o número de desempregados inscritos apresentou em Novembro um novo aumento**, desta feita em 33,8 mil pessoas para um total de 1,683 milhões de pessoas (valores não corrigidos de sazonalidade). A trajectória ascendente do indicador foi determinada por efeitos de cariz sazonal, verificando-se uma estabilização da taxa de variação homóloga do número de desempregados em cerca de -1%.

**A taxa de variação homóloga do índice de preços do consumidor (IPC) desceu apenas marginalmente em Novembro (0,1 ponto percentual) para 3,5%**, mantendo-se próxima do máximo de ano e meio estabelecido no mês anterior (na sequência de uma forte aceleração de 0,4 pontos).

**O abrandamento do IPC em Novembro resultou somente da redução do contributo da sua componente mais volátil**, com a desaceleração dos preços dos produtos energéticos (em 1,7 pontos percentuais para uma taxa de variação homóloga de 9,9%) a mais que compensar o maior dinamismo dos preços dos bens alimentares não transformados. Quanto à inflação subjacente, esta fixou-se em 2,9% pelo quarto mês consecutivo, embora o andamento das suas rubricas se tenha mantido díspar: os preços dos serviços aceleraram para 3,8% (retomando o valor de Setembro), enquanto que os preços dos bens industriais não energéticos abrandaram para 1,2%.

### **3. Estados Unidos da América**

#### **3.1. Envolvente Política, Social e Económica**

**A Reserva Federal voltou a aumentar a sua principal taxa de referência (*Fed funds*) em 0,25 pontos no mês de Novembro, situando-se no valor mais elevado dos últimos três anos (2%)**. A subida da taxa de juro directora – a quarta consecutiva, num total acumulado de 1 ponto percentual – foi novamente justificada com a retoma da actividade económica e a melhoria da situação no mercado de trabalho, não obstante a progressão dos preços da energia. Por outro lado, tanto as expectativas como o nível de inflação se apresentam em níveis reduzidos, permitindo algum gradualismo na restauração de uma política monetária neutral. À semelhança das últimas reuniões, o Banco Central norte-americano divulgou um balanço equilibrado na avaliação dos riscos para o crescimento sustentado e a estabilidade de preços nos próximos meses.

**O Congresso norte-americano aprovou uma proposta de dotação orçamental mais restritiva do que inicialmente previsto para uma série de departamentos e agências**



**governamentais**, reduzindo o crescimento da despesa correspondente a apenas 1% no próximo ano. O Presidente George Bush insistiu para que a proposta não excedesse 388 mil milhões de dólares (m.m.d.), apesar de implicar o subfinanciamento de alguns programas que havia considerado prioritários, nomeadamente os relacionados com a ajuda externa ou o ambiente. Ainda assim, as poupanças conseguidas significarão muito pouco quando comparadas com o défice orçamental previsto para o corrente ano fiscal, na ordem dos 422 m.m.d. (tendo em conta o excedente da Segurança Social). **A deterioração da situação orçamental no presente ano obrigou a um aumento do limite de endividamento em 800 m.m.d.**, que foi votado pouco tempo antes no Congresso.

### 3.2. Economia Real

**O último relatório de conjuntura da Reserva Federal** (Livro Bege), com informação até final de Novembro, **continuou a reportar uma melhoria da actividade económica na generalidade dos estados do país**, ainda que com dados mistos em relação à despesa de consumo. A avaliação dos dados sectoriais pelos distritos federais revelou-se mais favorável e uniforme do que no caso do consumo, destacando-se o maior dinamismo da actividade industrial depois de um período de algum abrandamento. No que se refere aos preços, a pressão ascendente dos custos de energia e transporte sobre as fases iniciais das cadeias de produção acabou por ter um impacto limitado sobre os preços dos bens finais, já que a capacidade de repercussão por parte dos retalhistas permaneceu reduzida. Por outro lado, a progressão dos salários permaneceu bastante moderada, mesmo num cenário de retoma das contratações (notando-se inclusive a falta de trabalhadores em algumas profissões específicas, de acordo com alguns relatórios estaduais).

**A informação mais recente do índice de preços no consumidor mostrou uma subida da taxa de inflação homóloga para 3,2% em Outubro** (mais 0,7 pontos que no mês precedente), **mas que resultou fundamentalmente da aceleração dos preços da energia**. O índice subjacente, que exclui as rubricas de energia e alimentação, manteve uma progressão homóloga de 2%.

**No consumo, as estimativas mensais de despesa** divulgadas pelo Departamento do Comércio **evidenciaram uma nova subida em cadeia no mês de Outubro**, ainda que a um ritmo mais modesto (variação mensal real de 0,3%, menos 0,2 pontos que em Setembro). A progressão do rendimento disponível (0,2%, em termos reais) voltou a ficar aquém do consumo das famílias, reflectindo-se na descida da taxa de poupança para apenas 0,2%, em termos mensais, um dos valores mais baixos de sempre.

Paralelamente, **o Departamento do Comércio divulgou uma nova subida do défice da Balança Corrente no terceiro trimestre, passando para um valor recorde de 164,7 mil milhões de dólares** (mais 318 milhões de dólares que no trimestre precedente), reflectindo o desequilíbrio crescente da balança de bens e serviços, que continuou a agravar o saldo negativo no mês de Outubro (máximo histórico mensal de 55,5 mil milhões de dólares). Nos primeiros dez meses de 2004, o défice da balança de bens e serviços registou um crescimento homólogo de 21,3%, em consequência de uma subida mais forte das importações dos que das exportações (15,6% e 12,7%, respectivamente).

**Os dados sectoriais disponíveis mostraram um andamento mais favorável da actividade na indústria e nos serviços, assistindo-se a alguma perda de dinamismo no caso da construção:**

- o índice de produção industrial reforçou o crescimento homólogo para 4,9% em Outubro, após algum abrandamento no mês precedente;
- o índice compósito ISM para os serviços aumentou pelo segundo mês consecutivo em Novembro, situando-se já acima dos 60 pontos;
- na construção, os indicadores de despesa realizada e de novas habitações em construção evidenciaram uma correcção em baixa no mês de Outubro, interrompendo a trajectória ascendente.

**De acordo com o último relatório de emprego do Departamento de Trabalho norte-americano, referente a Outubro, a taxa de desemprego manteve-se praticamente inalterada em 5,4%** (menos 0,1 ponto que em Setembro), pelo quarto mês consecutivo. Os dados por estabelecimento evidenciaram uma nova subida do emprego no sector não agrícola, embora a um ritmo inferior ao esperado. A progressão do emprego voltou a concentrar-se nos serviços e na construção, observando-se uma quebra ligeira no caso da indústria.

**A informação mais recente dos indicadores avançados voltou a revelar-se desfavorável, apontando para algum abrandamento da actividade económica.** O índice dos indicadores avançados do Instituto Conference Board recuou pelo quinto mês consecutivo no mês de Outubro, representando o período de quebra mais longo desde 1995. Em Novembro, o indicador de confiança do consumidor também registou uma série de cinco descidas seguidas, reflectindo ainda o pessimismo gerado pela subida dos preços da energia. **Espera-se que a quebra de confiança afecte desfavoravelmente a evolução do consumo privado, algo que não tem sucedido em virtude do corte de impostos e da descida nas taxas de crédito à habitação,** com efeito favorável sobre o rendimento disponível.

## 4. Japão

### 4.1. Envolvente Política, Social e Económica

**O Primeiro-ministro Koizumi anunciou que irá ser concedida uma maior autonomia financeira à Administração Local do país nos próximos dois anos**, através da atribuição de competências tributárias, **o que terá como contrapartida a redução das transferências anuais do Governo Central.**

No decorrer de uma conferência realizada em Novembro, **o Governador do Banco do Japão afirmou que não é claro se vai ser possível uma mudança da política monetária no próximo ano.** Ainda assim, Fukui espera que o crescimento se torne gradualmente mais sustentável, permitindo contrariar o problema da deflação. O abrandamento da produtividade e a progressiva subida dos salários deverão pressionar os preços em alta à medida que a retoma económica se torne mais consistente.

### 4.2. Economia Real

**O Banco do Japão forneceu uma avaliação menos favorável sobre a situação económica do país no seu último relatório de conjuntura, referente a Dezembro.** Apesar de reiterar a tendência de recuperação económica, o Banco Central referiu que se tem notado um enfraquecimento da produção devido ao menor crescimento das exportações e ao ajustamento de *stocks* nos sectores de tecnologias de informação. Nas rubricas de despesa interna, apenas o investimento privado apresenta algum dinamismo, mantendo-se a progressão modesta do consumo e a quebra do investimento público, na sequência do processo de consolidação orçamental em curso.

O Banco do Japão espera que as exportações retomem progressivamente um ritmo de crescimento mais elevado, com o fortalecimento da actividade económica nos principais parceiros comerciais, favorecendo o andamento da produção nipónica. Também o consumo privado deverá evoluir gradualmente de forma mais favorável, face à melhoria das condições de emprego e rendimento.

**O Gabinete oficial de estatística do Japão procedeu a uma revisão dos dados anuais e trimestrais do PIB** no mês de Dezembro, **em que se destaca a descida significativa da estimativa de crescimento para o ano civil de 2003, passando de 2,4% para 1,3%.** No que se refere aos últimos dados trimestrais, a variação em cadeia do terceiro trimestre foi mantida em 0,1%, mas o crescimento homólogo foi reduzido de 3,9% para 2,6%.

**Os últimos dados mensais do índice de preços no consumidor evidenciaram uma retoma do crescimento homólogo** (0,5%, após variações de 0% e -0,2% nos dois meses precedentes), **mas que se deveu unicamente à acentuada progressão dos bens alimentares frescos** (subida homóloga de 13,6%, face a 0,2% em Setembro), na sequência de um série de tufões que assolaram o país, danificando várias colheitas. O índice subjacente, que exclui os bens alimentares frescos, manteve uma tendência de descida, recuando 0,1% em termos homólogos.

**A despesa de consumo dos trabalhadores japoneses progrediu a um ritmo mais baixo no mês de Outubro** (variação real homóloga de 0,1%, menos 0,2 pontos que no mês precedente), de acordo com o Gabinete de estatística, que divulgou também uma quebra do rendimento disponível no mesmo mês (variação homóloga de -0,2%, após 2,4% em Setembro).

**Nas contas externas, a informação mais recente deu conta de uma nova descida do excedente comercial em Outubro** (passando para 1,36 biliões de ienes), reflectindo um crescimento mais forte das importações do que do valor exportado, que recuperou de forma modesta depois de uma quebra no mês de Setembro.

**A taxa de desemprego oficial do Japão aumentou 0,1 ponto no mês de Outubro, para 4,7%, que constitui ainda um dos níveis mais baixos dos últimos quatro anos.** Em variação homóloga, verificou-se uma subida de 0,2% do emprego e um recuo de 9,3% do número de desempregados.

**Os últimos indicadores avançados mostraram uma evolução diferenciada dos níveis de confiança das famílias e das empresas**, que se poderá reflectir nas rubricas de despesa associadas. O índice de confiança dos consumidores voltou a aumentar no trimestre terminado em Setembro, enquanto o inquérito Tankan do quarto trimestre evidenciou um menor optimismo por parte dos empresários, com o índice de confiança das grandes empresas industriais a recuar pela primeira vez em mais de um ano. Refira-se, no entanto, que o mesmo inquérito Tankan também evidenciou uma revisão em alta nas previsões de lucro e de investimento para o ano fiscal de 2004.

## 5. Mercados e Organizações Internacionais

### 5.1. Mercado de Câmbios

#### CROSS RATES DAS PRINCIPAIS DIVISAS INTERNACIONAIS

(fecho das sessões de início e fim das semanas de Novembro)

|                    | Dólares por<br>Euro | Libras por<br>Euro | Ienes por<br>Euro | Libras por<br>Dólar | Ienes por<br>Dólar |
|--------------------|---------------------|--------------------|-------------------|---------------------|--------------------|
| Segunda, 1         | 1,275               | 0,696              | 135,530           | 0,546               | 106,315            |
| Sexta, 5           | 1,286               | 0,698              | 136,510           | 0,543               | 106,184            |
| Segunda, 8         | 1,292               | 0,697              | 136,560           | 0,540               | 105,721            |
| Sexta, 12          | 1,292               | 0,701              | 136,930           | 0,542               | 105,975            |
| Segunda, 15        | 1,296               | 0,699              | 136,480           | 0,539               | 105,349            |
| Sexta, 19          | 1,302               | 0,701              | 134,970           | 0,539               | 103,664            |
| Segunda, 22        | 1,303               | 0,703              | 134,470           | 0,539               | 103,177            |
| Sexta, 26          | 1,324               | 0,700              | 136,390           | 0,529               | 103,029            |
| Segunda, 29        | 1,325               | 0,701              | 136,240           | 0,529               | 102,846            |
| Terça, 30          | 1,330               | 0,697              | 136,540           | 0,524               | 102,700            |
| <i>Varição (1)</i> | <i>4,38%</i>        | <i>0,14%</i>       | <i>1,04%</i>      | <i>-4,07%</i>       | <i>-3,20%</i>      |

(1) *Varição registada entre a última cotação do mês em análise e a última cotação do mês anterior*

*Nota: cálculo com base no 'fixing' do Banco Central Europeu*

**Em Novembro acentuou-se a desvalorização do dólar face às principais moedas, reagindo ao agravamento do desequilíbrio externo dos Estados Unidos e à reeleição do Presidente George Bush**, que tem contribuído para o problema através da sua política orçamental expansionista. A preocupação com o défice externo acentuou-se depois do Presidente da Reserva Federal ter reiterado, no decorrer de uma conferência, que a qualquer altura poderá verificar-se uma diminuição do interesse por activos denominados em dólares, tendo em conta a dimensão do desequilíbrio. **A moeda norte-americana registou mínimos históricos sucessivos face ao euro** (1,33 dólares por euro no final do mês) **e os níveis mais baixos de 4 e 12 anos face ao iene e à libra**, respectivamente.

A variação das principais taxas de câmbio no conjunto do mês foi a seguinte: depreciação do dólar face ao euro (4,38%), à libra (4,07%) e ao iene (3,2%), e subida do euro em relação ao iene e à libra (1,04% e 0,14%, respectivamente).

**O euro voltou a suportar a maior parte do ajustamento em baixa da moeda norte-americana no mês de Novembro, valorizando-se nos principais câmbios.** A expectativa

de que o Banco Central Europeu não irá intervir no mercado cambial (quer isoladamente quer em concertação com outros bancos centrais) também contribuiu para o movimento ascendente do euro, com as poucas declarações de responsáveis da autoridade monetária a indicarem alguma tolerância face a uma moeda mais forte (apenas foi condenado o excesso de volatilidade no início do mês, reiterando a conclusão da última reunião do G7, em Outubro). O euro reagiu ainda em alta à possibilidade de reforço da divisa nas reservas do Banco Central Russo, em substituição do dólar, exemplo que poderá ser seguido por outros bancos centrais.

**No Japão, a rápida subida do iene face à moeda norte-americana desencadeou uma série de declarações de desagrado por parte de responsáveis nipónicos, que indicaram a forte probabilidade de retoma das intervenções cambiais.** As declarações não foram suficientes para travar a descida da moeda japonesa, que também quase não reagiu à revisão em baixa do crescimento nipónico. Recorde-se que as autoridades nipónicas vinham a aceitar um iene mais forte devido à recuperação da actividade económica no país, interrompendo as intervenções no mercado cambial a partir de Março.

**No caso da libra, a subida mensal de 4% face ao dólar foi a mais acentuada desde o início de 2004, reflectindo** não só o enfraquecimento da moeda norte-americana mas **também uma melhoria das perspectivas económicas do Reino Unido para 2005.** A divisa inglesa evidenciou ainda um menor ritmo de perda no câmbio com o euro, apresentando-se quase inalterada entre as sessões de fecho de Outubro e Novembro.

## 5.2 Mercados Bolsistas Internacionais

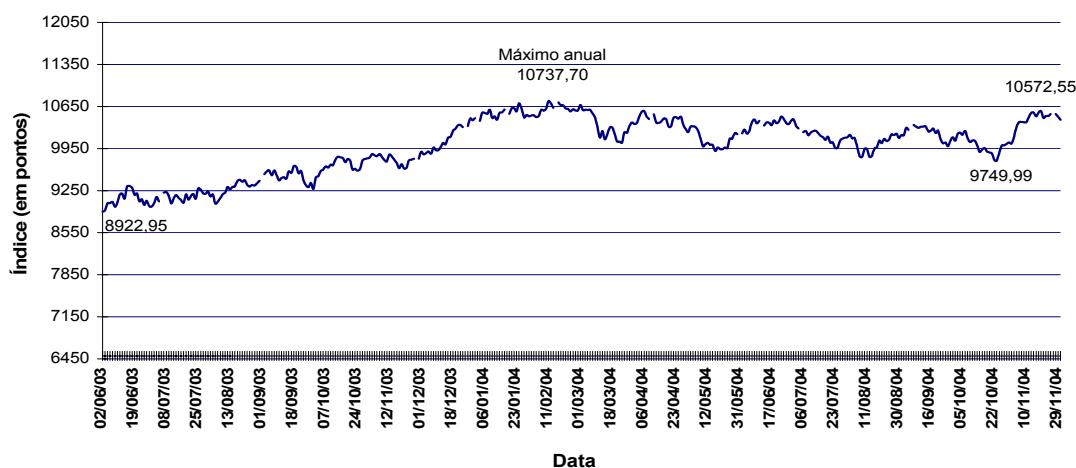
**Em Novembro assistiu-se a uma subida generalizada dos principais mercados accionistas internacionais, impulsionados pela recuperação da bolsa norte-americana** depois da reeleição do Presidente George Bush e da descida do preço do petróleo.

Nos Estados Unidos, **a vitória eleitoral de Bush foi particularmente favorável para os títulos de sectores tradicionais como a farmacêutica, a defesa, o petróleo** (habitualmente os mais beneficiados com uma vitória republicana), **reflectindo-se na subida mensal de quase 4% do índice Dow Jones Industrials (DJI), que vinha a recuar nos últimos três meses.** No entanto, o índice tecnológico Nasdaq voltou a apresentar o melhor desempenho mensal, com um ganho de 6,1% (após 4,1% em Outubro), passando a apresentar uma subida de 4% em variação acumulada no ano, que compara com a quebra de 0,3% no índice DJI. O sector da distribuição também esteve em destaque no mês de Novembro, depois de confirmado

o acordo de compra da Sears, Roebuck e C.<sup>a</sup> pela Kmart, criando a terceira maior empresa do ramo (volume de negócios conjunto de 55 mil milhões de dólares), a seguir à Wal-Mart e à Home Depot.

**A valorização das acções e a reeleição de Bush** (associado à deterioração das contas públicas) **reflectiu-se numa menor procura no mercado de dívida pública norte-americana. Os títulos do Tesouro foram ainda penalizados pelos sinais de venda por parte de alguns bancos centrais a nível internacional** (nomeadamente asiáticos), visando reduzir o peso do dólar nas suas carteiras de activos de reserva face ao movimento descendente da moeda norte-americana. Deste modo, a taxa de juro implícita nos títulos do Tesouro a 10 anos registou uma subida acentuada ao longo de Novembro, passando de 4,09% no dia 1 para 4,36% na última sessão do mês, que constitui o valor mais elevado desde meados de Agosto.

Estados Unidos - índice Dow Jones Industrials

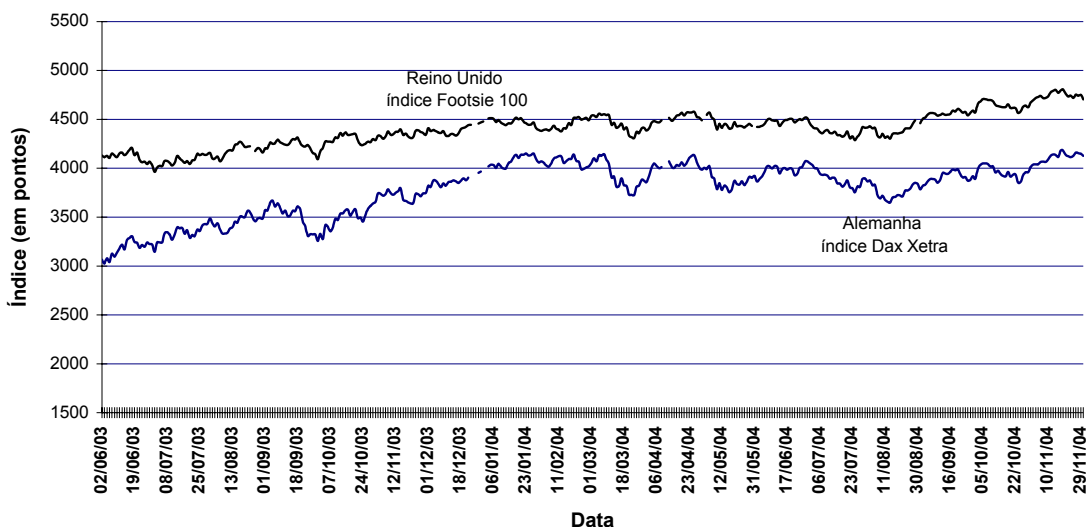


Nota: gráfico elaborado a partir das cotações do índice no fecho de cada sessão, e não de forma contínua

**As praças de Londres e Frankfurt beneficiaram com a descida do preço do petróleo e o maior dinamismo do mercado norte-americano, registando máximos de mais de dois anos nos respectivos índices de referência.** O índice alemão Dax-Xetra registou uma subida mensal mais elevada que o inglês Ftse-100 (4% e 1,7%, respectivamente), mas continuou a apresentar um pior desempenho em variação acumulada no ano (ganho de 4%, menos 1 ponto que o Ftse-100). A apreciação significativa do euro em Novembro terá impedido uma valorização ainda mais acentuada do índice alemão, receando-se o impacto desfavorável sobre a economia germânica. Note-se que a expectativa de apreciação da moeda se tem revelado genericamente favorável aos títulos da zona euro, dado o retorno associado ao efeito cambial, mas o

fortalecimento excessivo poderá ter o impacto oposto, por via de uma menor actividade económica na região.

### Alemanha e Reino Unido



Nota: gráfico elaborado a partir das cotações do índice no fecho de cada sessão, e não de forma contínua

**A bolsa japonesa acompanhou a recuperação do mercado norte-americano durante a primeira metade de Novembro, mas perdeu parte dos ganhos no final do mês** devido ao recuo do sector exportador, penalizado pela apreciação do iene para um máximo de quase cinco anos face à moeda norte-americana. O índice de referência Nikkei-225 registou uma subida mensal de 1,2%, aumentando o ganho acumulado no ano para 2,1%.

### 5.3. Mercados de Matérias-Primas

|                         | 2000   | 2001   | 2002   | 2003  | Jun    | Jul    | Ago    | Set    | Out    | Nov    |
|-------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Brent (Mar do Norte)    | 28,52  | 25,00  | 25,00  | 28,52 | 35,63  | 37,63  | 41,79  | 43,38  | 49,48  | 44,23  |
| Alumínio (99,7% pureza) | 1569,4 | 1455,6 | 1364,7 | 1431  | 1677,5 | 1708,9 | 1690,8 | 1733,8 | 1821,6 | 1813,9 |
| Algodão                 | 60,05  | 42,98  | 41,39  | 62,78 | 64,91  | 57,27  | 54,02  | 56,59  | 52,75  | 49,26  |

Valores em dólares americanos referentes aos contratos futuros de expiração mais próxima; preços anuais: média das cotações mensais; preços mensais: média do valor médio das cotações diárias de fecho.

Unidades: *brent*: dólares por barril; alumínio (99,7 % de pureza): dólares por tonelada; algodão: cêntimos de dólar por libra de peso (1 libra de peso equivale a 453,6 gramas).



**Depois de subidas sucessivas desde Julho, o preço médio do brent baixou 10,6% em Novembro, passando a fixar-se em 44,23 dólares por tonelada.** Para esta subida contribuíram os anúncios relativos à subida das reservas norte-americanas.

**A cotação média do alumínio estabeleceu-se em 1813,9 dólares por tonelada, o que traduz uma ligeira redução (de 0,4%) face ao resultado obtido em Outubro.**

**O preço médio do algodão baixou 6,6%, situando-se em 49,26 cêntimos de dólar por libra de peso.**

#### **5.4. Comércio Internacional / Organização Mundial de Comércio (OMC)**

**No decurso da décima cimeira da Associação das Nações do Sudeste Asiático (ASEAN), os dez países membros acordaram com a China eliminar barreiras alfandegárias a partir do próximo ano, prevendo-se que o processo esteja concluído em 2010.** O acordo celebrado contempla apenas a circulação de produtos, não abrangendo ainda a prestação de serviços.

#### **5.5. Organizações Económicas Internacionais**

**De acordo com o Banco Mundial, o crescimento da economia mundial deverá situar-se, este ano, em 4%, abrandando para 3,2% em 2005.** Esta organização sublinha o papel desempenhado pelas economias dos países em dias de desenvolvimento, que deverão crescer 6,1% em 2004. Apesar da evolução favorável esperada, o Banco Mundial realça alguns riscos subjacentes às suas previsões, designadamente no que respeita aos défices público e externo dos EUA, aos elevados e voláteis preços do petróleo e ao insustentável crescimento da economia chinesa.

**O FMI reviu em baixa a projecção para o crescimento económico mundial em 2005 inscrita nas perspectivas económicas de Outono, situando-a em 4%** (contra os 4,3% anteriores). Na base do menor crescimento agora esperado estão os aumentos verificados nos preços do petróleo e a desvalorização do dólar. O Fundo destaca a necessidade de os EUA corrigirem os seus défices, de a Europa e o Japão reforçarem o seu potencial de crescimento e de os regimes cambiais dos países asiáticos reflectirem melhor os fundamentos da economia.

**Da reunião das vinte principais economias mundiais (G-20), realizada em Berlim, surgiu um apelo aos EUA no sentido de reduzirem os seus défices externo e público e às economias asiáticas para flexibilizarem as suas taxas de câmbio.**

**Teve lugar em Santiago de Chile a reunião anual do Fórum de Cooperação Económica Ásia-Pacífico (APEC), tendo terminado com o acordo na definição de medidas tendentes a pôr cobro ao terrorismo,** nomeadamente para impedir o acesso de terroristas ao sistema financeiro internacional, **bem como no relançamento das negociações multilaterais no âmbito da OMC.** A este respeito, concordaram na necessidade de facilitar o acesso aos mercados, designadamente aos agrícolas, eliminando os factores de distorção, como as subvenções agrícolas.

**A Austrália e os EUA firmaram um acordo comercial bilateral, que deverá entrar em vigor em Janeiro de 2005.** O acordo foi concretizado apesar de as pretensões da Austrália não terem sido atendidas na íntegra, nomeadamente no acesso dos seus produtos agrícolas ao mercado norte-americano.

## ECONOMIA NACIONAL

### 1. Envolvente Política, Social e Económica

#### *Contas Nacionais e Projecções Macroeconómicas*

No seu mais recente Boletim Económico, o Banco de Portugal (BdP) manteve a anterior previsão para o crescimento do PIB em 2004, situando o ponto médio do intervalo de previsão em **1,25%** (depois de em 2003, o PIB português ter baixado 1,3%), **sendo, no entanto, introduzida uma alteração significativa na composição do crescimento da economia portuguesa. Com efeito, é agora esperado um maior crescimento da procura interna** (cerca de 1,75%, mais 0,75 p.p. que o ponto médio do intervalo de previsão apresentado em Junho) **e, sobretudo, uma aceleração muito mais significativa das importações** (cujo crescimento se situará em torno de 8%, mais 3,75 p.p. que as anteriores projecções).

**A evolução das importações**, e não obstante o maior crescimento também perspectivado para as exportações (de 7,5%, que compara com os 5,75% avançados em Junho), **levará a que o contributo das exportações líquidas para o crescimento do PIB seja negativo**. Consequentemente, **deverá assistir-se a um agravamento do défice conjunto das balanças corrente e de capital, que se deverá situar em torno de 5% do PIB** (3,6% do PIB, em 2003). A evolução das exportações será impulsionada por uma aceleração da procura externa dirigida à economia portuguesa.

**Relativamente à procura interna, as actuais projecções revêem em alta o crescimento de todas as suas rubricas, apontando para aumentos de 2% no consumo privado, de 0,6% no consumo público e de 1,75% na FBCF.**

A aceleração esperada para o consumo privado (depois de em 2003 ter observado uma quebra de 0,7%) é explicada pela alteração de expectativas das famílias, a partir de finais de 2003, influenciadas pela percepção de que a progressão do desemprego seria menos acentuada do que o esperado e que o esforço de consolidação orçamental seria menos intenso do que o anunciado. Acresce o estímulo proporcionado pela realização do campeonato europeu de futebol.

O consumo público deverá acelerar apenas marginalmente o seu crescimento face a 2003, que decorrerá de uma maior taxa de crescimento prevista para as despesas em bens e serviços que mais que compensará a desaceleração das despesas com pessoal.

A FBCF, depois de dois anos sucessivos de quebras (tendo em 2003 baixado 9,6%), deverá registar em 2004 um aumento de aproximadamente 1,75%, numa evolução favorecida pela

manutenção de baixas taxas de juro. Por componentes, apenas o investimento em construção deverá apresentar uma taxa de variação negativa.

O BdP insistiu na necessidade de serem as exportações o motor de crescimento da economia, com uma recuperação moderada e desfasada da procura interna. Alertou ainda para a situação das finanças públicas, sublinhando o papel que o esforço de consolidação orçamental deve ter no curto prazo para moderar a procura interna, facilitando o retorno a um padrão mais equilibrado de crescimento.

**Nas Previsões de Outono da OCDE, foi revista em alta a taxa de crescimento para o PIB para o corrente ano, situando-se agora em 1,5%** (o que compara com os 0,8% avançados na Primavera). **A sustentar esta evolução estarão as exportações** (cujo crescimento foi revisto em alta em 2,1 p.p. para 7,3%) **e as componentes da procura interna privada**, com o consumo privado a crescer 2% e a FBCF 2,6% (contra as anteriores previsões de 1,5% e 1,8%, respectivamente). Por seu turno, o consumo público deverá aumentar 0,5% (na Primavera, era projectado um decréscimo de 1%), conduzindo a um crescimento da procura interna de 1,8%, depois de dois anos consecutivos de quebras.

**Apesar da progressão perspectivada para as exportações, o crescimento de 7,1% das importações levará, ao contrário do que se verificou nos anos anteriores, a um contributo negativo das exportações líquidas para o crescimento**, que deverá continuar a observar-se em 2005 e em 2006.

**A recuperação da economia portuguesa deverá prosseguir nos dois próximos anos, com o PIB a crescer 2,2% em 2005 e 2,8% em 2006**, sendo de realçar a manutenção do papel dinamizador das exportações e a aceleração no crescimento da FBCF.

**A taxa de desemprego deverá ainda aumentar em 2005, situando-se em 6,6%, reduzindo-se no ano seguinte para 6,1%. Já a taxa de inflação prosseguirá a sua tendência descendente, passando de 2,5%, em 2004, para 2% e 1,8% nos dois anos seguintes.**

No que respeita as finanças públicas, a OCDE alerta para o facto de o objectivo de um défice orçamental abaixo de 3% só poder ser atingido, em 2004, através do recurso a medidas extraordinárias.

**Contas Públicas e Sistema Fiscal****Estimativa de Execução Orçamental do Estado – de Janeiro a Novembro de 2004**

|   | <b>Jan-Nov<br/>2003</b> | <b>Jan-Nov<br/>2004</b> | <b>ΔHomóloga<br/>%</b> |
|---|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| Receita Corrente                        | 25841,5                 | 27293,1                 | 5,6                    |
| Despesa Corrente                        | 30286,5                 | 31561,7                 | 4,2                    |
| Saldo Corrente                          | -4445,0                 | -4268,6                 | 4,0                    |
| Receita de Capital (1)                  | 561,4                   | 218,4                   | -61,1                  |
| Despesa de Capital (2)                  | 2953,6                  | 2917,7                  | -1,2                   |
| <b>Saldo de Execução<br/>Orçamental</b> | <b>-6837,2</b>          | <b>-6967,9</b>          | <b>-1,9</b>            |
| Saldo Primário                          | -2834,5                 | -3205,4                 | 13,1                   |
| Saldo incluindo activos<br>financeiros  | -6912,0                 | -7186,8                 | -4,0                   |

(valores em milhões de euros)

(1) não inclui activos financeiros; (2) não inclui os activos, nem os passivos financeiros, nem a transferência para o Fundo de Regularização da Dívida Pública;

**Nos onze primeiros meses do corrente ano, o défice do subsector Estado atingiu 6967,9 milhões de euros, traduzindo um ligeiro agravamento (de 1,9%) face ao resultado obtido no período homólogo de 2003.** O saldo de execução orçamental resultou de um défice corrente de 4268,6 milhões de euros e de um défice de capital de 2699,3 milhões de euros, tendo o primeiro registado uma melhoria de 4%, enquanto o segundo se agravou em 12,8%. **Note-se que este foi o primeiro mês, desde o início do ano, em que se verificou um aumento do défice acumulado do subsector Estado em comparação com o período homólogo do ano passado.**

**Para a evolução favorável do défice corrente contribuiu o acréscimo de 5,6% na receita, superior ao aumento ocorrido na despesa (de 4,2%).**

**Ao nível da receita corrente, continua a destacar-se a progressão nas receitas fiscais (com um aumento de 5,4%), tendo as receitas não fiscais observado um decréscimo de 9,2%.**

O aumento das receitas de impostos directos situou-se em 6,3%, tendo as receitas de IRS crescido 2,5%, enquanto as receitas de IRC aumentaram 18,6%. Nos impostos indirectos, é de realçar a manutenção dos decréscimos das receitas do imposto sobre o consumo do tabaco e sobre álcool e bebidas alcoólicas, bem como, numa evolução em sentido contrário, os aumentos

ocorridos na receita de IVA (6,9%) e na receita do imposto sobre produtos petrolíferos e energéticos (3,1%).

**No que diz respeito à despesa corrente, continuou a verificar-se uma redução dos juros e outros encargos (de 6%). O aumento da despesa corrente primária (de 5,8%)** resultou do decréscimo dos subsídios (em 15,2%), tendo as restantes principais componentes da despesa corrente primária observado aumentos, salientando-se, pelos valores que assumem, os aumentos de 8,3% nas transferências correntes e de 3,9% nas despesas com pessoal. Nestas últimas, constatou-se um aumento de 11,4% com as despesas do Orçamento de Estado com o sistema de Segurança Social, influenciado pela contribuição financeira para a Caixa Geral de Aposentações, enquanto que o comportamento das remunerações certas e permanentes permaneceu moderado (com um acréscimo de 0,4%). A explicar o aumento das transferências correntes estiveram, sobretudo, as transferências para a Administração Central e para a Segurança Social (influenciadas, neste caso, por alterações metodológicas).

**A deterioração do défice de capital prendeu-se com uma quebra das receitas bem mais acentuada que a ligeira redução nas despesas.**

**O Conselho de Ministros aprovou a transferência dos fundos de pensões da ANA (Aeroportos de Portugal), da Nav (Navegação Aérea), da Imprensa Nacional – Casa da Moeda (INCM) e da Caixa Geral de Depósitos (neste caso, apenas uma parte dos fundos) para a Caixa geral de Aposentações (CGA).** Estas operações totalizam 1980 milhões de euros, dos quais 1430 milhões dizem respeito à CGD. Àquele montante, juntam-se ainda 1000 milhões de euros de venda de património estatal que têm em vista permitir que o défice público português em 2004 fique abaixo de 3% do PIB.

#### ***Política Industrial e Comercial e Investimentos Públicos***

**A Comissão Europeia aprovou, no âmbito da reprogramação financeira do terceiro Quadro Comunitário de Apoio (QCA III), um reforço financeiro no montante de 1,3 mil milhões de euros (855 milhões de euros referentes à distribuição da Reserva de Eficiência e cerca de 501 milhões de euros relativos à Reserva de Programação).**

**Proveniente da Reserva de Eficiência, foi atribuído ao PRIME um reforço financeiro adicional superior a 101 milhões de euros.**

**O Conselho Económico e Social recomendou a criação de uma estrutura para coordenar a aplicação e avaliação da Estratégia de Lisboa, considerando que essa estrutura deveria envolver o Governo e o Parlamento e incentivar o debate sobre os progressos das metas em Portugal.**

**Os últimos dados de execução do PRIME, reportados a 30 de Novembro, revelam um total de 12003 projectos homologados, aos quais correspondem um montante de Despesa Pública de cerca de 4403,26 milhões de euros.**

Em termos de distribuição regional, **o Norte mantém-se em primeiro lugar, concentrando 43,3% do total de projectos homologados, 39,2% do investimento total e 41,9% da Despesa Pública Total** (estes valores não incluem a parte "Não Regionalizável" e "Multiregiões").

O presidente executivo da Agência Português para o Investimento (API) referiu, em jeito de balanço no segundo aniversário de actividade desta instituição, que **foram assinados 85 contratos correspondentes a um montante de investimento de 1700 milhões de euros.**

**A partir de 1 de Janeiro de 2005 entra em vigor a nova definição de micro, pequenas e médias empresas (PME), adoptada pela Comissão Europeia em Maio de 2003.** Apesar dos Estados-Membros e das instituições financeiras, BEI (Banco Europeu de Investimento) e FEI (Fundo Europeu de Investimento), não estarem obrigados a respeitar a definição comum de micro, pequenas e médias empresas, a conformidade das empresas com a mesma é obrigatória em matéria de auxílios estatais para que possam beneficiar de um tratamento preferencial em relação às outras empresas (quando tal tratamento for autorizado pela regulamentação comunitária), sendo igualmente vinculativa em matéria de aplicação dos fundos estruturais europeus e dos programas comunitários.

#### **Efectivos e limiares financeiros que definem as categorias de empresas**

| <b>Categoria</b> | <b>Número de<br/>Trabalhadores</b> | <b>Volume<br/>de Negócios</b> | <b>Balanco<br/>Total</b> |
|------------------|------------------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Média Empresa    | < 250                              | = 50 M€                       | = 43 M€                  |
| Pequena Empresa  | < 50                               | = 10 M€                       | = 10 M€                  |
| Microempresa     | < 10                               | = 2 M€                        | = 2 M€                   |

M€: Milhões de euros

Fonte: Recomendação da Comissão 2003/361/CE

#### **Privatizações e Empresas Públicas**

**O Conselho de Ministros aprovou a privatização da totalidade do capital da Portucel Tejo – Empresa de Celulose do Tejo, que será realizada através da venda de 95% do**

**capital social por concurso público, sendo os restantes 5% vendidos a trabalhadores e pequenos subscritores, numa segunda fase.** O preço mínimo por acção será de 5,33 euros.

**O Conselho de Ministros aprovou a privatização de 39,9% do capital da EDA – Electricidade dos Açores, uma operação em que, na primeira fase, será vendido, em concurso público, um lote indivisível correspondente a 33,92% do capital e, na segunda, serão reservados a pequenos subscritores e emigrantes 5,98% do capital.** As acções reservadas a pequenos subscritores e emigrantes serão vendidas a 5,22 euros por acção, incorporando um desconto de 5%.

**A CP e a Refer vão investir cerca de 23 milhões de euros na reabilitação da linha ferroviária do Algarve,** dos quais cerca de 20 milhões de euros se referem a investimentos ao nível da própria via e sinalização.

**A Globalia e a TAP pretendem apostar no crescimento da SPdH** (Serviços Portugueses de Handling), **designadamente através do concurso às concessões dos aeroportos em Espanha.** Espera-se que a SpdH encerre o corrente ano com um volume de negócios de 127 milhões de euros.

**O Governo prepara-se para privatizar a unidade de manutenção de engenharia da TAP, para o que procederá à cisão daquela actividade e à criação de uma empresa autónoma da companhia de transporte aéreo.**

**A TAP prevê fechar o exercício de 2004 com um endividamento de 640 milhões de euros, o que reflecte uma redução das dívidas de 15,3% face aos 756 milhões de euros contabilizados em 2003.** A empresa mantém o objectivo de atingir um resultado líquido de 15,3 milhões de euros, menos 5 milhões do que no ano passado.

**A Portugal Telecom registou, nos primeiros nove meses do ano, um lucro de 456 milhões de euros, o que traduz um crescimento de 63,4% em termos homólogos.**

**Em 2004, o investimento global da PT deverá perfazer 1200 milhões de euros, dos quais 750 milhões foram aplicados no território nacional,** sendo que 210 milhões de euros foram canalizados para o negócio fixo da operadora, sobretudo no desenvolvimento da banda larga, que até 2006 deverá absorver um investimento de 600 milhões de euros.



**O Estado vai aumentar o capital da CGD em 800 milhões de euros, para 3,25 milhões, dos quais 400 milhões serão entregues em dinheiro e servirão para financiar a realização de um reforço adicional do fundo de pensões.** O restante aumento de capital, a concretizar mediante entrega de activos, visa permitir desenvolver uma política de investimentos que melhore o posicionamento do banco público e a sua competitividade.

**Com a quinta fase de reprivatização da EDP, o Estado obterá um encaixe bruto de 516,3 milhões de euros.** Este montante contempla 452,9 milhões de euros relativos à venda directa de um lote de acções detidos pela Direcção Geral de Turismo (DGT) à EDP, a qual as colocará na posse da Cajastur até ao final do ano, no âmbito do seu reforço no capital da Hidrocantábrico, e 63,49 milhões de euros, provenientes da venda de 793,6 milhões de direitos à CGD. **Após estas operações, o Estado ficará a deter, directamente, 20,49% do capital do grupo eléctrico nacional** (10,55% por intermédio da Parpública e 9,94% via DGT).

**O resultado líquido do grupo CGD fixou-se em 370,9 milhões de euros nos nove primeiros meses do ano, o que reflecte uma diminuição de 27,3% face aos lucros registados em igual período de 2003.** A redução no lucro foi justificada pelo grupo com o aumento de 214% das provisões líquidas e com a redução dos resultados extraordinários.

**Os serviços da Direcção Geral da Concorrência da Comissão Europeia aconselharam o comissário Mário Monti a chumbar a aquisição da GDP pela EDP e pela ENI.** O Presidente do grupo EDP, com o intuito de fazer reverter a posição da CE, chegou a disponibilizar-se para alargar as cedências que constavam da última proposta enviada ao executivo comunitário, mas a iniciativa revelou-se insuficiente. Entre as novas exigências de Bruxelas à EDP constavam a venda da central de ciclo combinado do Carregado e a alienação da Lisboagás e da Portgás.

#### ***Outros Assuntos Relevantes***

**O Governo apresentou um plano para reduzir a dependência do país face ao petróleo, tendo como objectivo diminuir, até 2010, a factura energética em 15% e a intensidade energética em 20%.** Entre as áreas de actuação previstas, algumas das quais constantes de orientações definidas desde 2003, contam-se: o apoio ao desenvolvimento da energia eólica, o aproveitamento do potencial hídrico, o desenvolvimento de outras fontes de energia, como o hidrogénio, a liberalização do sector do gás natural, a promoção do transporte público, o aumento da eficiência energética dos veículos e o relançamento da cogeração.

## 2. Economia Monetária e Financeira

### 2.1. Taxas de Juro

| TAXAS          | Euribor |          | Obrigações do Tesouro |         |
|----------------|---------|----------|-----------------------|---------|
|                | 6 meses | 12 meses | 5 anos                | 10 anos |
| 03: I          | 2,715   | 2,394    | 3,181                 | 4,092   |
| 03: II         | 2,091   | 2,060    | 2,804                 | 3,926   |
| 03: III        | 2,109   | 2,130    | 2,992                 | 4,102   |
| 03: IV         | 2,174   | 2,311    | 3,265                 | 4,362   |
| 04: I          | 1,936   | 1,983    | 2,662                 | 3,968   |
| 04: II         | 2,195   | 2,426    | 3,669                 | 4,411   |
| Julho 04       | 2,201   | 2,387    | 3,548                 | 4,301   |
| Agosto 04      | 2,166   | 2,296    | 3,305                 | 4,100   |
| Setembro 04    | 2,212   | 2,392    | 3,296                 | 4,064   |
| Outubro 04     | 2,196   | 2,307    | 3,140                 | 3,940   |
| 5 Novembro 04  | 2,206   | 2,323    | 3,204                 | 3,978   |
| 12 Novembro 04 | 2,211   | 2,314    | 3,077                 | 3,867   |
| 19 Novembro 04 | 2,228   | 2,346    | 3,090                 | 3,823   |
| 26 Novembro 04 | 2,209   | 2,296    | 2,992                 | 3,749   |
| 30 Novembro 04 | 2,210   | 2,302    | 3,025                 | 3,774   |

Fonte: Banco de Portugal e Reuters; valores em percentagem; taxas anualizadas a 360 dias.

Nota: Valores trimestrais (mensais): última taxa do trimestre (mês); os valores para as Obrigações do Tesouro referem-se às *yields* do mercado secundário.

**As taxas de juro do mercado monetário interbancário apresentaram, em geral, variações de pouco relevo no cômputo de Novembro. No entanto, em termos intramensais houve uma significativa disparidade de andamento entre as diferentes maturidades,** com algumas taxas a evidenciarem oscilações importantes. Quanto às taxas Euribor de mais curto prazo, a evolução foi monótona ao longo do período em análise, mantendo-se o perfil de subida muito gradual dos dois meses anteriores. Já as taxas Euribor para as maturidades mais longas (a partir dos seis meses) registaram uma variação virtualmente nula no cômputo do mês, com os movimentos de subida no início e em meados de Novembro (com a taxa a seis meses a alcançar o valor máximo de onze meses) a serem compensados pelos recuos no resto do mês. O comportamento das taxas nos prazos mais longos do mercado monetário reflectiu, em grande medida, as oscilações das *yields* no mercado obrigacionista. Neste quadro, a inclinação da *yield curve* do mercado monetário observou uma nova redução, fixando-se assim em 12,8 pontos-base no final de Novembro (o valor mais baixo em sete meses).

**Relativamente às *yields* no mercado secundário obrigacionista (Obrigações do Tesouro), Novembro foi já o sexto mês consecutivo de queda** (em valores de final de período) acompanhando os mercados obrigacionistas internacionais. A evolução foi irregular ao longo do mês, mas o movimento descendente acabou por predominar, dada a pressão colocada pelas expectativas de mercado quanto a um movimento prolongado de apreciação do euro. Ao contrário do que vem sendo habitual, os movimentos mais acentuados incidiram sobre os prazos

mais longos, levando a uma atenuação da inclinação da *yield curve* para 74,9 pontos-base (cinco *versus* dez anos, com valores de final de período). Recorde-se que o valor de final de Outubro havia constituído um máximo de seis meses.

## 2.2. Situação Monetária

|                                   | 03:<br>II | 03:<br>III | 03:<br>IV | 04:<br>I | 04:<br>II | Jun-<br>04 | Jul-<br>04 | Ago-<br>04 | Set-<br>04 |
|-----------------------------------|-----------|------------|-----------|----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Agregados Monetários</b>       |           |            |           |          |           |            |            |            |            |
| M <sub>3</sub>                    | 1,0       | 1,6        | 3,2       | 3,1      | 3,6       | 3,0        | 3,3        | 2,2        | 2,7        |
| <b>Agregados Creditícios*</b>     |           |            |           |          |           |            |            |            |            |
| Crédito Interno Total             | 6,2       | 5,4        | 2,9       | 3,1      | 2,4       | 2,0        | 2,3        | 2,7        | 4,3        |
| Crédito a Emp. e Particulares     | 6,1       | 4,5        | 2,3       | 2,1      | 2,6       | 2,2        | 3,1        | 3,1        | 4,1        |
| Crédito Líquido ao Sector Público | 9,5       | 53,6       | 36,6      | 75,0     | -6,3      | -7,2       | -23,0      | -9,8       | 12,7       |

Fonte: Banco de Portugal; taxas de variação percentual face ao período homólogo do ano anterior.

\* Nota: Tratam-se de dados brutos, não ajustados pelos montantes cedidos em operações de titularização de créditos.

**Depois do significativo abrandamento do mês anterior, o agregado monetário M<sub>3</sub> nacional acelerou um pouco em Setembro**, impulsionado pelo maior dinamismo do crédito interno (tanto na componente privada como pública).

**Contudo, no cômputo do terceiro trimestre, aquele indicador acabou por apresentar uma clara desaceleração, evidenciada pela redução de 0,9 pontos percentuais da taxa de variação homóloga média para 2,7%** (representando o ritmo de expansão mais baixo dos últimos quatro trimestres). Atendendo à óptica dos factores de criação monetária, a diminuição do ritmo de expansão da liquidez detida na economia foi explicado pela acentuação do ritmo de deterioração da posição líquida das instituições monetárias face ao exterior, que mais que compensou a aceleração do crédito interno total.

**A taxa de variação homóloga do crédito interno aumentou no terceiro trimestre de 2004 para 3,1%, afastando-se do valor historicamente muito baixo (2,4%) registado no trimestre precedente.** Esta aceleração do crédito interno **reflectiu somente o maior dinamismo do crédito dirigido ao sector privado, o qual** passou para uma taxa de variação homóloga de 3,4% (mais 0,8 pontos percentuais que no segundo trimestre). É de recordar que este indicador evidenciou o seu período de menor dinamismo no primeiro trimestre deste ano. Em termos sectoriais, foi notória a aceleração da componente dirigida aos particulares, em contraste com o prolongamento da trajectória de abrandamento no caso do crédito às empresas (note-se, porém, que ambos os agregados, quando corrigidos do efeito da cedência de empréstimos bancários mediante operações de titularização, mantiveram o ritmo de expansão do segundo trimestre).

**Por seu turno, verificou-se uma ligeira acentuação do ritmo de contracção do crédito bancário ao sector público no cômputo do terceiro trimestre** (líquido de depósitos à Administração Central). A sua taxa de variação homóloga fixou-se em -6,7%, face a -6,3% no segundo trimestre e em contraste com o crescimento observado durante boa parte de 2003 e início de 2004. Note-se, no entanto, que enquanto a contracção deste agregado de crédito no segundo trimestre do corrente ano se deveu a uma forte subida dos depósitos da Administração Central, no terceiro trimestre tal foi possível devido à acentuada perda de dinamismo do crédito bruto às Administrações Públicas (em 4,8 pontos percentuais, para 5,7%).

### 2.3. Mercado de Valores Mobiliários

#### ÍNDICE PSI-20 DO MERCADO CONTÍNUO DE ÂMBITO NACIONAL (valores de fecho das sessões de início e fim das semanas de Novembro)

| Seg, 1   | Sexta, 5 | Seg, 8   | Sexta, 12 | Seg, 15  | Sexta, 19 | Seg, 22  | Sexta, 26 | Seg, 29  | Terça, 30 |
|----------|----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|
| 7.529,80 | 7.511,28 | 7.530,19 | 7.614,82  | 7.559,75 | 7.552,95  | 7.578,21 | 7.605,34  | 7.570,60 | 7.523,10  |

*Índice composto pelo cabaz das 20 acções mais importantes do mercado, sujeito a uma revisão semestral; Jan 1993 = 1000*

**A bolsa portuguesa registou uma valorização inferior à das principais praças internacionais no mês de Novembro**, face à tomada de mais valias em alguns títulos nacionais, **mas continuou a apresentar uma comparação bastante favorável em saldo acumulado no ano**. O índice de referência nacional PSI-20 passou a acumular um ganho de 11,5% desde o início de 2004, depois de uma subida mensal de 0,8% em Novembro, a terceira consecutiva. Apesar da valorização dos últimos meses, o PSI-20 ultrapassou apenas ligeiramente o patamar dos 7600 pontos, ainda bastante abaixo do máximo anual de 7952,52 registado em Março, antes dos atentados em Madrid.

**O valor negociado em bolsa registou uma subida mais acentuada no mês de Novembro**, tanto em comparação mensal (32,1%) como em variação homóloga (77,9%), aumentando para 44,7% a taxa de crescimento no total acumulado desde o início de 2004. **Passado um ano sobre a migração da Bolsa de Lisboa para a plataforma pan-europeia Euronext, o efeito sobre a liquidez dos títulos nacionais** (por via de uma maior exposição internacional) **afigura-se positivo, embora seja difícil de isolar face à melhoria da conjuntura nos mercados de acções** (apenas interrompida pelos atentados de Madrid em Março de 2004), impulsionando os totais transaccionados no exterior e em Portugal.

**O andamento do PSI-20 em Novembro foi penalizado pela desvalorização significativa da EDP** (quebra mensal de quase 4%), **que tem uma das ponderações mais elevadas do**

**índice** (17,2%). A Energias de Portugal recuou com a perspectiva de rejeição da Comissão Europeia à integração do negócio do gás, no âmbito da reestruturação do mercado de energia a nível ibérico, tendo ainda oscilado bastante em função da negociação dos direitos de subscrição ao aumento de capital anunciado recentemente. A PT e o BCP, que representam em conjunto quase 40% do índice, contrariaram apenas parcialmente o andamento negativo da EDP, registando subidas mensais de apenas 0,8% e 1,6%, respectivamente. A empresa de telecomunicações travou a trajectória de recuperação com a reentrada agressiva da Sonae.com no mercado de banda larga por rede fixa e a maior pressão concorrencial no negócio móvel do Brasil (que se traduziu na compressão de margens evidenciada pelos resultados trimestrais), enquanto o BCP continuou a valorizar-se devido ao anúncio de distribuição de um dividendo intercalar, embora bastante menos que no mês anterior. Nos restantes títulos, destacou-se a subida mensal de 13,4% da Impresa (a mais elevada entre os títulos dos PSI-20), em resultado da divulgação de resultados favoráveis e do reforço de posição na SIC com a compra dos 41% detidos pelo BPI. Os títulos do Grupo Sonae também estiveram em evidência no mês de Novembro, com a Sonae.com a valorizar-se 6,3% face ao bom desempenho da Optimus (para além reentrada no negócio de Internet de banda larga, acima referida) e a Sonae SGPS a registar uma progressão de 3,1%, para o que contribuiu em larga medida a saída da Carrefour da estrutura accionista da participada Modelo Continente.

**Do lado das perdas, o desempenho mensal mais negativo entre os títulos do PSI-20 pertenceu à Gescartão** (quebra de 4,6%), seguido da quebra já mencionada de 3,9% na EDP.

### 3. Economia Real

#### 3.1. Actividade Económica Global

**O indicador coincidente de actividade económica do Banco de Portugal revelou, em Outubro, um novo ligeiro abrandamento.** A sua taxa de variação homóloga recuou para 1,5%, face a 1,7% e 1,6% nos dois meses precedentes (valores revistos ligeiramente em baixa). O indicador sugere, assim, alguma desaceleração do PIB no início do quarto trimestre de 2004.

**A última informação qualitativa disponibilizada pelo INE sugere uma evolução negativa da actividade produtiva nos três ramos de actividade acompanhados durante o quarto trimestre, em paralelo com alguma deterioração do clima de confiança empresarial.**

**De acordo com as avaliações dos empresários da construção, o sector apresentou uma deterioração da actividade corrente no cômputo de Outubro e Novembro,** embora devido sobretudo à evolução negativa neste último mês. O subsector das obras públicas foi o mais afectado (seguido da construção de habitação), depois ter sido o principal motor da recuperação observada nos trimestres anteriores. Já as apreciações relativas à carteira de encomendas

continuaram a subir, impulsionadas por ambos os subsectores, mas o indicador de confiança global ficou virtualmente estabilizado no nível médio do terceiro trimestre (o valor mais elevado de dois anos).

**As opiniões dos empresários do comércio apontam para uma evolução negativa da actividade corrente tanto no comércio a retalho como no grossista** no conjunto de Outubro e Novembro. No mesmo período, observou-se uma degradação das expectativas de actividade para os próximos meses, ainda que devido apenas à evolução desfavorável de Novembro. Em conjunto com uma (ligeira) subida de *stocks*, tal levou a uma descida do indicador de confiança, que retomou assim o nível do primeiro trimestre de 2004.

**Finalmente, as opiniões dos empresários da indústria transformadora quanto à produção corrente estabeleceram no período já decorrido do quarto trimestre um nível médio bastante inferior ao do trimestre anterior**, apesar da recuperação registada em Novembro. Em simultâneo, o indicador de confiança do sector recuou para os níveis do segundo trimestre (depois do máximo de dois anos estabelecido no terceiro trimestre), num quadro de alguma deterioração as carteiras de encomendas (na componente doméstica) e de subida dos *stocks* de produtos acabados.

### 3.2 Procura Interna

**De acordo com os dados disponíveis para os principais indicadores de conjuntura, a procura interna deverá ter registado, no início do quarto trimestre de 2004, uma redução do contributo para a evolução do produto.** Destaca-se o menor dinamismo do investimento empresarial e da despesa das famílias em bens de consumo duradouro.

#### 3.2.1. Consumo

|   | <i>Fonte</i> | 03:<br>III | 03:<br>IV | 04:<br>I | 04:<br>II | 04:<br>III | Jul<br>04 | Ago<br>04 | Set<br>04 | Out<br>04 |
|---|--------------|------------|-----------|----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Indic. Confiança dos Consumidores <sup>(1)</sup>      | <i>INE</i>   | -39        | -35       | -36      | -35       | -32        | -33       | -32       | -32       | -33       |
| Venda de automóveis não comerciais                    | <i>DGEP</i>  | -12,0      | 6,7       | 4,0      | 7,6       | 0,3        | -7,9      | 5,0       | 3,7       | 4,4       |
| Importações de bens de consumo <sup>(2)</sup>         | <i>INE</i>   | 1,5        | 0,7       | 7,0      | 9,1       | -          | 8,9       | 8,6       | -         | -         |
| Procura interna de bens de consumo <sup>(1)</sup>     | <i>INE</i>   | -38        | -38       | -35      | -32       | -33        | -30       | -29       | -33       | -35       |
| Volume de negócios do comércio retalho <sup>(4)</sup> | <i>INE</i>   | -2,8       | -2,1      | 0,0      | 2,0       | 3,0        | 1,2       | 4,3       | 3,6       | 4,4       |
| Crédito ao consumo <sup>(3)</sup>                     | <i>BP</i>    | 8,4        | 10,0      | 6,7      | 10,7      | 7,1        | 7,4       | 6,3       | 7,5       | -         |

Taxas de variação face ao período homólogo do ano anterior, em percentagem (salvo indicação em contrário);

(1) Inquéritos de Conjuntura aos Consumidores e à Indústria Transformadora; saldo de respostas extremas (média móvel de 3 meses);

(2) Taxa de variação percentual acumulada no ano face ao período homólogo do ano anterior;

(3) Indicador não corrigido de operações de titularização de crédito.

(4) Taxa de variação homóloga em termos reais; índices corrigidos dos dias úteis.

**Depois do abrandamento do consumo privado no terceiro trimestre**, determinado pela despesa com a aquisição de automóveis e de serviços correntes (sobretudo do ramo alimentar), **os dados disponíveis para o início do quarto trimestre (ainda sem informação para os serviços) revelam uma aceleração apenas do consumo de bens correntes**. Mantém-se, assim, o andamento díspar das diversas componentes deste agregado de procura interna.

No que toca a componente de bens duradouros domésticos, o abrandamento da despesa das famílias foi notório em Outubro (os dados do comércio a retalho indicam uma taxa de variação homóloga real apenas marginalmente positiva naquele mês), enquanto que no caso dos automóveis aquela terá mantido, grosso modo, o ritmo de expansão de Agosto e Setembro (pouco mais de 4%, a julgar pela evolução do volume de vendas de automóveis). Quanto ao consumo corrente, os dados do comércio a retalho indicam uma forte aceleração da componente de bens alimentares em Outubro, acentuando o movimento de recuperação dos três trimestres anteriores. A evolução desta rubrica mais que compensou a perda de dinamismo da despesa das famílias em bens não alimentares – o seu abrandamento contrastou com o forte crescimento do terceiro trimestre, embora a rubrica de vestuário e calçado tenha mantido um crescimento real muito forte (superior a 10%, em variação homóloga).

**Relativamente a indicadores prospectivos de consumo privado, os dados mostram que o indicador de confiança dos consumidores desceu em Outubro e Novembro para o nível médio do primeiro trimestre de 2004**, mas ainda assim bastante acima dos valores mínimos observados no início do ano passado. O recuo deveu-se sobretudo à marcada deterioração das expectativas das famílias quanto à evolução da situação económica geral e do desemprego nos próximos doze meses, em contraste dos registos bastante favoráveis do terceiro trimestre.

### 3.2.2. Investimento

|  | Fonte | 03:<br>III | 03:<br>IV | 04:<br>I | 04:<br>II | 04:<br>III | Jul<br>04 | Ago<br>04 | Set<br>04 | Out<br>04 |
|--|-------|------------|-----------|----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Indicador de FBCF <sup>(1)</sup>                   | INE   | -6,0       | -3,9      | -3,0     | -0,2      | 0,2        | 0,1       | 0,5       | 0,2       | -0,4      |
| Vendas de veículos comerciais                      | DGEP  | -3,2       | -4,3      | 4,0      | 11,8      | 2,6        | -2,6      | 5,1       | 5,4       | -1,7      |
| Importações bens de investimento <sup>(2)</sup>    | INE   | -1,6       | -2,9      | 10,6     | 12,3      | -          | 11,5      | 9,8       | -         | -         |
| Índice produção bens de investimento               | INE   | -6,5       | -7,6      | -3,8     | -2,7      | -4,0       | -0,2      | -13,1     | 1,4       | -9,9      |
| Vendas de cimento                                  | DGEP  | -16,7      | -9,7      | -1,3     | 0,0       | 0,7        | -8,2      | 10,2      | 0,0       | 20,1      |
| Crédito para compra de habitação <sup>(3)</sup>    | BP    | 8,7        | 3,6       | 2,6      | 3,6       | 5,0        | 4,7       | 4,7       | 5,6       | -         |
| Valor de obras públicas adjudicadas <sup>(4)</sup> | DGEP  | -27,2      | -18,4     | 20,1     | 30,2      | 33,4       | 21,2      | 26,5      | 33,4      | 34,8      |

Taxas de variação face ao período homólogo do ano anterior, em percentagem (salvo indicação em contrário);

(1) Variável estimada pelo INE através da agregação de séries referentes ao investimento em construção, em máquinas e equipamentos e em material de transporte; taxa de variação homóloga em média móvel de três meses.

(2) Sem material de transporte; taxa de variação percentual acumulada no ano face ao período homólogo do ano anterior.

(3) Indicador não corrigido de operações de titularização de crédito.

(4) Dados mensais: taxa de variação percentual acumulada no ano face ao período homólogo do ano anterior.

**A informação mais recente sobre a formação bruta de capital fixo (FBCF), já referente ao início do quarto trimestre, aponta para uma interrupção da trajectória de recuperação desta rubrica de procura interna.** A taxa de variação homóloga do indicador sintético de FBCF do INE foi de -0,4% no cômputo dos três meses até Outubro, caindo 0,6 pontos percentuais face ao registo do terceiro trimestre do ano.

Os dados disponíveis para o investimento em construção (indicadores de produção) permitem destacar a continuação da trajectória de recuperação nas obras públicas em Outubro (o indicador do valor dos trabalhos realizados teve uma variação homóloga de 21,5%, face a uma média de 11,9% no terceiro trimestre). Todavia, a julgar pelas opiniões dos empresários, o mês de Novembro deverá ter sido menos favorável tanto nas obras públicas como na construção de habitação, avaliação corroborada pela acentuada contracção das vendas de cimento no mesmo mês. Quanto ao investimento empresarial, os valores revistos dos indicadores qualitativos revelam uma deterioração da evolução da rubrica de máquinas e equipamento no terceiro trimestre em termos homólogos (quando inicialmente se apontava para uma melhoria), a qual se deverá ter acentuado em Outubro. Também as despesas de investimento em material de transporte deverão ter registado uma evolução negativa em Outubro, a julgar pelo comportamento das vendas de veículos comerciais (taxa de variação homóloga de -1,7%, face a 2,6% no terceiro trimestre).

**Quanto a perspectivas, o cenário não parece tão favorável como nos meses anteriores, sobretudo tendo em conta a deterioração, ainda que ligeira, da confiança empresarial** (variável significativamente correlacionada com o investimento empresarial) no cômputo de Outubro e Novembro. Contudo, no que toca o investimento em construção, os indicadores de potencial construtivo de obras públicas mantiveram-se favoráveis (continuou a verificar-se um importante crescimento das adjudicações de obras públicas em valor).

### 3.3 Emprego

#### INQUÉRITO TRIMESTRAL AO EMPREGO

|                             | 2003        |          |          | 2004     |          |          | tvph | tvpa |
|-----------------------------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------|------|
|                             | Média anual | 3º T     | 4º T     | 1º T     | 2º T     | 3º T     |      |      |
| População Total             | 10.445,1    | 10.454,5 | 10.476,2 | 10.484,8 | 10.497,2 | 10.515,8 | 0,6  | 0,2  |
| População Activa            | 5.460,3     | 5.465,7  | 5.474,0  | 5.454,4  | 5.471,9  | 5.501,3  | 0,7  | 0,5  |
| Taxa de Actividade          | 52,3%       | 52,3%    | 52,3%    | 52,0%    | 52,1%    | 52,3%    | 0,0  | 0,2  |
| População Empregada         | 5.118,0     | 5.130,5  | 5.118,3  | 5.107,2  | 5.124,6  | 5.125,5  | -0,1 | 0,0  |
| - Sector Primário           | 642,1       | 645,8    | 624,9    | 618,4    | 619,1    | 620,1    | -4,0 | 0,2  |
| - Sector Secundário         | 1.652,8     | 1.634,4  | 1.626,7  | 1.596,0  | 1.601,3  | 1.592,1  | -2,6 | -0,6 |
| - Sector Terciário          | 2.823,1     | 2.850,3  | 2.866,7  | 2.892,8  | 2.904,2  | 2.913,3  | 2,2  | 0,3  |
| População Desempregada      | 342,3       | 335,2    | 355,6    | 347,2    | 347,3    | 375,9    | 12,1 | 8,2  |
| - à procura do 1º emprego   | 46,3        | 46,9     | 56,6     | 46,5     | 40,0     | 56,5     | 20,5 | 41,3 |
| - à procura de novo emprego | 296,1       | 288,3    | 299,0    | 300,7    | 307,3    | 319,4    | 10,8 | 3,9  |
| Taxa de Desemprego          | 6,3%        | 6,1%     | 6,5%     | 6,4%     | 6,3%     | 6,8%     | 0,7  | 0,5  |

Fonte:INE - Valores em milhares de unidades, excepto taxas de actividade e de desemprego;

tvph (taxa de variação face ao período homólogo do ano anterior) e tvpa (taxa de variação face ao período anterior) expressas em percentagem, excepto no caso das taxas de actividade e de desemprego, cujas variações estão expressas em pontos percentuais.



**De acordo com o inquérito trimestral do INE, a população empregada registou um crescimento apenas marginal durante o terceiro trimestre de 2004**, o que, conjugado com a expansão em cadeia verificada um ano antes, determinou **uma taxa de variação homóloga de -0,1% (a primeira variação negativa em três trimestres)**. À semelhança do observado na primeira metade do ano, o emprego do sector dos Serviços foi o único a registar uma expansão em termos homólogos, ainda que em notória desaceleração (tvph de 2,2%, contra cerca de 4% no primeiro semestre). Em contraste, os sectores da Indústria, Construção e Energia e da Agricultura, Silvicultura e Pesca apresentaram um ritmo de contracção do emprego menor que no primeiro semestre.

**Durante o terceiro trimestre de 2004, o número de desempregados aumentou 8,2% para 375,9 mil**, depois de uma estabilização no trimestre anterior. Também em comparação anual se observou uma significativa aceleração, **com a taxa de variação homóloga a fixar-se em 12,1%, o ritmo de crescimento mais intenso dos últimos quatro trimestres**. A aceleração incidiu tanto sobre o número de pessoas à procura de novo emprego como de pessoas à procura de primeiro emprego. Destaca-se, contudo, o dinamismo especialmente acentuado desta última componente, em contraste com o comportamento bastante favorável do segundo trimestre num quadro de acréscimo de actividade associado ao Euro 2004 (que terá resultado, sobretudo, num aumento do emprego de pessoas vindas da população inactiva, como por exemplo estudantes).

A subida em cadeia da população desempregada, mais forte que a da população activa (esta passou, pela primeira vez, a fasquia dos 5,5 milhões de pessoas) **determinou uma importante subida da taxa de desemprego em termos trimestrais (0,5 pontos percentuais), para 6,8%. Trata-se do valor mais elevado da actual série do INE** (iniciada em 1998). Em termos homólogos, o incremento foi ainda mais intenso, ascendendo a 0,7 pontos percentuais.

### 3.4. Comércio Internacional

#### Resultados Globais

|                         | Jan-Set 03 | Jan-Set 04 | Δ04/03 |
|-------------------------|------------|------------|--------|
| <b>Total</b>            |            |            |        |
| Saída (Fob)             | 20.439,1   | 21.409,1   | 4,7%   |
| Entrada (Cif)           | 29.617,1   | 32.465,3   | 9,6%   |
| Saldo                   | -9.178,0   | -11.056,2  | 20,5%  |
| Taxa de Cobertura       | 69,0%      | 65,9%      | -      |
| <b>União Europeia</b>   |            |            |        |
| Expedição               | 16.350,0   | 17.031,2   | 4,2%   |
| Chegada                 | 22.853,6   | 24.875,5   | 8,8%   |
| Saldo                   | -6.503,6   | -7.844,3   | 20,6%  |
| Taxa de Cobertura       | 71,5%      | 68,5%      | -      |
| <b>Países Terceiros</b> |            |            |        |
| Exportação              | 4.089,1    | 4.377,9    | 7,1%   |
| Importação              | 6.763,5    | 7.589,8    | 12,2%  |
| Saldo                   | -2674,4    | -3211,9    | 20,1%  |
| Taxa de Cobertura       | 60,5%      | 57,7%      | -      |

Valores em milhões de euros (referentes ao apuramento dos primeiros resultados para os meses de Janeiro a Setembro de 2003 e de Janeiro a Setembro de 2004)

Fonte: INE

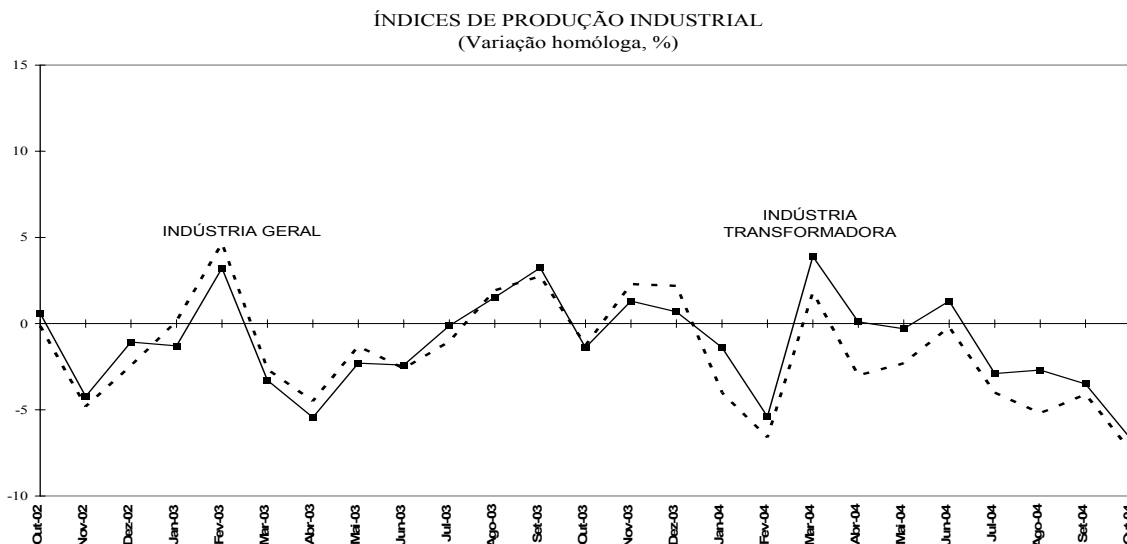
**Os últimos dados do comércio internacional mostraram uma subida homóloga de 20,5% do défice comercial português nos primeiros nove meses de 2004**, situando-se em 11056 milhões de euros (m.e.). O agravamento do desequilíbrio comercial resultou de um crescimento mais forte das importações do que do valor exportado (9,6% e 4,7%, respectivamente), traduzindo um recuo de 3,1 pontos na taxa de cobertura das importações, para 65,9%.

**A repartição das transacções nacionais entre os mercados da União Europeia e extra-comunitário revelou maiores taxas de crescimento nominais no segundo caso**, tanto ao nível das entradas (variação homóloga de 12,2%, mais 3,4 pontos que ao nível da União Europeia) como das saídas de mercadorias (7,1%, face a 4,2% nas expedições para países comunitários). Estes resultados acentuaram o peso do comércio extra-comunitário no total nacional, passando para 20,4% ao nível das exportações (mais 0,4 pontos que nos primeiros nove meses de 2003) e 23,4% nas importações (mais 0,5 pontos). A subida do défice comercial foi superior nas trocas com a União Europeia, mas apenas em valores absolutos (1340,7 m.e., face a 537,5 m.e. nas transacções com países terceiros), já que as taxas de crescimento foram semelhantes, em torno dos 20%.

### 3.5. Conjuntura na Indústria

**Em Outubro registou-se um forte agravamento das perdas homólogas de produção na indústria, com o índice geral do INE a recuar 7,4%**, mais 3,3 pontos que no mês precedente. A descida repartiu-se entre 6,7% na indústria transformadora e 14% nas indústrias de electricidade, gás e água (nas indústrias extractivas assistiu-se a uma progressão homóloga

de 3,7%, mas sem grande influência no índice geral, dada a reduzida ponderação do ramo), representando, em ambos os casos, um acréscimo próximo de três pontos percentuais face a Setembro. O comportamento negativo também se acentuou em variação média de 12 meses, passando a observar-se uma quebra de 2,5% no índice geral, após 2% em Setembro.



A informação detalhada por grandes agrupamentos industriais mostrou uma deterioração generalizada do comportamento homólogo da produção, afectando particularmente as indústrias de bens de consumo e de bens de capital (tvph de -6,6% e -9,9%, respectivamente, após -2% e 1,4% em Setembro), precisamente as que apresentaram a evolução menos desfavorável no mês precedente. O agrupamento da energia continuou a apresentar a quebra de produção mais acentuada, tanto em variação homóloga (10,2%) como em média de 12 meses (9,9%). Nas indústrias de bens intermédios voltou a observar-se uma quebra homóloga em torno de 6,3%, levando à redução do ganho acumulado em média anual para próximo de zero (0,2%), o que representa ainda o desempenho mais favorável da indústria, contrariando a perda nos restantes agrupamentos.

#### ÍNDICE DE PRODUÇÃO INDUSTRIAL

|                                  | 03: III | 03: IV | 04: I | 04: II | 04: III | Ago-04 | Set-04 | Out-04 |         |
|----------------------------------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|
|                                  |         |        |       |        |         |        |        | TVPH   | TVM 12m |
| Índice Geral                     | 1,2     | 1,1    | -2,9  | -1,8   | -4,4    | -5,2   | -4,1   | -7,4   | -2,5    |
| Industria Extractiva             | -9,4    | 0,8    | 5,1   | 7,9    | 1,8     | 2,6    | -1,4   | 3,7    | 4,8     |
| Ind. Transformadora              | 1,5     | 0,2    | -1,0  | 0,4    | -3,0    | -2,7   | -3,5   | -6,7   | -1,3    |
| Electric., Gás, Vapor            | 0,2     | 7,0    | -15,9 | -19,2  | -14,6   | -21,1  | -9,2   | -14,0  | -11,9   |
| <i>Por grandes agrupamentos:</i> |         |        |       |        |         |        |        |        |         |
| Bens de Consumo                  | -1,3    | -2,7   | -1,5  | -0,3   | -2,2    | -1,5   | -2,0   | -6,6   | -1,8    |
| Bens Intermédios                 | 5,6     | 5,1    | 1,9   | 1,4    | -3,8    | -1,2   | -6,2   | -6,3   | 0,2     |
| Bens de Capital                  | -7,3    | -8,2   | -3,8  | -2,7   | -4,0    | -13,1  | 1,4    | -9,9   | -4,7    |
| Energia                          | 2,2     | 7,0    | -17,2 | -13,5  | -11,2   | -17,0  | -7,6   | -10,2  | -9,9    |

Fonte: INE ; Corrigido dos dias úteis; Base: 2000=100

Taxas de variação face ao período homólogo do ano anterior (tvph), em %, com excepção da última coluna (taxa de variação média de 12 meses)

### Atendendo à divisão da Indústria Transformadora em subsectores, os dados actuais permitem destacar, quanto a comportamentos negativos:

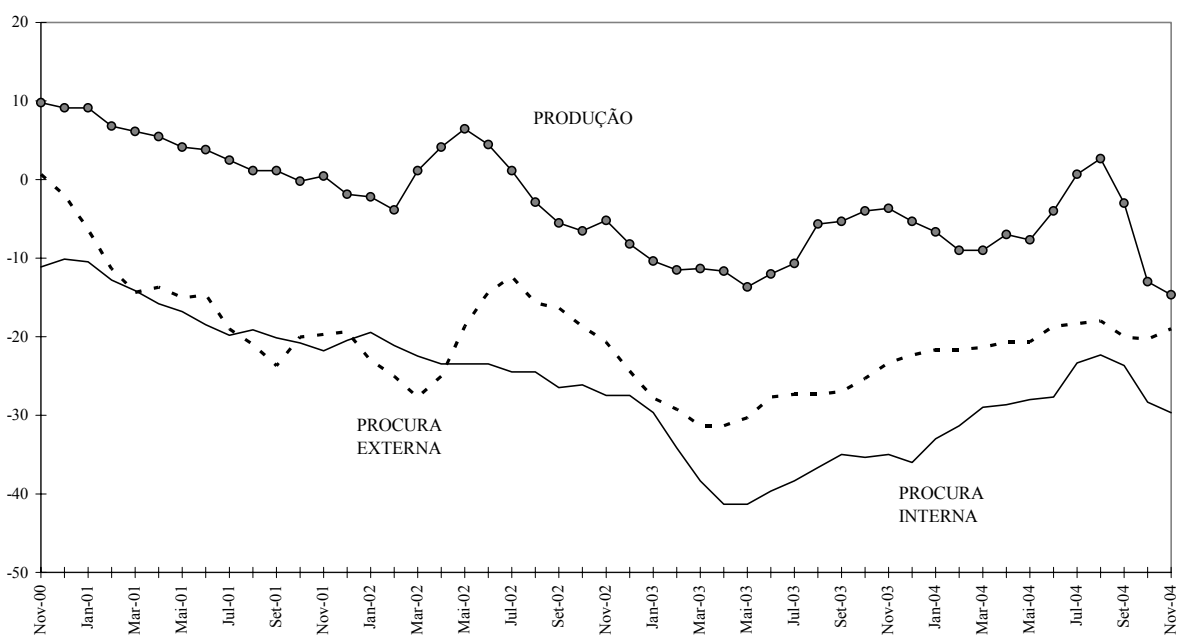
(i) a manutenção da contracção nas indústrias de curtimenta e calçado (tvm 12m de -6,5% em Outubro), de vestuário (-8,5%), de têxteis (-6,5%), de material de transporte (-5,9%), de máquinas e equipamento (-4,3%), de equipamento eléctrico e óptico (-11,8%) e do tabaco (-2%); a quebra de produção nas indústrias de produtos químicos e de mobiliário em Outubro (-0,7% em ambos os casos);

ii) o abrandamento da produção nas indústrias de pasta e papel (de uma tvn 12m de 4,7% em Setembro para 3,8% em Outubro), metalúrgicas de base (de 3,8% para 2,7%), de madeira e cortiça (de 2% para 1%), de minerais não metálicos (1,3% para 0,7%) e de produtos metálicos (de 5,7% para 3,7%).

### Quanto a comportamentos positivos, salienta-se:

- (i) a aceleração da produção nas indústrias de reciclagem (de uma tvn 12m de 1,7% em Setembro para 2,4% em Outubro), de borracha e plásticos (de 4,8% para 5,1%), de produtos petrolíferos (de 0,3% para 0,4%) e alimentares (de 2,5% para 3,2%).

**PRODUÇÃO E PROCURA NA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA**  
Média Móvel de 3 meses - s.r.e.



**Em Novembro, o inquérito do INE à Indústria Transformadora evidenciou uma recuperação nas avaliações dos empresários sobre a produção corrente, apontando para uma evolução menos desfavorável da actividade, que permanece suportada pela procura externa,** de acordo com as indicações sobre a carteira de encomendas. Na apreciação dos *stocks* de produtos acabados, as respostas dos empresários voltaram a sugerir um movimento de reconstituição de existências, que favorece a retoma da produção.

**O detalhe das indústrias por tipo de bens produzidos evidenciou uma melhoria quase generalizada nas opiniões sobre a produção corrente em Dezembro,** observando-se apenas um ligeiro recuo nas indústrias de equipamento não automóvel. Na apreciação da carteira de encomendas, a procura externa voltou a ser considerada a mais dinâmica pelos empresários das várias indústrias.

**O índice de vendas na indústria registou uma quebra homóloga de 2,4% em Outubro,** após vários meses de crescimento (5,4%, em Setembro), **passando a acompanhar o comportamento negativo da produção,** ainda que com menor intensidade nas perdas, o que se justifica pela subida dos preços na produção.

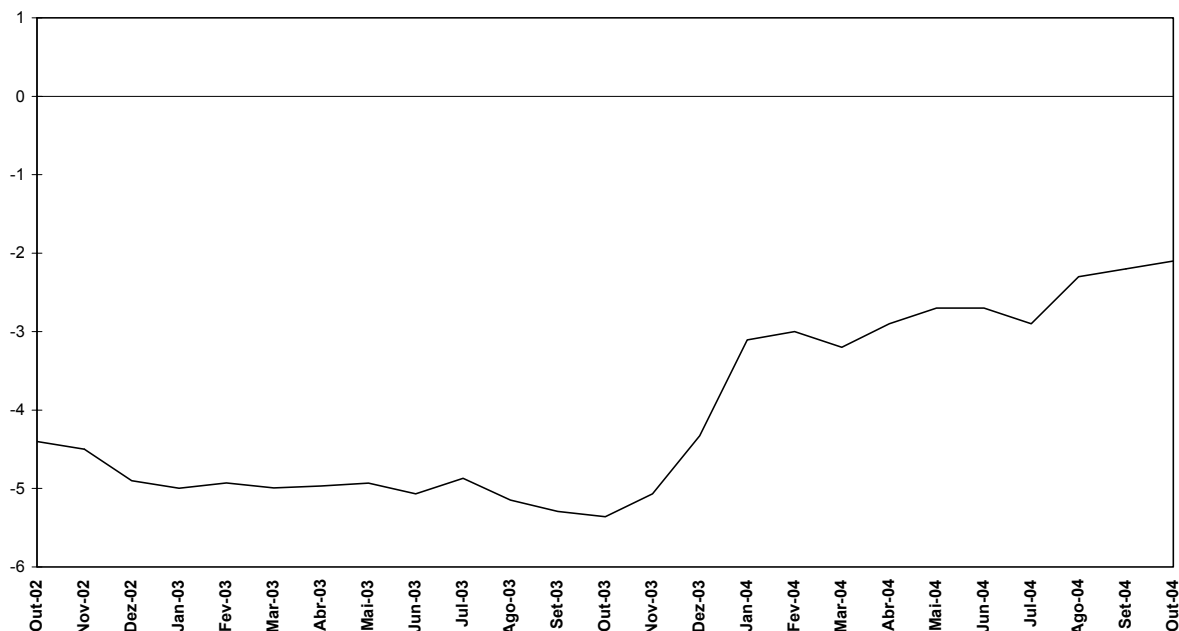
**A descida das vendas teve origem no mercado nacional** (quebra homóloga de 5,6%), **observando-se apenas um abrandamento ao nível do mercado externo** (tvph de 4%, após 8% em Setembro). Em média anual, a taxa de crescimento reduziu-se para 3% no mercado doméstico (menos 0,3 pontos que em Setembro) mas aumentou para 4% nas vendas para o exterior (mais 0,6 pontos).

**Nos agrupamentos industriais, a quebra homóloga do volume de negócios concentrou-se nas indústrias de bens de consumo e de bens intermédios** (tvph de -7,2% e -4,7%, respectivamente), tendo sido menos intensa no caso dos bens intermédios pelo facto da evolução negativa se ter cingido ao mercado doméstico, ao contrário dos bens de consumo. As indústrias de bens de investimento apresentaram um abrandamento acentuado no mês de Outubro (tvph de 1,6%, menos 8,3 pontos que em Setembro), enquanto o agrupamento da energia prosseguiu em aceleração, evidenciando já um crescimento homólogo superior a 28%. Em média anual, a subida deste agrupamento aumentou para 10,5% em Outubro, continuando a superar largamente as demais indústrias (4,3% nos bens intermédios, 2,8% nos bens de investimento e 1,1% ao nível dos bens de consumo).

**Apesar da evolução menos favorável das vendas, a rentabilidade da produção permaneceu em aceleração na generalidade dos agrupamentos, em média de 12 meses,** apenas se notando algum abrandamento nas indústrias de bens de consumo. **A informação qualitativa mais recente,** do Inquérito à Indústria Transformadora de Dezembro,

**mostrou um recuo nas expectativas dos empresários sobre a evolução próxima dos preços de venda e da produção**, o que sugere a manutenção de um comportamento desfavorável das vendas.

**ÍNDICE DE EMPREGO DA INDÚSTRIA TRANSFORMADORA**  
(Variação homóloga, %)



**O índice de emprego industrial divulgado pelo INE manteve uma quebra homóloga de 2,3% em Outubro, mas continuou a evidenciar uma redução das perdas em variação média de 12 meses (3,1%, menos 0,3 pontos que em Setembro).** Na repartição por ramos, a indústria transformadora continuou a contrariar o agravamento das quebras de emprego das indústrias de electricidade, gás e água, que atingiram 8,6% em termos homólogos.

#### ÍNDICE DE EMPREGO INDUSTRIAL

|                                  | 03:III | 03:IV | 04:I | 04:II | 4:III | Ago-04 | Set-04 | Out-04 |        |
|----------------------------------|--------|-------|------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
|                                  |        |       |      |       |       |        |        | TVPH   | TVM12m |
| Índice Geral                     | -5,1   | -4,9  | -3,2 | -2,9  | -2,6  | -2,4   | -2,3   | -2,3   | -3,1   |
| Industria Extractiva             | -4,5   | -5,1  | -5,4 | -5,2  | -4,7  | -3,8   | -4,6   | -4,6   | -5,0   |
| Ind. Transformadora              | -5,1   | -4,9  | -3,1 | -2,8  | -2,5  | -2,3   | -2,2   | -2,1   | -3,1   |
| Electric., gás, vapor            | -2,4   | -2,1  | -6,5 | -6,2  | -7,5  | -7,3   | -8,3   | -8,6   | -6,2   |
| <i>Por grandes agrupamentos:</i> |        |       |      |       |       |        |        |        |        |
| Bens de Consumo                  | -5,4   | -5,2  | -2,7 | -2,3  | -2,5  | -2,2   | -2,4   | -2,3   | -2,9   |
| Bens Intermédios                 | -5,4   | -5,0  | -3,2 | -3,0  | -2,4  | -2,5   | -1,9   | -1,5   | -3,1   |
| Bens de Capital                  | -3,2   | -3,9  | -4,4 | -3,9  | -3,0  | -2,6   | -2,9   | -3,8   | -3,8   |
| Energia                          | -0,7   | -0,2  | -6,0 | -5,7  | -6,4  | -6,3   | -7,2   | -7,4   | -5,3   |

Fonte: INE; Base: 2000=100

Taxas de variação face ao período homólogo do ano anterior (tvph), em %, com excepção da última coluna (taxa de variação média de 12 meses)

**A classificação por agrupamentos evidenciou um comportamento menos negativo do emprego nas indústrias de bens de consumo e de bens intermédios** (para tvph de -2,3% e -1,5%, respectivamente e tv12 de -2,9% e -3,1%), mas também um reforço das perdas nas restantes indústrias. O agrupamento da energia acentuou a descida homóloga para 7,4%, enquanto os bens de investimento registaram um recuo de 3,8%, mais 0,9 pontos que em Setembro.

**As indústrias de bens de consumo e de bens de investimento passaram a apresentar quebras da ocupação laboral no mês de Outubro** (tv12 de -0,1% e -0,3%, respectivamente), tendo em conta o confronto dos índices de emprego e horas trabalhadas em média anual, observando-se uma redução do crescimento nos restantes casos.

### 3.6 Preços

|              | 03: III | 03: IV | 04: I | 04: II | 04: III | Ago 04 | Set 04 | Out 04 | Nov 04 | tvm 12m |
|--------------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| IPC Total    | 2,9     | 2,6    | 2,2   | 2,5    | 2,4     | 2,3    | 2,1    | 2,1    | 2,5    | 2,4     |
| IPC Bens     | 2,5     | 1,9    | 1,3   | 1,7    | 1,6     | 1,5    | 1,2    | 1,5    | -      | -       |
| IPC Serviços | 3,9     | 3,9    | 3,9   | 3,9    | 3,9     | 4,0    | 3,8    | 3,5    | -      | -       |

Taxas de variação percentual face ao período homólogo do ano anterior (tvph), salvo outra indicação.

**A taxa de variação homóloga (tvph) do IPC aumentou significativamente em Novembro para 2,5%**, depois de ter registado o valor mais baixo de cerca de três anos e meio em Setembro e Outubro. Tratou-se, ainda assim, de um valor na linha dos registos médios dos segundo e terceiro trimestres de 2004. A taxa de variação média de doze meses do IPC interrompeu a trajectória descendente que durava há quinze meses, aumentando 0,1 ponto percentual para 2,4%.

Os subgrupos de bens e serviços cujos preços mais subiram em Novembro, por comparação com o nível observado no mês anterior, foram os do calçado e dos artigos de vestuário (9,1% e 7,8%, respectivamente, ainda em reflexo da introdução das novas colecções), do ensino pré-primário e primário (6,1%) e do gás (4,1%).

No que diz respeito a reduções, destacam-se os preços das férias organizadas e dos serviços de alojamento (variação de -5,7% e de -5,4%, ainda na sequência do fim da época turística alta), da carne (-2,4%) e dos serviços recreativos e desportivos (-2,3%).

**Tendo em conta o comportamento das classes mais agregadas de produtos em termos homólogos, apresentaram em Novembro uma progressão acima da média do IPC nacional** os preços dos bens e serviços dos agregados 'transportes' (tvph de 6,0%), 'educação' (5,4%), 'restaurantes e hotéis' (4,4%), 'habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis' (4,1%), 'bebidas alcoólicas e tabaco' (2,8%) e 'lazer, recreação e cultura' (2,6%).

À excepção dos 'restaurantes e hotéis', todos estes agregados registaram uma aceleração dos preços em Novembro.

Relativamente a contracções, assinalam-se os agregados 'vestuário e calçado' (tvph de -2,5%) e 'comunicações' (tvph de -0,2%).

**Quanto ao quadro de evolução dos preços em Outubro (último mês a que se refere a informação mais completa), a estabilização da tvph do IPC (em 2,1%) resultou de um andamento díspar das suas principais componentes.**

No que toca as rubricas habitualmente caracterizadas por um comportamento mais volátil, assistiu-se a uma atenuação do ritmo de contracção em termos homólogos dos preços dos bens alimentares não transformados (para uma tvph de -1,3%), a par de uma forte aceleração dos preços dos produtos energéticos (em 2,2 pontos percentuais para 9,1%), reflectindo a nova subida dos preços dos combustíveis depois da pausa verificada em Setembro.

Já as rubricas associadas aos determinantes mais estáveis da inflação tiveram um comportamento moderador da taxa de inflação global. Assinala-se, pela importância da rubrica, o abrandamento dos preços dos serviços em 0,3 pontos percentuais, para uma tvph de 3,5% (o valor mais baixo em pelo menos seis anos, ainda que devido a um efeito-base muito favorável em algumas sub-rubricas), acompanhado de uma significativa perda de dinamismo dos preços dos bens alimentares transformados. A evolução destas rubricas mais que compensou a aceleração dos preços dos bens industriais não energéticos, de uma tvph de 0,3% para 0,6% (ainda assim um valor muito reduzido). Como consequência, **a inflação subjacente recuou 0,1 ponto percentual para 2,0%, o valor mais baixo desde Março de 2000 e idêntico ao da média na zona do euro** (tal como nos dois meses anteriores).

**Perspectiva-se a continuação da trajectória de abrandamento dos preços dos serviços**, contanto que os salários nominais mantenham a actual dinâmica moderada, **mas uma aceleração dos preços dos bens industriais não energéticos**, à medida que a pressão altista dos custos se transmite ao longo da cadeia de produção. Note-se que os dados continuam a indiciar uma redução das margens comerciais, a avaliar pela aceleração dos preços à saída de fábrica, acompanhada agora pela recuperação dos preços de importação dos bens de consumo (passaram de uma tvph de -4% no primeiro trimestre para 1,5% no segundo). A evidência quanto a uma tendência de fundo ascendente dos preços dos bens industriais finais é reforçada pela significativa aceleração dos preços à saída de fábrica dos bens intermédios desde o início do ano, tanto no caso nacional como no da zona do euro.



### 3.7. Conjuntura de Pagamentos com o Exterior

|                           | 2001             | 2002            | 2003            | Jan-Set 03      | Jan-Set 04      | Δ             |
|---------------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| <b>Balança Corrente</b>   | <b>-12.090,4</b> | <b>-9.387,7</b> | <b>-7.455,2</b> | <b>-5.450,7</b> | <b>-7.503,7</b> | <b>37,7%</b>  |
| Mercadorias               | -15.320,3        | -13.277,7       | -11.781,7       | -8.440,7        | -10.519,7       | 24,6%         |
| Serviços                  | 2.803,0          | 3.133,3         | 3.460,3         | 2.654,5         | 3.152,9         | 18,8%         |
| Rendimentos               | -3.345,6         | -2.175,9        | -2.136,5        | -1.667,5        | -1.928,1        | 15,6%         |
| Transferências Correntes  | 3.772,6          | 2.932,7         | 3.002,7         | 2.002,9         | 1.791,2         | -10,6%        |
| <b>Balança de Capital</b> | <b>1.196,6</b>   | <b>2.008,4</b>  | <b>2.717,8</b>  | <b>1.795,9</b>  | <b>1.324,5</b>  | <b>-26,2%</b> |
| <b>Balança Financeira</b> | <b>10.542,0</b>  | <b>6.672,3</b>  | <b>4.714,7</b>  | <b>4.446,8</b>  | <b>7.647,6</b>  | <b>72,0%</b>  |
| Investimento Directo      | -1.868,3         | -1.534,7        | 767,6           | 1.172,4         | -365,8          | s.s.          |
| De Portugal no exterior   | -8.452,8         | -3.494,5        | -84,6           | -228,8          | -4.160,6        | 1718,4%       |
| Do exterior em Portugal   | 6.584,5          | 1.959,8         | 852,2           | 1.401,2         | 3.794,8         | 170,8%        |
| Investimento de Carteira  | 2.517,2          | 2.514,4         | -5.257,9        | -7.624,4        | -3.823,3        | -49,9%        |
| Activos                   | -8.379,1         | -8.075,3        | -18.617,2       | -13.648,1       | -7.034,9        | -48,5%        |
| Passivos                  | 10.896,3         | 10.589,7        | 13.359,3        | 6.023,7         | 3.211,6         | -46,7%        |
| Outro Investimento        | 10.578,6         | 6.817,3         | 3.342,6         | 5.810,1         | 10.530,5        | 81,2%         |
| Activos                   | -5.287,6         | -3.672,4        | -9.316,0        | -12.811,0       | -3.314,5        | -74,1%        |
| Passivos                  | 15.866,2         | 10.489,7        | 12.658,6        | 18.621,1        | 13.845,0        | -25,6%        |
| Derivados Financeiros     | 284,3            | -9,8            | 64,1            | 39,0            | -39,9           | s.s.          |
| Activos de Reserva        | -969,8           | -1.114,9        | 5.798,3         | 5.049,7         | 1.346,2         | -73,3%        |
| <b>Erros e Omissões</b>   | <b>351,7</b>     | <b>706,8</b>    | <b>22,7</b>     | <b>-792,0</b>   | <b>-1.468,3</b> | <b>85,4%</b>  |

valores provisórios

s.s. : sem significado

Fonte: Banco de Portugal

Nota prévia: a análise evolutiva das várias rubricas da Balança de Pagamentos deve ser feita com especial cautela, atendendo ao carácter provisório dos dados e à disparidade de valores da componente "erros e omissões" nos períodos em confronto (esperando-se a sua redução e redistribuição pelas outras componentes da Balança de Pagamento);

De acordo com informação preliminar do Banco de Portugal, **a Balança Corrente nacional acumulou um défice de 7503,7 milhões de euros (m.e.) nos três primeiros trimestres de 2004, correspondendo a um crescimento de quase 38% em comparação homóloga.** Esta evolução desfavorável resultou fundamentalmente do agravamento do saldo negativo da balança de mercadorias (em 2079 m.e.), assistindo-se ainda ao aumento do défice da balança de rendimentos (em 260,6 m.e.) e à quebra das transferências correntes líquidas (211,7 m.e.). Desta forma, o aumento de 498,4 m.e. no excedente da balança de serviços não foi suficiente para contrariar a deterioração das restantes rubricas da Balança Corrente.

**Na Balança de Capital, o saldo excedentário reduziu-se 26% face aos primeiros nove meses de 2003** (passando para 1324,5 m.e.), reflectindo um padrão de execução menos favorável dos fundos comunitários que integram maioritariamente a rubrica.

**A deterioração das balanças corrente e de capital traduziu-se no agravamento de quase 70% do défice conjunto, que se situou em 6179,2 m.e..**

**Este alargamento das necessidades de financiamento da economia implicou um acréscimo de 3200,8 m.e. no saldo positivo da Balança Financeira**, para 7647,6 m.e.. O aumento do saldo teve origem nas rubricas de investimento de carteira (recoo do défice em 3801,1 m.e.) e de "outro investimento" (aumento do excedente em 4720,4 m.e.), verificando-se uma descida menos acentuada nos passivos do que nos activos sobre os exterior. Em sentido contrário, a rubrica de investimento directo líquido passou de um excedente de 1172,4 m.e. nos primeiros nove meses de 2003 para um défice de 365,8 m.e. no mesmo período de 2004, face a uma subida mais forte nos fluxos de saída do que de entrada de capitais. Verificou-se ainda um forte recoo no saldo de activos de reserva (3703,5 m.e.), traduzindo uma reclassificação em activos de carteira de elevado montante no ano de 2003