

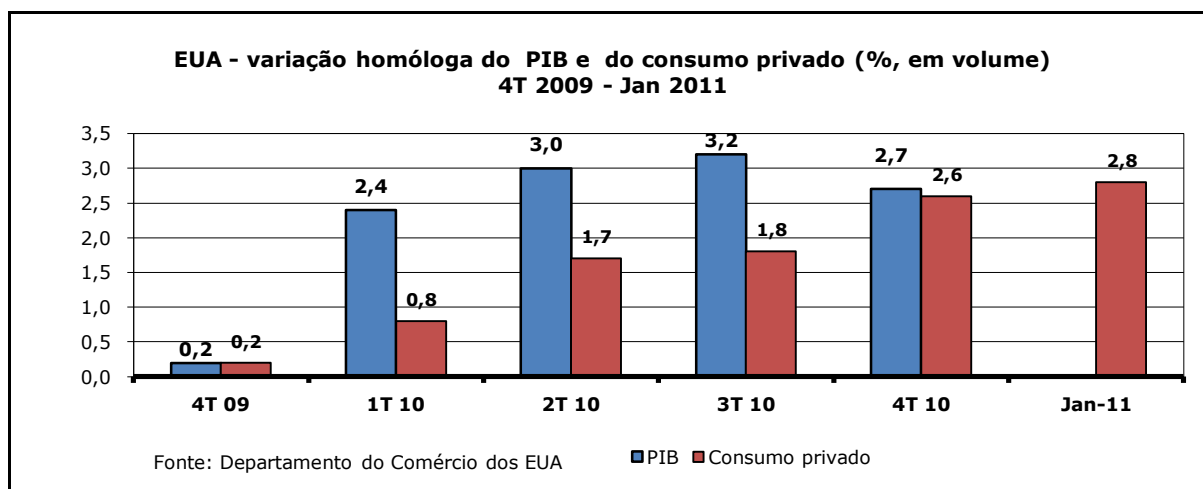
CONJUNTURA ECONÓMICA

- Março 2011 -

EUA

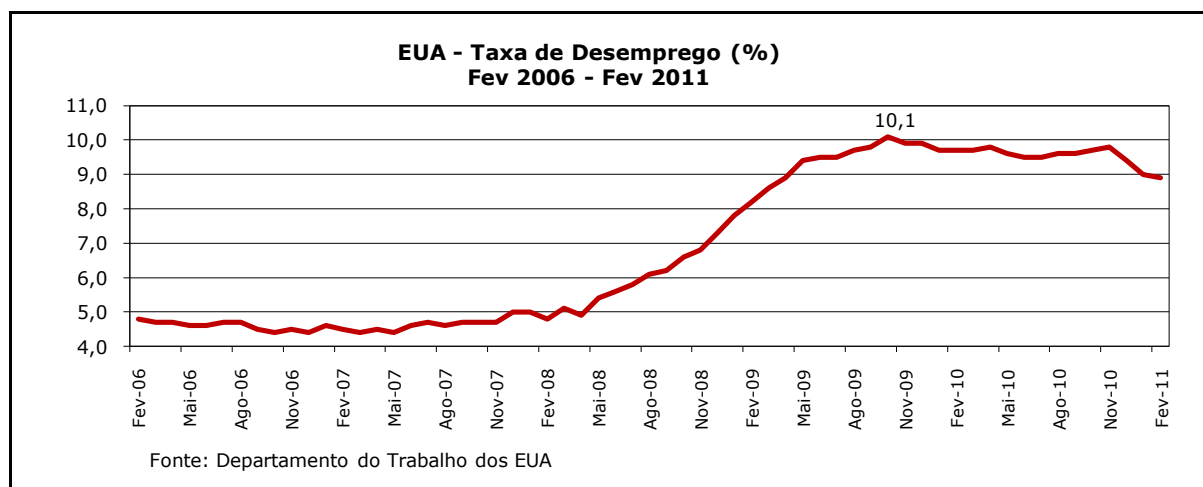
De acordo com dados revistos, o **PIB** norte-americano registou um crescimento homólogo de 2.7% no quarto trimestre (2.8% nas primeiras estimativas), em termos reais, após 3.2% no trimestre precedente (o máximo de mais de 3 anos).

No que se refere a dados mais recentes, o crescimento do **consumo privado** aumentou para 2.8% em Janeiro (2.6% no quarto trimestre de 2010).



Já em Fevereiro, o **índice dos indicadores avançados** (do Instituto Conference Board) reforçou o ritmo de crescimento (subida mensal de 0.8%), apontando para um andamento mais forte do PIB nos próximos trimestres.

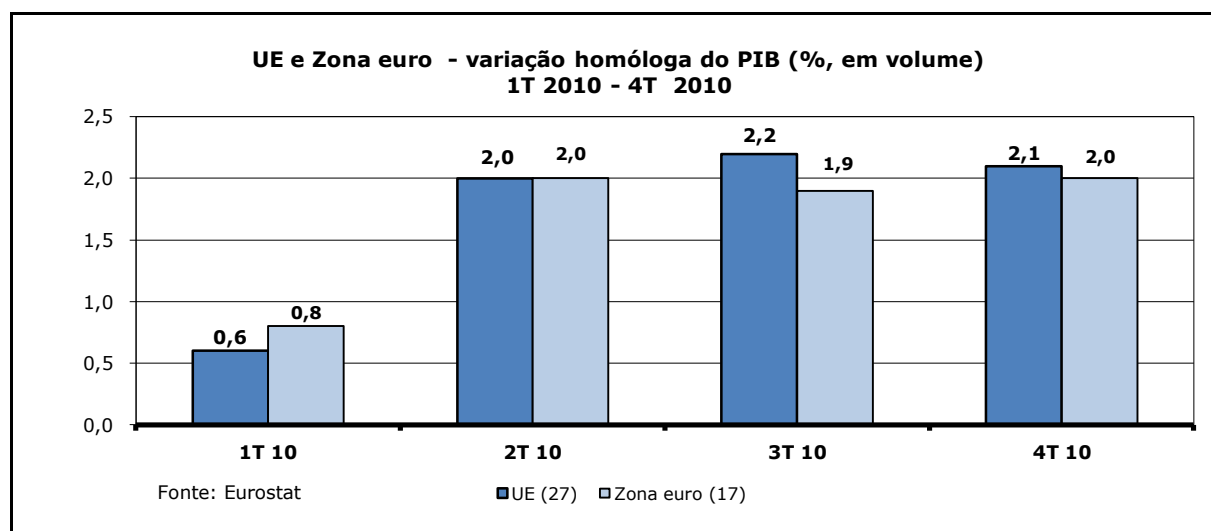
A taxa de **desemprego** norte-americana diminuiu para 8.9% em Fevereiro (após 9% em Janeiro), que traduz um mínimo desde Abril de 2009.



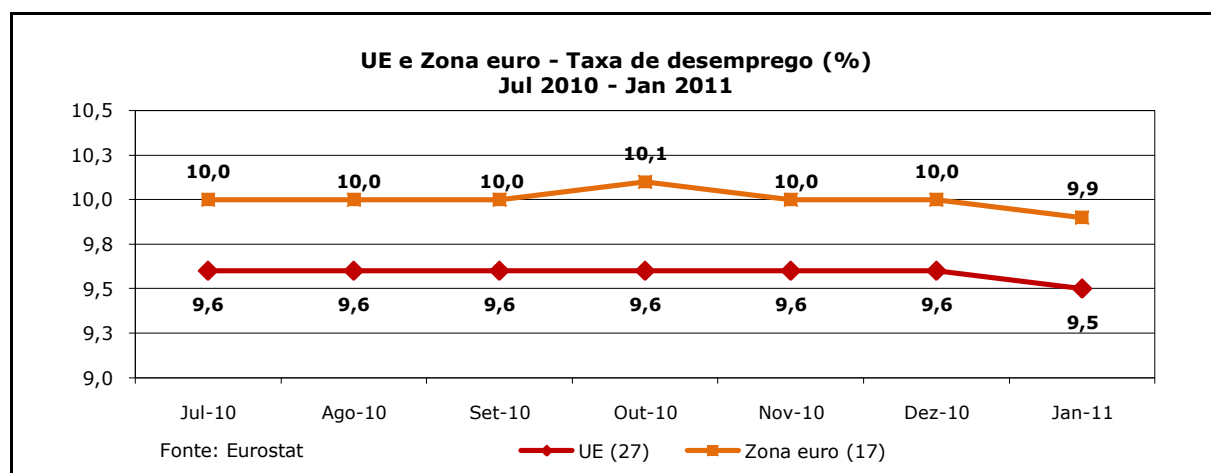
Em 15 de Março, a Reserva Federal manteve a sua **taxa de juro directora Fed Funds** (intervalo 0%-0.25%) e o programa de compra de obrigações do Tesouro, tendo em conta o valor ainda reduzido da inflação (apesar da subida temporária dos preços da energia e matérias-primas) e a taxa de desemprego historicamente elevada, sem bem que já numa trajectória descendente.

EUROPA

Os dados mais recentes do **PIB** no quarto trimestre (segundas estimativas do Eurostat) confirmaram os valores de crescimento homólogo em volume (próximos de 2%) tanto na UE como na zona do euro, assim como as subidas de 1.8% e 1.7% no conjunto de 2010. No detalhe por **componentes** agora disponível para o trimestre destaca-se, na óptica da despesa, a aceleração do investimento no quarto trimestre (contrariando alguma perda de dinamismo das exportações); por sectores, salienta-se a aceleração do VAB na indústria e a retoma do crescimento na agricultura.

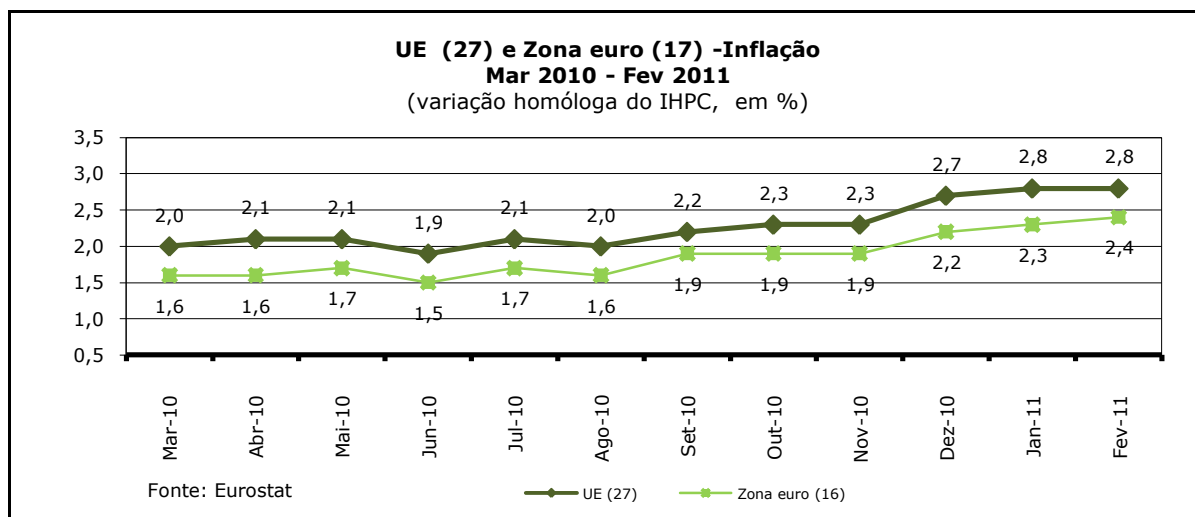


O crescimento do PIB deverá prosseguir nos próximos trimestres, atendendo ao movimento de subida do **índice de sentimento económico** da Comissão Europeia nas duas áreas (últimos dados de Fevereiro).



A taxa de **desemprego** reduziu-se ligeiramente em Janeiro de 2011, tanto na UE (0.1 ponto, para 9.5%) como na zona do euro (0.1 ponto, para 10%).

Em Fevereiro, a taxa de **inflação** homóloga (medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, IHPC) manteve-se em 2.8% na zona do euro e aumentou para 2.4% na UE (face a 2.3% em Janeiro). Em variação média anual, os valores foram de 2.3% na UE (mais 0.1 ponto) e 1.9% na Zona euro (mais 0.2 pontos).

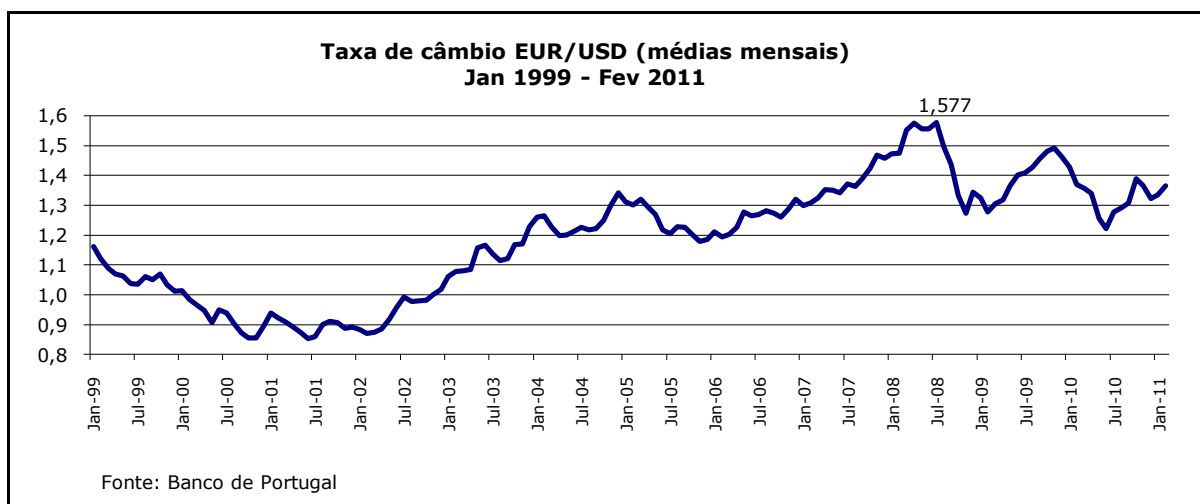


O **Banco Central Europeu (BCE)** manteve as suas **taxas de juro directoras** na reunião de 3 de Março (1%, no caso da taxa aplicável às operações principais de refinanciamento, valor fixado a 13 de Maio de 2009). Contudo, o BCE anunciou uma vigilância reforçada dos riscos para a estabilidade de preços em face da subida dos preços da energia e matérias-primas, numa conjuntura em que o andamento da actividade económica se mantém positivo, mas a incerteza é elevada. O Presidente do BCE, Jean-Claude Trichet, admitiu mesmo a possibilidade de uma subida próxima das taxas de juro de referência, embora antes de se conhecer a tragédia no Japão, com impacto sobre a economia global. Na reunião não houve alteração das **medidas excepcionais de política monetária** (empréstimos ilimitados a taxa fixa e aquisição de títulos de dívida pública), mas o seu carácter transitório foi reiterado.

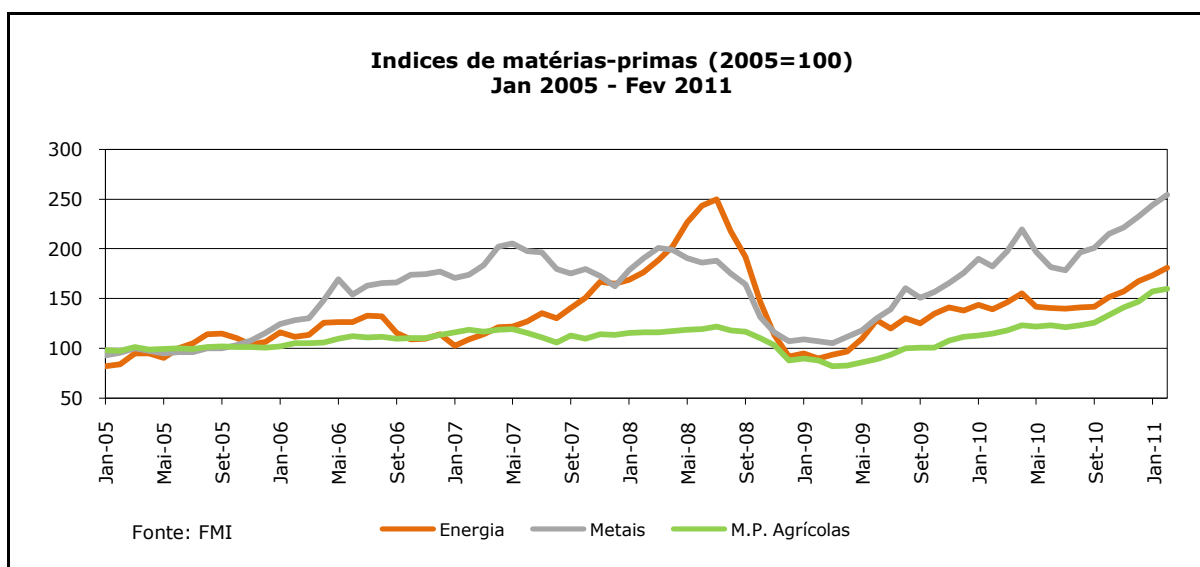
As decisões tiveram em conta as últimas **projeções macroeconómicas** para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, com revisões em alta dos intervalos de crescimento do PIB e do IHPC em 2011 (para 1.3%-2.1% e 2.0%-2.6%, respectivamente) e 2012 (para 0.8%-2.8% e 1.0-2.4%).

COTAÇÕES INTERNACIONAIS

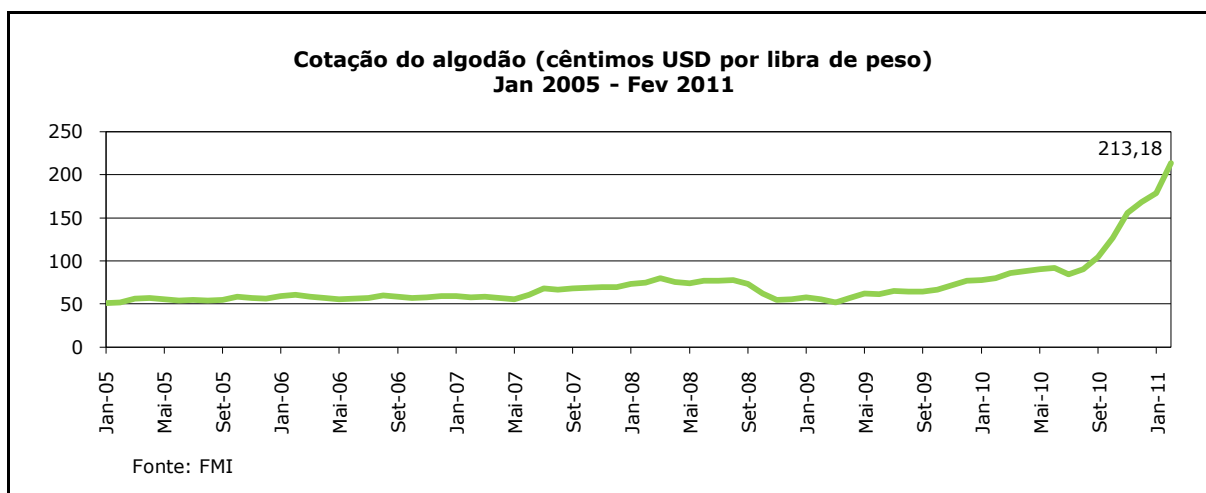
Em Fevereiro, o **euro** registou uma cotação média de 1.365 dólares. Este valor corresponde a uma apreciação mensal de 2.16%, que traduz a perspectiva de um aumento das taxas de juro directoras do BCE antes da Reserva Federal, para travar a subida da inflação. Em comparação de final de mês, a apreciação foi de 1.04% (conduzindo a uma variação acumulada de 12 meses de 1.95%). A subida da cotação prosseguiu em Março (1.4032 no dia 28).



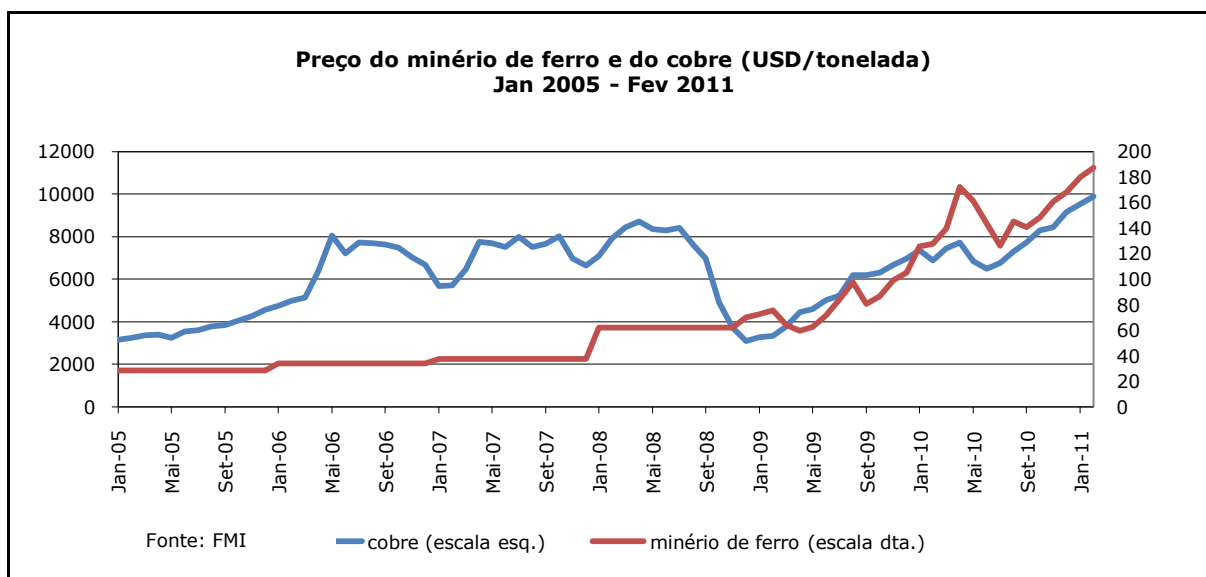
Os preços médios das **matérias-primas** voltaram a aumentar em Fevereiro (subida de 4.5% do índice global do FMI nesse mês), reflectindo o aumento da procura, a depreciação do dólar (em que estão cotadas), e também problemas de oferta, em vários casos. Já em Março, as cotações corrigiram em baixa devido aos receios quanto ao impacto negativo sobre a economia mundial decorrente da subida do preço do petróleo (influenciada pelos movimentos de revolta no mundo árabe, em especial na Líbia) e da tragédia no Japão.



Nas matérias-primas agrícolas, destaca-se a subida de 19.1% da cotação média do **algodão** em Fevereiro, atingindo um máximo histórico de 2.13 dólares por libra de peso (que equivale a 453,6 gramas), uma evolução que resulta dos sinais claros de insuficiência de oferta, com baixos *stocks* nos EUA e um elevado crescimento das importações chinesas.

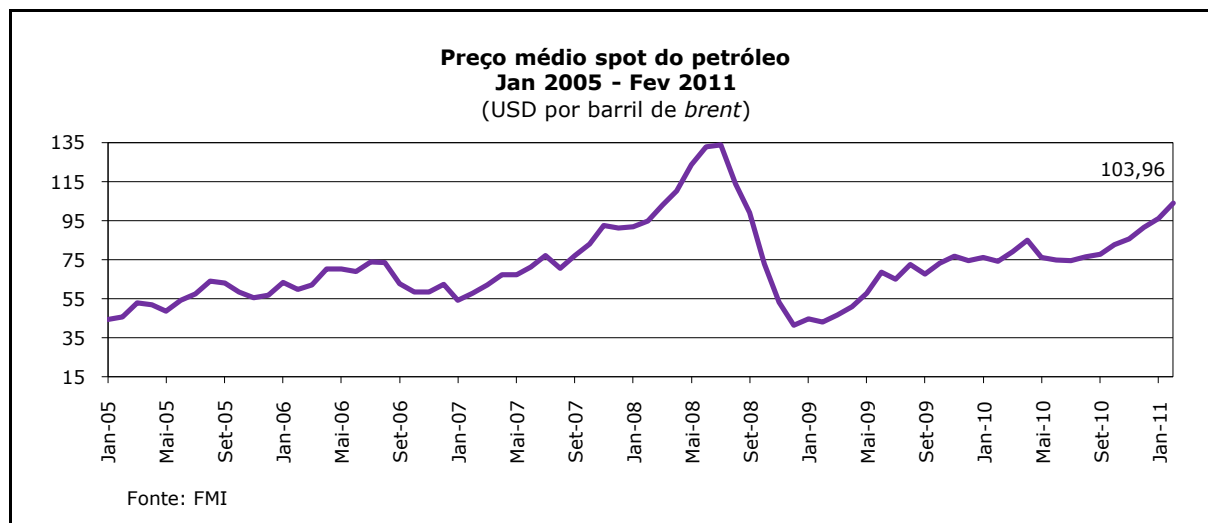


Nos **metais**, salientam-se as subidas de 3.6% na cotação média do cobre (para 9880.94 USD/tonelada) e de 4.2% no minério de ferro (para 187.18 USD/tonelada) em Fevereiro, para níveis historicamente elevados. A procura destes metais pela China não tem parado de aumentar, mesmo após algumas medidas de controlo da inflação nesse país, e a oferta revela-se insuficiente.



Nota: No caso do minério de ferro, a cotação corresponde ao preço Spot das importações do metal pela China (62% FE, porto de Tianjin); os preços anteriores a 2009 são anuais, reflectindo o referencial que era acordado para cada ano entre as três principais empresas do sector nível mundial (Rio Tinto, BHP Billiton e Vale).

Por sua vez, a cotação média do **petróleo (brent)**, aumentou 8% em Fevereiro, para 103.96 dólares por barril (o máximo desde Agosto de 2008), reflectindo a instabilidade e as tensões geopolíticas no mundo árabe, com destaque para a revolta armada na Líbia, com impacto na redução da oferta de crude, embora a Arábia Saudita se tenha oferecido para suprir essa quebra. Já em Março, a situação na Líbia agravou-se e exigiu a intervenção de uma força de coligação das Nações Unidas, levando o preço do barril de *brent* a subir para 115.29 dólares no dia 28 de Março, isto após alguma correcção em baixa (face a 116 dólares no dia 7 de Março) devido aos receios de um desastre nuclear no Japão.



PORTUGAL

Em termos de notícias relevantes da actualidade, **destaca-se a deterioração da situação política, com perspectiva de eleições antecipadas** no final de Maio ou início de Junho, **e a necessidade de ajuda externa**. No dia 24 de Março, a Assembleia da República rejeitou a proposta de actualização do Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC) do Governo, o que levou ao pedido de demissão do primeiro-ministro. Nessa proposta, **o Governo apresentou medidas para colmatar as necessidades adicionais de consolidação orçamental identificadas pela Comissão Europeia e pelo BCE sob um cenário macroeconómico mais cauteloso (0.75% do PIB em 2011, 2.75% em 2012 e 1% em 2013), de modo a manter as metas do défice público assumidas pelo Governo em Maio de 2010 (4.6% em 2011, 3% em 2012 e 2% em 2013).**

O esforço adicional de consolidação a que o Governo se comprometeu (0.8% do PIB em 2011, 2.5% em 2012 e 1.2% em 2013) e a maioria das medidas seguiram as linhas gerais do PEC apresentadas na Cimeira da zona euro de 11 de Março e aprovadas pela Comissão Europeia e pelo BCE.

As taxas de juro implícitas nas obrigações do Tesouro, que vinham a subir de forma acentuada, **agravaram-se ainda mais na sequência da crise política, tornando cada vez mais inevitável um pedido de ajuda externa**, numa altura em que se aproximam necessidades de financiamento significativas.

Acresce ainda que o **defícite de 2010 poderá vir a situar-se acima de 8% do PIB** (face a uma estimativa de 7.3% na actualização do PEC) **devido a algumas questões contabilísticas levantadas pelo Eurostat**, nomeadamente a necessidade de reclassificação de aumentos de capital em empresas públicas como indemnização compensatórias, e o entendimento de que as perdas registadas no BPN (avaliadas em 1.1% do PIB pelo actual ministro das Finanças)

deverão ser consideradas no ano em que o Estado criou os veículos para resolver a situação do Banco, e não no ano em que foram identificadas (2009). **O valor da dívida também será afectado no reporte dos défices excessivos de Março, devendo ultrapassar os 90% do PIB** (82.4% no PEC).

No dia 28 de Março, **o Presidente da República afirmou à agência noticiosa Bloomberg que os três principais partidos se comprometeram a cumprir as actuais metas** do Governo **para o défice público**.

Em termos de **previsões macroeconómicas para Portugal**, merecem referência os valores indicados pelo Governo na **atualização do Programa de Estabilidade e Crescimento (2010-2013)**, embora este tenha sido rejeitado no Parlamento. O Governo apontou para uma variação real do **PIB** de -0.9% em 2011 (0.2% nas anteriores estimativas, do Orçamento de Estado de 2011, OE 11), 0.3% em 2012, 0.7% em 2013 e 1.3% em 2014, sendo os valores da **inflação** medida pelo IPC de 2.7% em 2011 (2.2% no OE 11) e 2.1% nos restantes anos. Destaca-se ainda a previsão de uma **taxa de desemprego** de 11.2% em 2011 (10.8% no OE 11), diminuindo até 9.8% em 2014, e um **defícite da balança corrente** de 8.3% do PIB em 2011, passando para 4.9% em 2014.

No Boletim Económico de Primavera de 2011 apresentado no dia 29, **o Banco de Portugal (BdP) reviu ligeiramente em baixa a sua previsão de variação real do PIB, passando para -1.4% em 2011 e 0.3% em 2012** (face a -1.3% e 0.6% nas anteriores projecções, do Boletim de Inverno de 2010).

| | BE Primavera 2011 | | | BE Inverno 2010 | |
|--|-------------------|-------------|------------|-----------------|------------|
| | 2010 | 2011 (P) | 2012 (P) | 2011 (P) | 2012 (P) |
| PIB | 1.4 | -1.4 | 0.3 | -1.3 | 0.6 |
| Consumo privado | 2.0 | -1.9 | -1.0 | -2.7 | -0.5 |
| Consumo público | 3.2 | -6.6 | -1.0 | -4.6 | -1.0 |
| FBCF | -4.8 | -5.6 | -1.3 | -6.8 | -0.4 |
| Exportações | 8.7 | 6.0 | 6.5 | 5.9 | 6.1 |
| Importações | 5.3 | -1.6 | 2.0 | -1.9 | 2.4 |
| Contribuições para o PIB (p.p.) | | | | | |
| Exportações Líquidas | 0.5 | 2.5 | 1.4 | 2.5 | 1.1 |
| Procura Interna | 0.9 | -3.9 | -1.1 | -3.9 | -0.6 |
| Balança corrente e de capital (% do PIB) | -8.7 | -8.9 | -8.3 | -7.1 | -7.0 |
| Inflação (IHPC) | 1.4 | 3.6 | 2.0 | 2.7 | 1.4 |

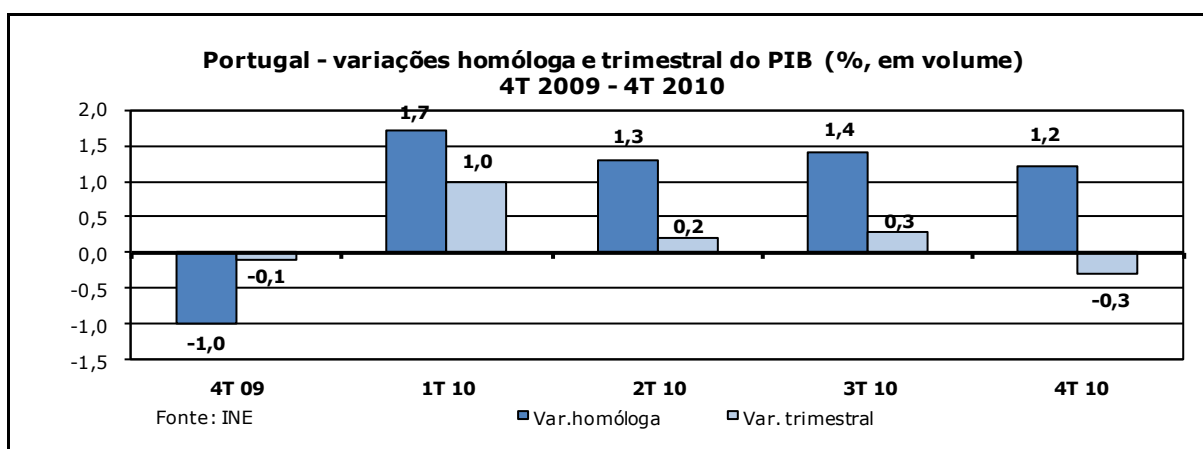
Fonte: Banco de Portugal; valores em tvh, excepto as contribuições para o PIB (em pontos percentuais, p.p.); P = previsão; IHPC = Índice harmonizado de preços no consumidor.

No entanto, o BdP salienta que **“os resultados das projecções apenas consideram as medidas orçamentais bem especificadas e já aprovadas”**, designadamente as do Orçamento de Estado de 2011. **“Em 2011 persistem riscos de implementação não negligenciáveis”**, dado o **“grau de consolidação orçamental numa magnitude sem precedente. Em 2012, o**

conjunto de medidas adicionais de carácter permanente necessárias para alcançar o objectivo assumido pelas autoridades **atinge uma dimensão muito substancial. A adopção dessas medidas implicará uma nova contracção significativa da actividade económica**, à semelhança do projectado para 2011.” Dado que falta especificar essas medidas para 2012, **os resultados projectados para esse ano devem ser especialmente relativizados. As projecções não consideram ainda o inevitável processo de desalavancagem do sector privado, incluindo o sistema bancário.** A natureza deste processo será definida nos próximos meses, mas não deixará de implicar **condições de financiamento mais restritivas, determinando riscos descendentes adicionais sobre a actividade económica.**

Neste contexto, “a economia portuguesa não deverá acompanhar nos próximos anos o ciclo de recuperação da actividade económica a nível europeu, embora dele beneficie a nível da procura externa”.

No caso da inflação (medida pelo IHPC), pelo contrário, **os valores projectados pelo Bdp são agora bastante superiores** (3.6% em 2011 e 2% em 2012, face a 2.7% e 1.4% no anterior Boletim, respectivamente), **reflectindo sobretudo a revisão em alta do preço do petróleo em euros e a actualização significativa dos preços de vários bens e serviços sujeitos a regulação**, no âmbito das medidas de consolidação orçamental.

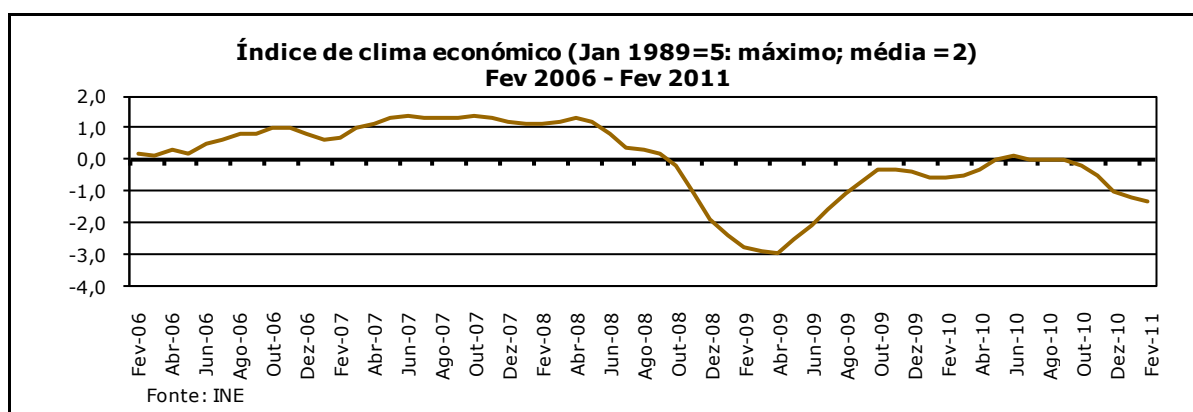


No que se refere a dados da actividade corrente, a segunda estimativa do INE para o **PIB** no quarto trimestre de 2010 confirmou um crescimento homólogo em volume de 1.2%, traduzindo um abrandamento face à subida de 1.4% no trimestre anterior (em cadeia, a variação passou de 0.3% para -0.3%), valor que foi revisto em alta de 0.1 ponto. Os dados por componentes agora disponíveis mostraram, no lado da despesa, variações de -5.5% no **investimento** (-8.2% no terceiro trimestre), 0.9% no **consumo** privado (1.6%) e 4.6% no consumo público (0.1%), que foi impulsionado pela importação de submarinos. As **importações** subiram 4.6% (1.6%) e as **exportações** 8.1% (8.6%). Por sectores, as variações foram de 2.7% na **indústria** (2.3%), 0.7% nos **serviços**

(1.3%), -3.6% na **construção** (-2.9%) e -1.3% na **agricultura e pesca** (-1.5%).

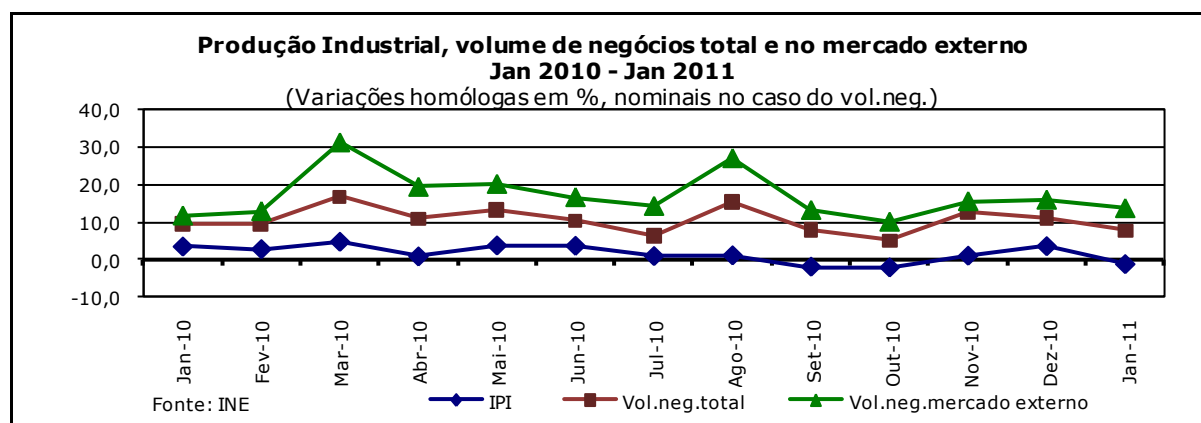
Foi ainda confirmada a variação real de 1.4% do PIB em **2010** (-2.5 em 2009), com variações de 2% do consumo privado (influenciada pelo fim dos incentivos ao abate de veículos em fim de vida), 5.3% nas exportações e -5.6% no investimento (-14% em 2009). Por sectores, a recuperação teve origem nas subidas de 3.3% na indústria (-8.5%) e 1.4% nos serviços (-0.3%).

A evolução próxima do PIB deverá ser desfavorável, tendo em conta a queda já prolongada do **indicador de clima económico** do INE (a que acresce o ajustamento requerido por um cada vez mais provável pedido de ajuda externa de Portugal no presente contexto de crise política). A melhoria nos **indicadores de confiança** da indústria **transformadora** e dos **consumidores** foi contrariada pelo recuo nos indicadores de confiança da construção e comércio, nomeadamente.

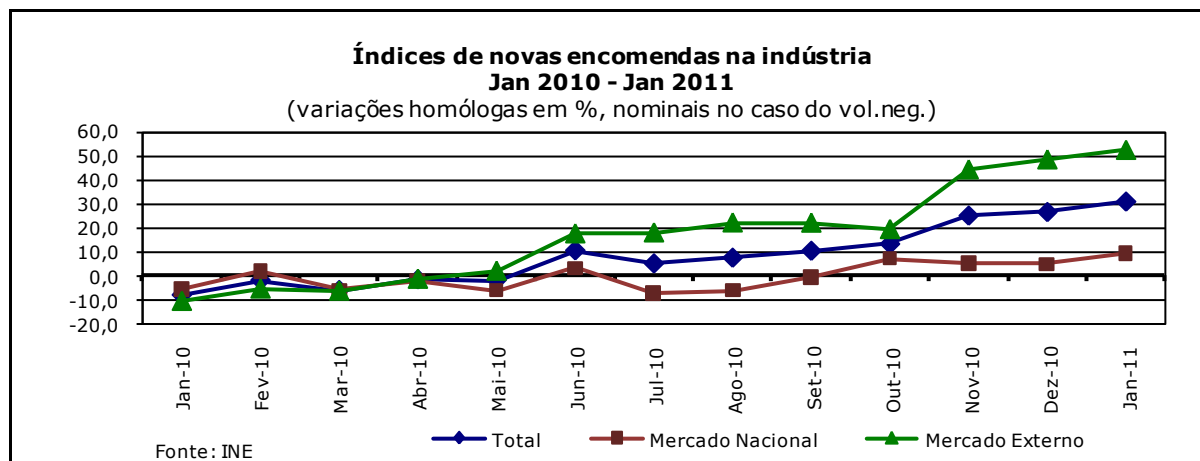


Quanto à **atividade industrial**, destaca-se, em Janeiro:

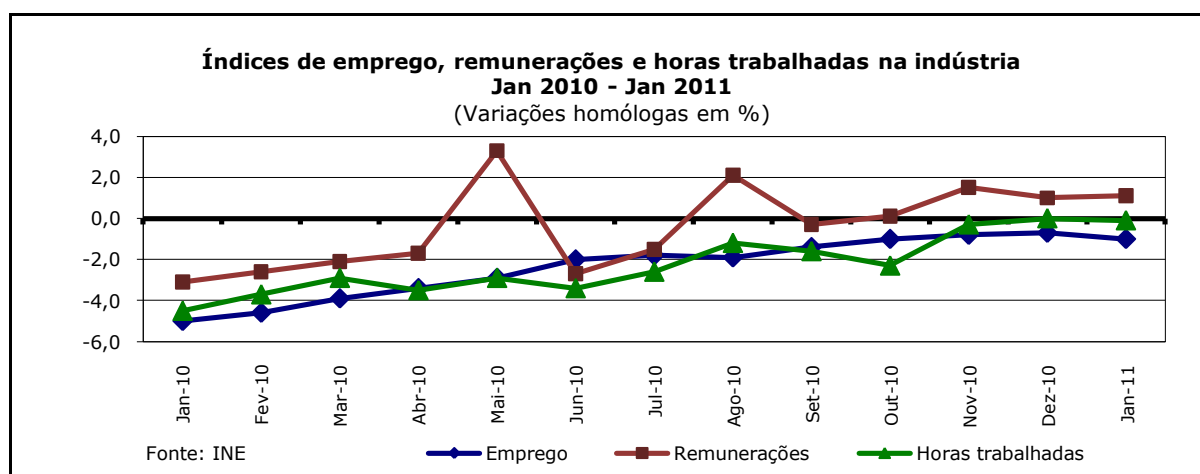
(i) A quebra homóloga de -1.3% da **produção industrial** (variação de 3.6% em Dezembro) e a redução do crescimento nominal do **volume de negócios** para 7.7% (11.2%), repartido entre 13.6% no mercado externo (15.9%) e 4.5% no mercado nacional (8.9%); as variações médias anuais situaram-se em 1.4% no índice de produção e 10.4% no volume de negócios (6.9% no mercado nacional e 17.1% no mercado externo);



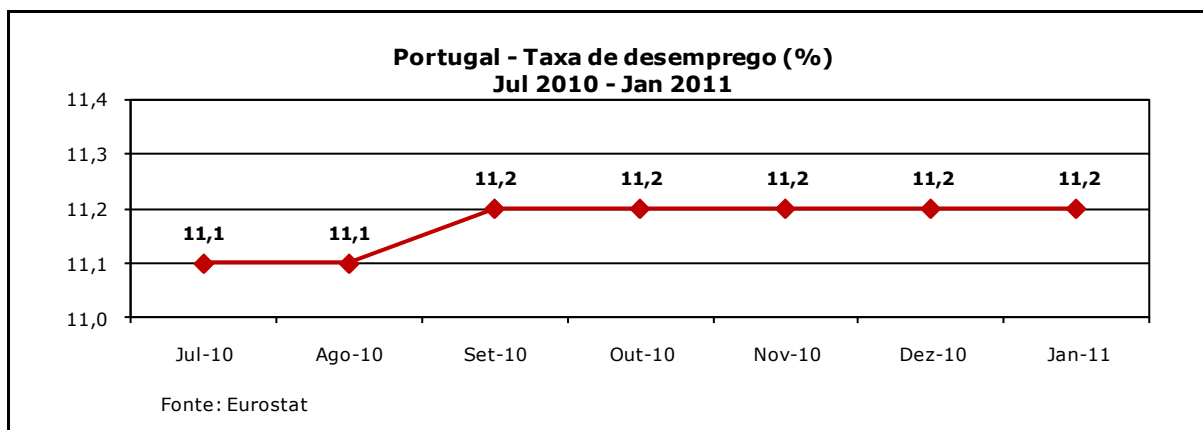
(ii) No trimestre terminado em Janeiro, as **novas encomendas industriais** registaram um crescimento homólogo de 30.9% (26.5% no trimestre até Dezembro), repartido entre 9.3% no mercado nacional (4.8%) e 52.6% no mercado externo (48.6%). Estes dados apontam para uma melhoria do andamento da produção industrial nos próximos meses, retomando a dinâmica de crescimento;



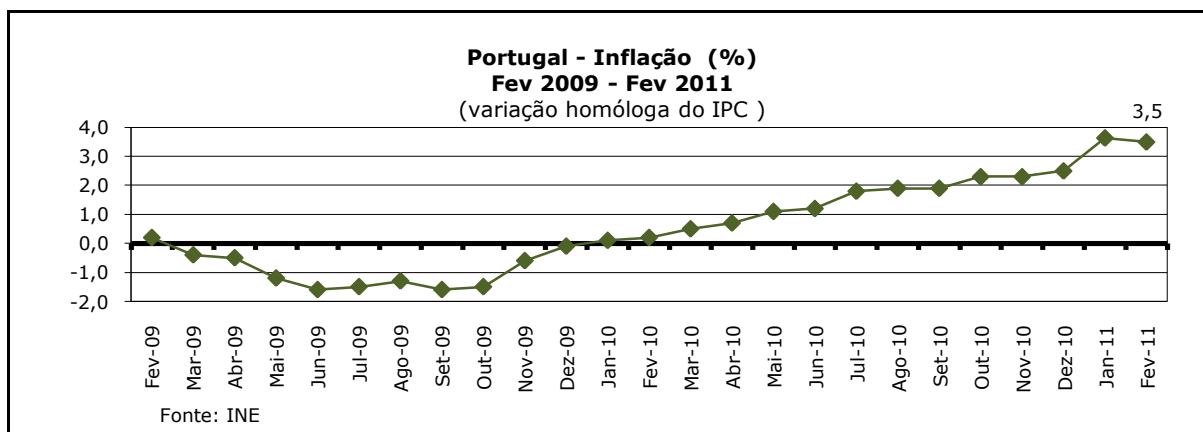
(iii) O índice de **emprego** apresentou uma variação homóloga de -1% em Janeiro (-0.7% em Dezembro), que compara com -0.1% (0%) no índice de **horas trabalhadas**; por sua vez, o índice de **remunerações** aumentou 1.1% (1%). As variações médias anuais foram de -2.1%, -2.1% e -0.1%, respectivamente.



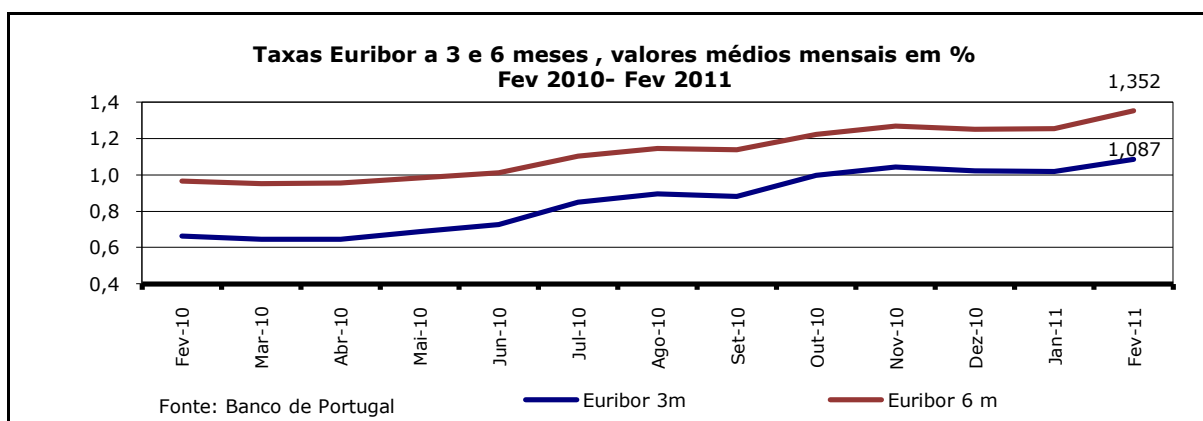
Segundo estimativas do Eurostat, a taxa de **desemprego** portuguesa situou-se em 11.2% em Janeiro, pelo quinto mês consecutivo.



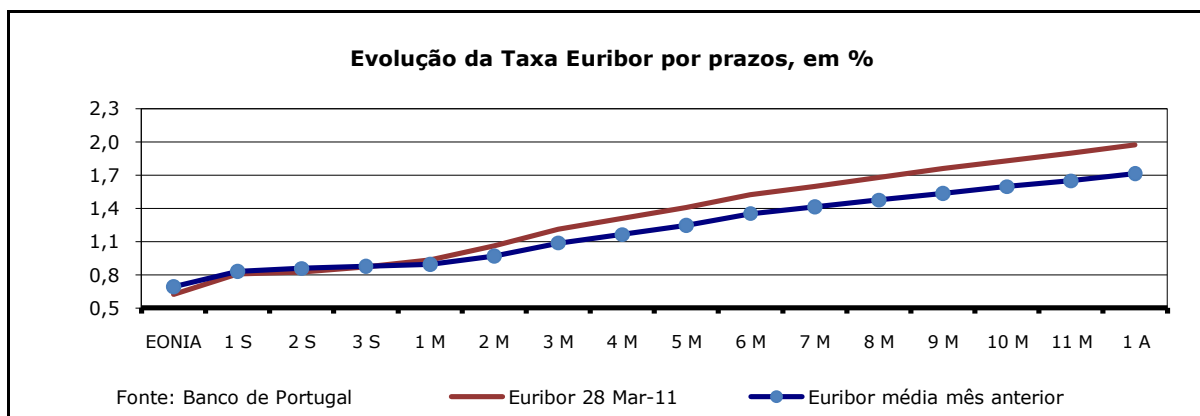
A taxa de **inflação** medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC) diminuiu para 3.5% em Fevereiro (3.6% em Janeiro), tendo-se registado um valor de 1.9% sem as componentes de energia e bens alimentares (2.1%). A variação média anual situou-se em 2% (1.7%). O IHPC apresentou variações semelhantes (homóloga de 3.5% e média anual de 2%).



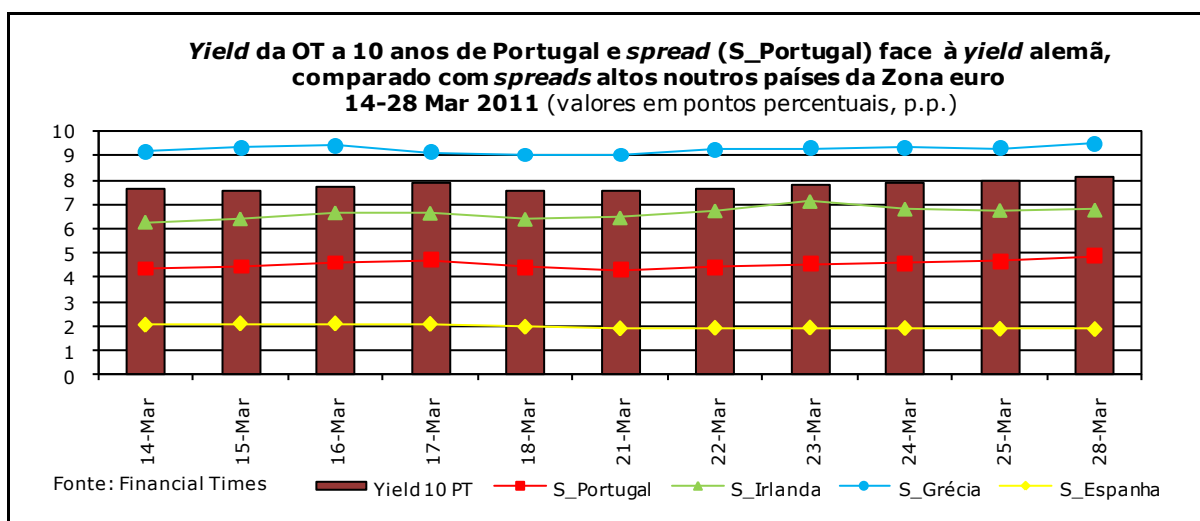
No mercado monetário europeu, a perspectiva de aumento das **taxas de juro** directoras do BCE conduziu a uma subida das **taxas Euribor** a 3 e 6 meses em Fevereiro, tanto em média mensal (1.087% e 1.352%, respectivamente, face a 1.017% e 1.254% em Janeiro) como em comparação de final de mês (1.094% e 1.379%, após 1.074% e 1.319% no final de Janeiro).



A subida das taxas de juro continuou em Março (para 1.21% na Euribor a 3 meses e 1.521% no prazo dos 6 meses, considerando os valores do dia 28), e com mais intensidade nos prazos mais longos, o que reforçou a inclinação da **curva de rendimentos** do mercado monetário.



No que se refere às taxas de juro de longo prazo, as **yields** das obrigações do Tesouro a 5 e 10 anos aumentaram de forma significativa em Fevereiro, tanto em média mensal (6.76% e 7.34%, respectivamente, após 6.09% e 6.94% em Janeiro), como em comparação de final de mês (7.33% e 7.54%, face a 6.3% e 7.05% no final de Janeiro), segundo dados do Banco de Portugal. Já em Março, o aumento das yields acentuou-se devido às dúvidas quanto à capacidade de cumprimento das metas orçamentais por um Governo minoritário, confirmadas pela recente crise política e a perspectiva de eleições. A subida foi particularmente acentuada na *yield* a 5 anos, que se situou em 8.28% no dia 24 de Março (dados do Banco de Portugal), após a rejeição do PEC no Parlamento, superando a *yield* a 10 anos (7.87%). O rumor de que o BCE terá deixado de comprar dívida pública nacional numa situação iminente de ajuda externa a Portugal acentuou o movimento de subida nos dias 23 e 24 de Março. O aumento do risco da dívida nacional ficou reflectido na subida do diferencial (**spread**) face ao referencial alemão (*bund*), que atingiu 4.87 p.p. no dia 28 (dados do Financial Times). O diferencial continuou a ser dos mais elevados dentro da zona do euro, apenas superado pelos diferenciais da Grécia e da Irlanda.



Na **bolsa nacional**, o índice de referência PSI-20 valorizou-se 2.3% em Fevereiro, em comparação de final do mês (7995.16 no dia 28), igualando o desempenho do referencial europeu Euronext-100. A subida do PSI-20 reflectiu o bom desempenho de alguns títulos, nomeadamente da banca, que apresentou resultados favoráveis e uma situação que deverá permitir superar os próximos testes de stress a nível europeu. Já em Março, o PSI-20 recuou para 7829.6 no dia 28 devido à deterioração da situação política e financeira do país, e à conjuntura externa desfavorável (altos preços do petróleo e tragédia no Japão).

Em termos de **contas externas**, o défice da Balança Corrente reduziu-se 12.6% em Janeiro de 2011 (para 1183 milhões de euros, m.e.), com melhorias nas principais componentes, excepto na balança de rendimentos. A Balança de Capital registou um défice pouco significativo e semelhante a Janeiro de 2010.

No que se refere à **execução orçamental** mais recente da DGO, relativa aos dois primeiros meses do ano, os dados mostraram uma redução homóloga de 69.2% no défice no subsector Estado (para 374 m.e.). A **receita** registou uma variação de 10% (10.7% na receita fiscal, da qual 14.6% nos impostos directos e 8.9% nos indirectos, incluindo 12% no IVA), face a uma meta orçamental de 6.7%, e a **despesa** -3.6% (-3.9% na despesa corrente primária, incluindo -5.3% na despesa com pessoal, e 0.7% na despesa de capital), que compara com uma variação orçamentada de -1.5%. O saldo dos serviços e fundos autónomos e da Segurança social também melhorou até Fevereiro, tendo o valor agregado nestes subsectores mais o Estado passado de -203 para 840 m.e.. Faz-se notar que a evolução de apenas dois meses é fortemente influenciável por factores pontuais.