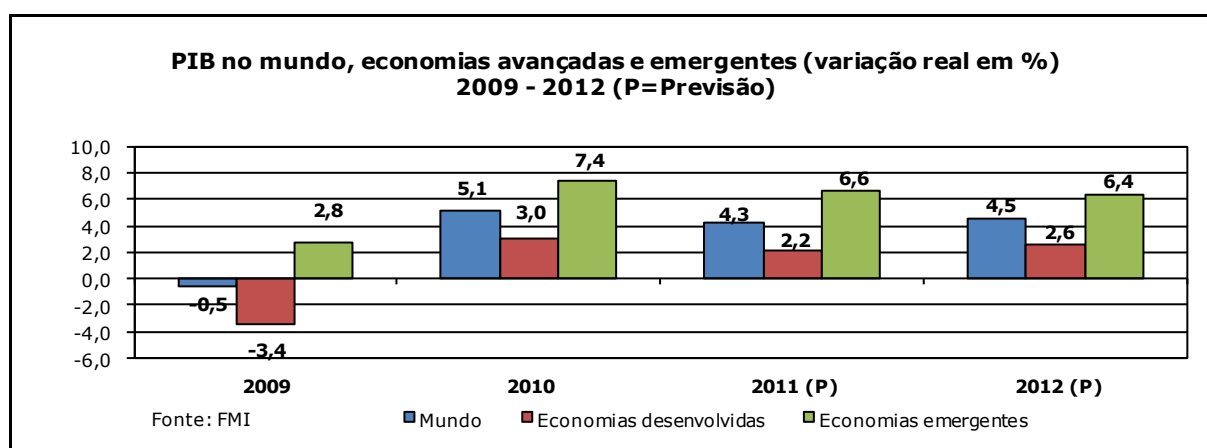


CONJUNTURA ECONÓMICA

- Junho 2011 -

MUNDO

No dia 17 de Junho, o **FMI** divulgou uma **atualização das previsões de Primavera** (sem dados novos especificados para Portugal). Salienta-se a ligeira revisão em baixa do crescimento do PIB mundial em 2011 (4.3%, em termos reais, menos 0.1 ponto percentual que nas primeiras estimativas, mantendo-se em 4.5% a previsão para 2012), em resultado da descida da projecção das economias avançadas (0.2 pontos, para 2.2%), originada sobretudo no Japão e EUA, que contrariou a subida da previsão para as economias emergentes (0.1 ponto, para 6.6%, mas com uma revisão de 6.5% para 6.4% em 2012). Apesar do menor dinamismo previsto para 2011, o FMI espera uma retoma do ritmo de crescimento no segundo semestre.



O FMI alterou também as previsões relativas ao **comércio mundial**, antecipando agora um crescimento em volume de 8.2% em 2011 (mais 0.8 pontos que nas anteriores projecções) e de 6.7% em 2012 (menos 0.2 pontos).

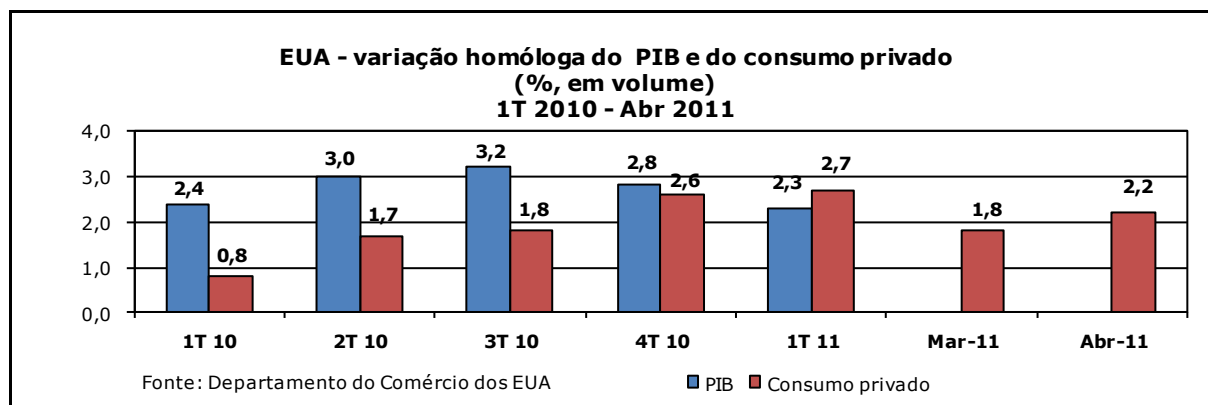
No que se refere às **cotações internacionais** subjacentes às previsões, é de realçar a revisão em baixa do preço médio previsto do petróleo (106.3 dólares/barril em 2011 e 105.25 em 2012, valores que comparam com 107.16 e 108 nas anteriores previsões, respectivamente, e 79.03 dólares em 2010).

EUA

O FMI reduziu as suas **previsões** de crescimento do **PIB norte-americano** para 2.5% em 2011 (menos 0.3 pontos que nas anteriores projecções) e 2.7% em 2012 (menos 0.2 pontos), em face do abrandamento acima do esperado dos indicadores de actividade e da falta de um plano de consolidação fiscal credível.

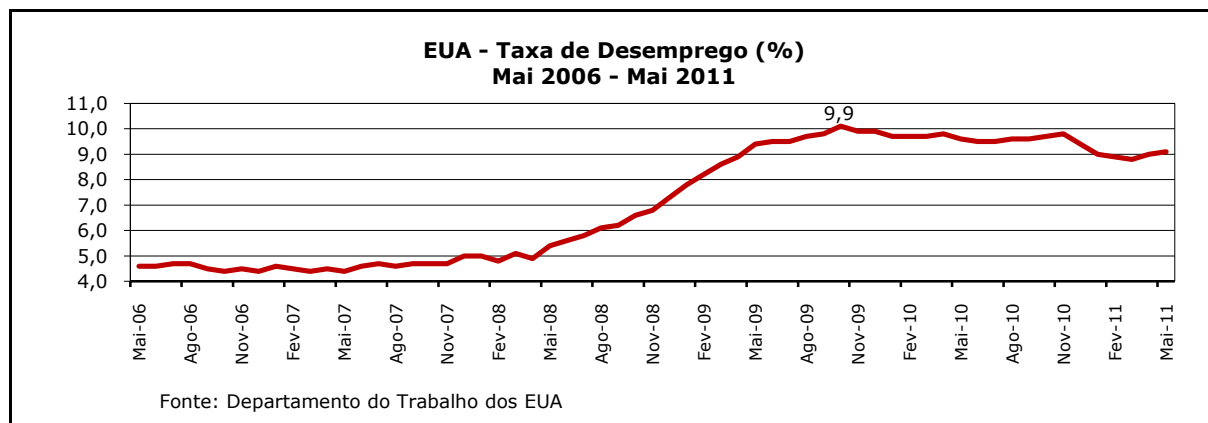
Dados revistos do **PIB norte-americano** no primeiro trimestre confirmaram um crescimento homólogo de 2.3%, em termos reais, após 2.8% e 3.2% (o valor mais elevado em 3 anos) nos dois trimestres anteriores.

Quanto a informação mais recente, salienta-se a variação homóloga de 2.2% do **consumo privado** em Abril, que traduz uma melhoria face a Março, mas um abrandamento face ao primeiro trimestre (2.7%).



O **índice dos indicadores avançados** do Instituto Conference Board recuperou em Maio, continuando a exibir alguma irregularidade (variação mensal de 0.8%, após -0.4% e 0.7% nos dois meses anteriores). A evolução recente do índice aponta para a continuação de uma tendência de crescimento económico modesto nos EUA, mas com surtos de maior expansão.

A taxa de **desemprego** dos EUA aumentou pelo segundo mês consecutivo em Maio (9.1%, após 9% em Abril e 8.8% em Março, um mínimo de dois anos).



No dia 22 de Junho, a **Reserva Federal** (Fed) voltou a deixar as suas taxas de juro directoras inalteradas em mínimos históricos (0% a 0.25%, no caso da taxa *fed funds*, intervalo que se mantém desde Dezembro de 2008) e confirmou o fim do programa de compra de obrigações do Tesouro em Junho. Contudo, contrariamente ao que sinalizara na reunião anterior, a Reserva Federal decidiu não terminar para já o reinvestimento dos rendimentos do *portfolio* de activos, uma medida de impacto reduzido, mas que iniciará o processo de redução da expansão monetária. Para essa decisão, terá contribuído a redução das previsões da Fed relativas ao crescimento da economia norte-americana (para 2.7-2.9% em 2011 e 3.3-3.7% em 2012, em variação homóloga no quarto trimestre), embora devido a factores temporários (subida dos preços da energia e efeitos do terramoto no Japão), sendo esperada uma retoma do ritmo de crescimento e uma descida da taxa de desemprego nos próximos trimestres.

EUROPA

No dia 17 de Junho, o **FMI** reuiu significativamente em alta a **projecção** de crescimento do **PIB** da zona euro em 2011 (0.4 pontos percentuais, para 2%, em variação real), com destaque para a melhoria dos valores da Alemanha (0.7 pontos, para 3.2%) e da França (0.5 pontos, para 2.1%). Em contrapartida, a projecção para 2012 foi ligeiramente reduzida (0.1 ponto, para 1.7%).

Contudo, na **análise da zona euro ao abrigo do artigo IV** (divulgada no dia 20), o FMI alertou para o risco da crise de dívida soberana nos países periféricos poder destruir as perspectivas favoráveis da região, pois a incapacidade de tomar acções decisivas poderá contagiar as maiores economias e resultar em grandes repercussões globais. O FMI defendeu ainda o reforço da integração económica para aumentar o potencial de crescimento da região.

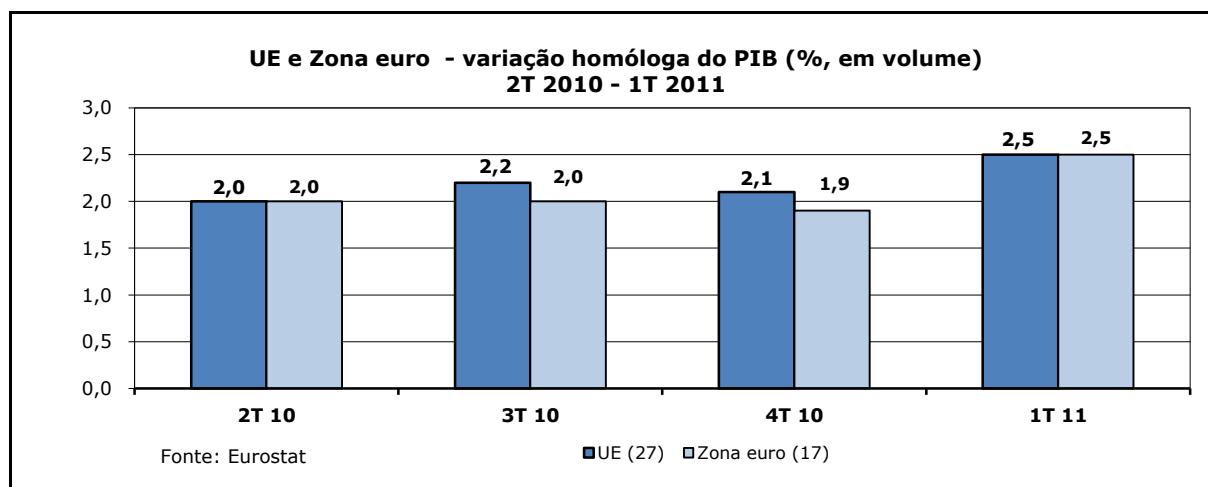
Destacam-se ainda as principais conclusões do **Conselho Europeu** de 23-24 de Junho, onde os chefes de Estado se comprometeram a "fazer o que for necessário para assegurar a estabilidade financeira da zona do euro como um todo". Na análise dos países com programas de ajustamento, foi reconhecido o progresso da Irlanda na implementação de reformas, o forte compromisso do novo Governo português com a aplicação integral do programa de reformas, assim como alguns avanços no processo de consolidação orçamental na Grécia. Neste último caso, ficou definido que o Governo grego deverá, com urgência, concluir a actualização do programa de reformas com a *Troika* e conseguir a aprovação no Parlamento de um conjunto de medidas fiscais e de privatizações. Só assim o país poderá ter acesso ao novo empréstimo solicitado pelas autoridades gregas e ao desembolso da próxima tranche do empréstimo inicial, a tempo de responder às necessidades de financiamento em Julho.

Os chefes de Estado acordaram que o novo empréstimo à Grécia será financiado através de fontes oficiais e privadas, seguindo a abordagem decidida na reunião do Eurogrupo de 20 de Junho. O envolvimento do sector privado será feito através do *rollover* da dívida (compra de novos títulos de dívida quando os detidos chegarem ao termo) voluntário e informal, com vista a "uma redução substancial da necessidade de financiamento, evitando, ao mesmo tempo, um *default* (incumprimento) selectivo da Grécia". O carácter voluntário da participação dos credores privados segue a recomendação do BCE, que alertara para o risco de qualquer envolvimento não voluntário poder ser interpretado como um "evento de crédito" pelas agências de notação e originar novas descidas dos *ratings* da Grécia e de outros países vulneráveis da zona euro (que o BCE não poderia continuar a financiar sob pena de comprometer o seu balanço), colocando em causa a estabilidade da União Monetária.

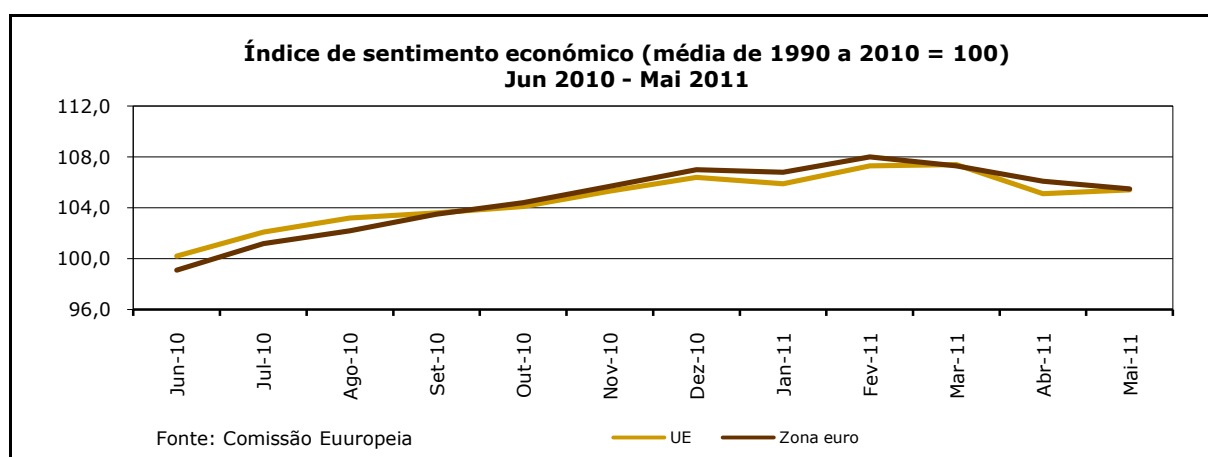
Na reunião do Eurogrupo de dia 20, destaca-se também a decisão de retirar o estatuto de credor preferencial ao Mecanismo de Estabilidade Financeira, o programa de ajuda permanente que vigorará a partir de 2013 (altura em que expira o actual Fundo Europeu de Estabilidade Financeira), no caso dos países já sob ajuda externa (Grécia, Irlanda e Portugal). A medida favorece a compra de títulos de dívida pública destes países e a descida da taxa de juro implícita ao diminuir o prémio de risco associado, isto porque, em caso de incumprimento, os

credores privados receberão a par (e não depois) do Mecanismo de Estabilidade Financeira, a que, com alguma probabilidade, estes países poderão ter de recorrer a partir de 2013. Recorde-se que o envolvimento dos credores privados no Mecanismo de Estabilidade Financeira ficou confirmado no Conselho Europeu de 25 de Março, o que acentuou a subida das *yields*.

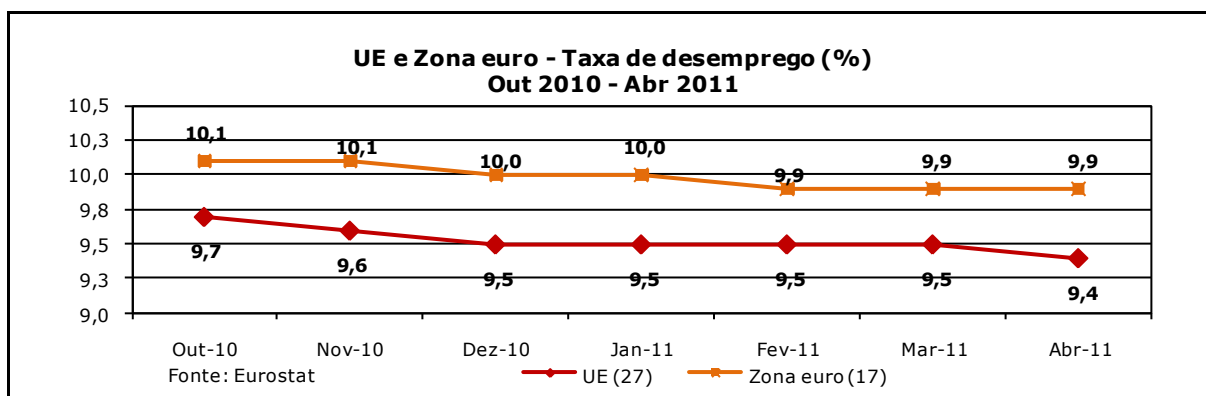
De acordo com dados revistos do Eurostat, o **PIB** registou uma variação real homóloga de 2.5% no primeiro trimestre tanto na UE como na Zona do euro (valores iguais às primeiras estimativas), após 2.1% e 1.9% no quarto trimestre, respectivamente (menos 0.1 ponto face às primeiras estimativas, em ambos os casos). As variações em cadeia permaneceram inalteradas (0.8% nos dois casos, após 0.2% e 0.3% no trimestre anterior).



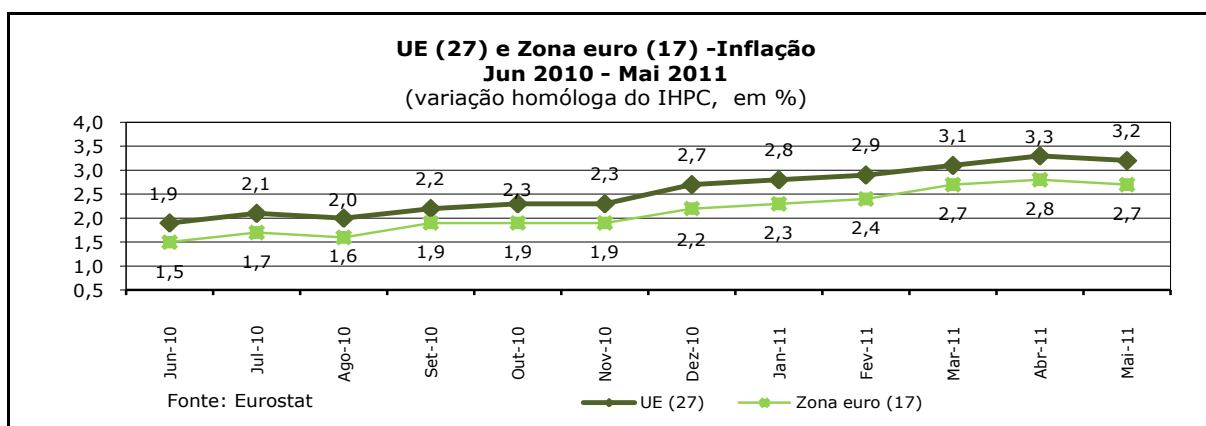
Quanto a indicadores avançados, realça-se o recuo do **índice de sentimento económico** da **zona do euro** em Maio, pelo segundo mês consecutivo (dados da Comissão Europeia), em contraste com a recuperação na **UE**, ainda que ligeira. A tendência recente de descida dos indicadores de sentimento económico aponta para um menor dinamismo da economia europeia nos próximos meses, sobretudo na área do euro, mais afectada pela crise de dívida soberana.



Em Abril, a taxa de **desemprego** permaneceu inalterada na UE (em 9.9%, valor ajustado de sazonalidade) e reduziu-se ligeiramente na zona do euro (9.4%, após 9.5 em Março).



Em Maio, a taxa de **inflação** homóloga da UE medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) reduziu-se em 0.1 ponto percentual tanto na UE (para 3.2%) como na Zona do Euro (para 2.7%), o que não impediu uma nova subida em variação média anual (0.1 ponto em ambos os casos, para 2.6% e 2.2%, respectivamente).



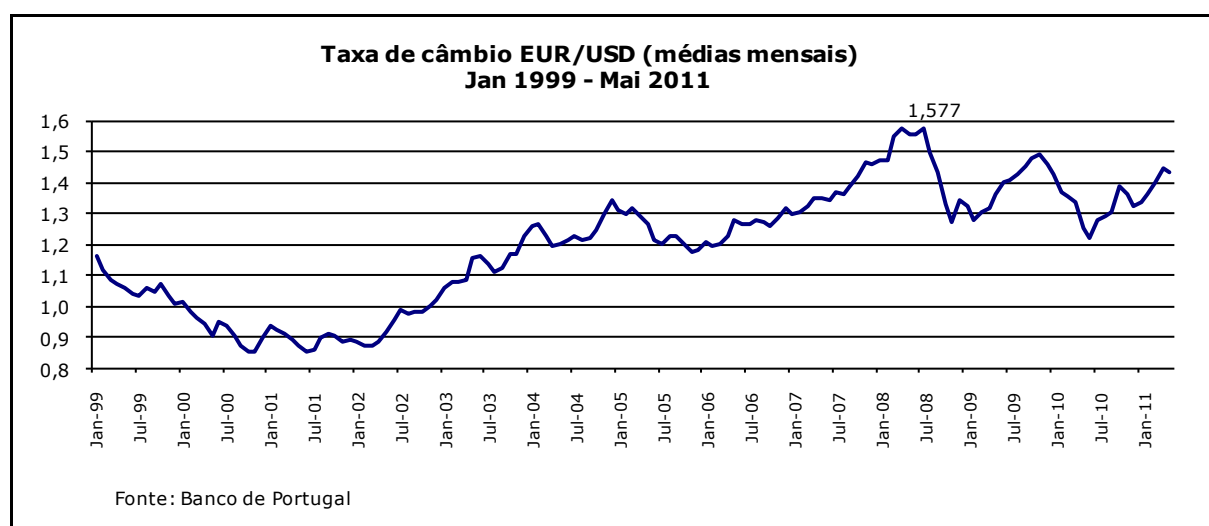
O **Banco Central Europeu (BCE)** manteve as suas **taxas de juro directoras** no dia 9 de Junho, pela segunda reunião consecutiva (em 1.25%, no caso da taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento), após a subida de 0.25 pontos percentuais em Abril. Apesar da manutenção dos referenciais, o BCE sinalizou claramente a possibilidade de uma subida em Julho ao reintroduzir a expressão "forte vigilância" relativamente à estabilidade de preços, cujos riscos considerou predominantes.

Na **análise económica** regular, foram tidas em conta as **previsões macroeconómicas de Junho** para a zona euro elaboradas por especialistas do BCE, com revisões em alta, para 2011, dos intervalos de crescimento do PIB (para 1.5%-2.3%, em volume) e do IHPC (para 2.5%-2.7%), mantendo-se quase inalterados os intervalos de 2012 (0.6%-2.8% e 1.1-2.3%). Apesar da subida da projecção de crescimento em 2011, o BCE espera um abrandamento do PIB da zona do euro no **segundo trimestre**, após factores especiais que beneficiaram a subida do PIB no trimestre anterior. Na **análise monetária**, o BCE refere que os indicadores monetários têm vindo a recuperar gradualmente e a liquidez permanece ampla, com potencial para acomodação de pressões inflacionistas. No que se refere às **medidas excepcionais de liquidez**, transitórias por natureza, o BCE reiterou que serão retiradas quando for julgado apropriado. De novo, foi indicado que os empréstimos ilimitados a taxa fixa (a

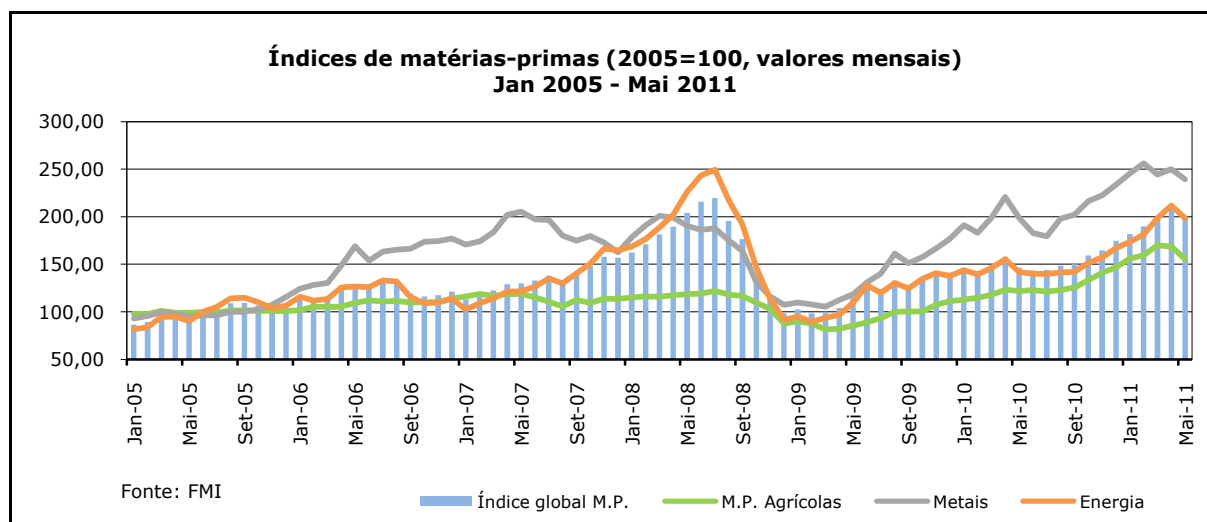
principal fonte de financiamento da banca nacional desde 2010) serão mantidos o “tempo que for necessário” e “pelo menos até Outubro de 2011”. Quanto à **sucessão do actual Presidente do BCE**, Jean-Claude Trichet, cujo mandato termina em Outubro, foi decidido o acolhimento sem objecções do candidato **Mario Draghi**, actual governador do Banco de Itália, que viu confirmado o próximo mandato de 8 anos no Conselho Europeu de 23-24 de Junho.

COTAÇÕES INTERNACIONAIS

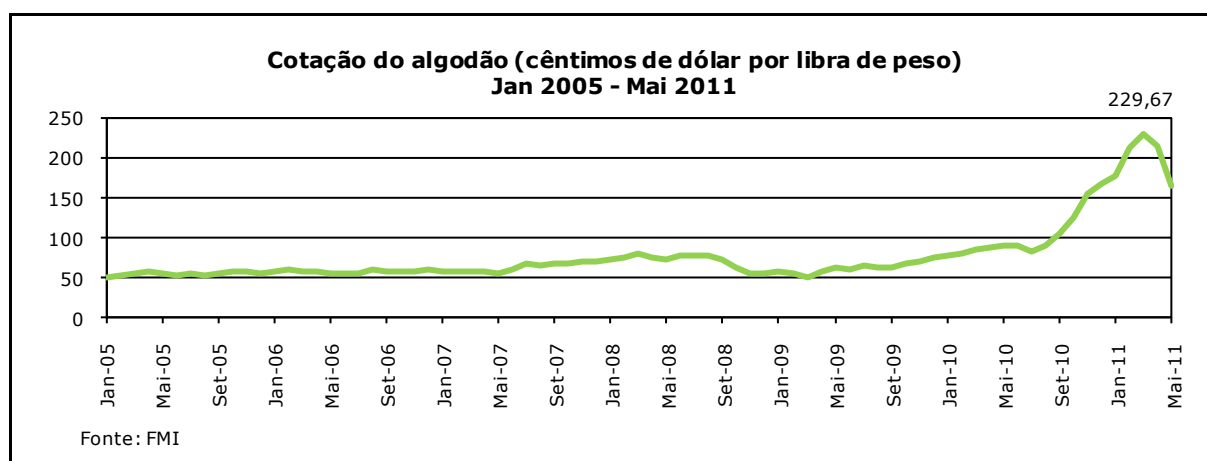
Em Maio, a cotação média mensal do **euro** face ao dólar situou-se em 1.4349 dólares, o que traduz uma depreciação de 0.64% face ao máximo de 16 meses registado em Abril. A correcção em baixa do euro traduziu a manutenção das taxas directoras do BCE no início do mês e a sinalização de igual decisão na reunião de Junho, para além do agravamento da crise de dívida soberana europeia (devido aos receios de reestruturação da dívida grega), que favoreceu a procura de dólares como moeda de refúgio. Já em Junho, o euro recuperou até 1.4652 dólares, no dia 7, com a perspectiva de uma subida das taxas de juro directoras do BCE em Julho, mas o movimento inverteu-se devido ao impasse na resolução da crise grega. No dia 27, o euro cotou-se a 1.4205 dólares.



Em Maio, o índice global de **matérias-primas** do FMI registou uma significativa correcção em baixa (variação mensal de -5.3%, face a um máximo de quase 3 anos em Abril), que traduziu, para além da apreciação do dólar, os receios de abrandamento da economia mundial, para o que contribuíram as novas restrições ao crédito na China e o fim anunciado das medidas quantitativas de política monetária da Reserva Federal em Junho. O recuo foi especialmente acentuado no índice de matérias-primas agrícolas (-7.7%, variação influenciada pela queda acentuada da cotação do algodão), seguido pelos índices de energia (-6.2%) e metais (-4.2%). A correcção terá prosseguido em Junho, de acordo com a informação disponível, a reflectir os dados económicos desfavoráveis nos EUA e China, e os receios de contágio da crise grega ao resto da Europa, embora no caso do petróleo se tenha observado uma recuperação temporária dos preços após a manutenção da oferta da OPEP na disputada reunião de 8 de Junho.

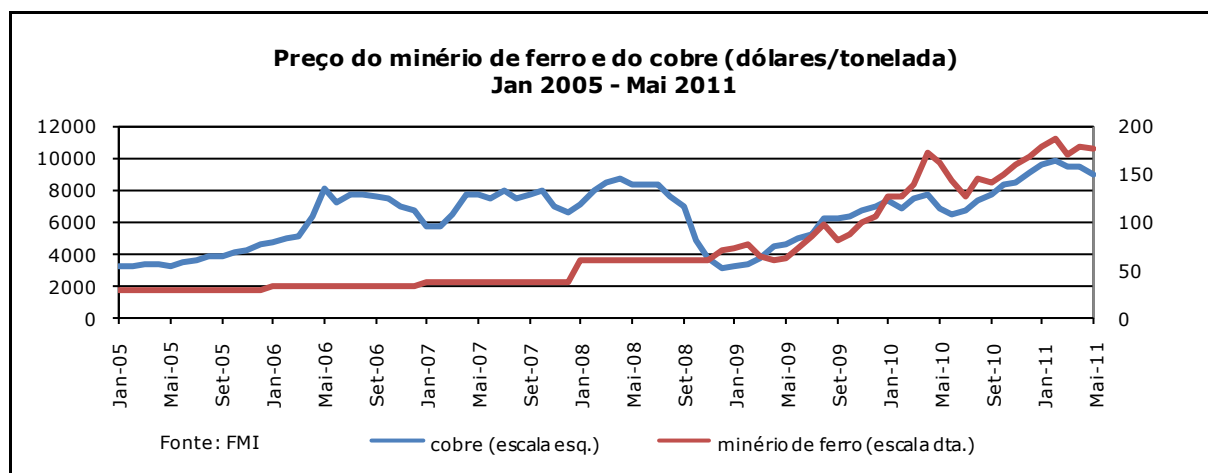


Nas matérias-primas agrícolas, destaca-se o recuo muito acentuado da cotação do **algodão** em Maio (para 1.65 dólares por libra de peso, menos 23.6% que em Abril e 27.9% abaixo do máximo histórico de 2.29 dólares em Março), traduzindo os receios de abrandamento da economia mundial, mas sobretudo a perspectiva de retoma da produção de algodão nos EUA.



No caso dos **metais**, salientam-se as descidas de 5.8% da cotação do cobre e de 1.2% no preço do minério de ferro em Maio. O recuo registado no **cobre** (pelo terceiro mês consecutivo e a um ritmo mais forte) reflecte, em larga medida, a continuação do processo de redução dos *stocks* acumulados na China, embora se preveja para breve o regresso do país ao mercado e a consequente recuperação da cotação, também sob a influência de uma possível subida de impostos sobre o sector mineiro no Peru, anunciada pelo provável vencedor das próximas eleições legislativas nesse país. No **minério de ferro**, a descida da cotação traduz os receios de abrandamento económico na China (levando a Associação Chinesa de Ferro e Aço a reduzir as previsões de procura de aço do país nos próximos anos), mas também o expectável aumento da oferta mundial com a retoma das exportações da Austrália e Índia e, a prazo, a concretização de um significativo número de projectos mineiros (vários apoiados pelo governo chinês, para reduzir a dependência das três principais empresas mundiais, que dominam o mercado). Já em Junho, a Austrália anunciou uma proposta legislativa para aumentar o

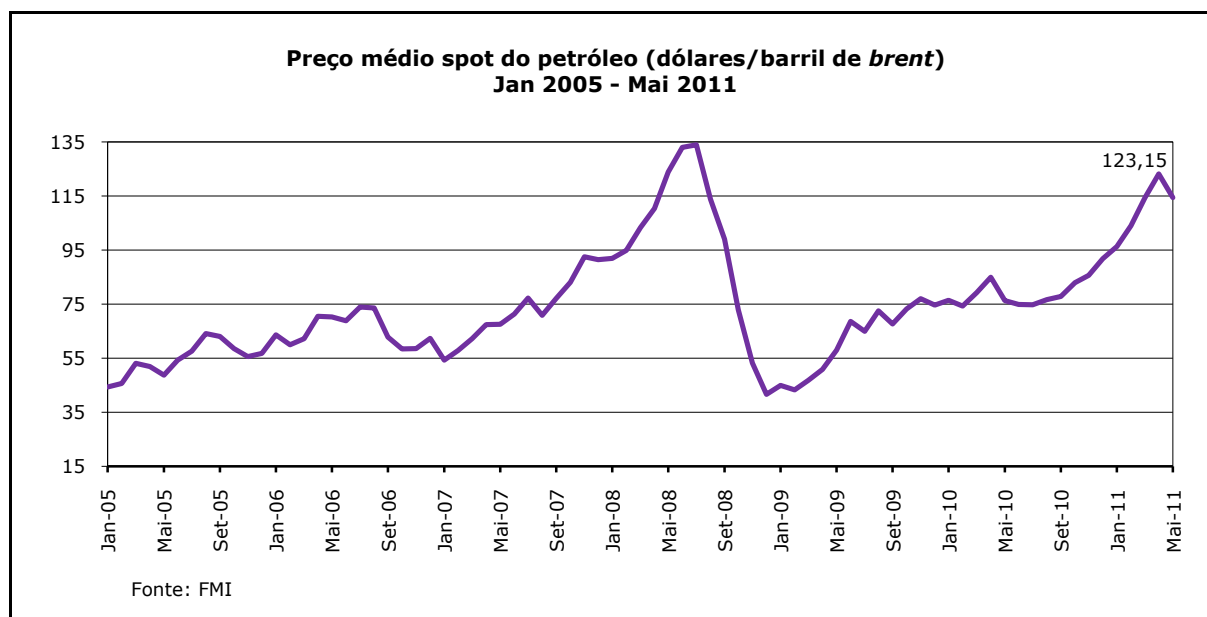
imposto sobre o sector mineiro, uma medida que agravará os preços de exportação do metal e poderá ser seguida por outros países.



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).

Em Maio, o preço do **petróleo** corrigiu em forte baixa (114.46 dólares/barril, no caso do *brent*, menos 7.1% face ao máximo de quase três anos em Abril), a reflectir a apreciação do dólar, as novas restrições ao crédito na China, o anúncio da morte do terrorista Bin Laden, a expectativa de um aumento da produção da OPEP em Junho, e a descida da previsão de procura de petróleo em 2011 pela Agência internacional da Energia (AIE), devido aos elevados preços.

Já em Junho, a cotação do *brent* recuperou significativamente na primeira quinzena (para cerca de 120 dólares/barril, no dia 14), após a manutenção das quotas de produção da OPEP na reunião de dia 8, que ficou marcada pela maior divisão de posições dentro do cartel desde a década de 90, acabando por prevalecer a posição de que o mercado está bem abastecido, liderada pelo Irão e a Venezuela. Estes dois países têm agora uma maior influência no cartel do que o grupo de países liderado pela Arábia Saudita, que não conseguiu fazer vingar a proposta mais moderada de aumento da produção para travar a subida dos preços e não penalizar a retoma da economia mundial. Para além da vitória da posição mais agressiva sobre os preços (100 dólares/barril é agora o mínimo e não o máximo do intervalo de referência de preços do cartel), o forte desacordo reflecte factores de ordem política relacionados com as tensões no mundo árabe (o apoio militar da Arábia Saudita ao Governo do Bahrain deteriorou as relações com o Irão). De qualquer modo, a Arábia Saudita já vinha a aumentar unilateralmente a sua produção para suprir a menor oferta da Líbia (ainda afectada pelo conflito armado) e poderá agora reforçar o abastecimento fora das regras do cartel e incentivar outros países a fazer o mesmo. Os rumores de aumento da produção da Arábia Saudita contribuíram para o forte recuo do preço de petróleo a partir de meio do mês (para 105.7 dólares/barril no dia 27), mas destacam-se sobretudo os receios relacionado com a crise grega e a decisão da AIE, no dia 23, de colocar no mercado 60 milhões de barris das reservas de emergência dos seus membros, para colmatar a menor oferta da Líbia.



PORTUGAL

Destacam-se, abaixo, várias notícias relevantes de **envolvente** política e económica.

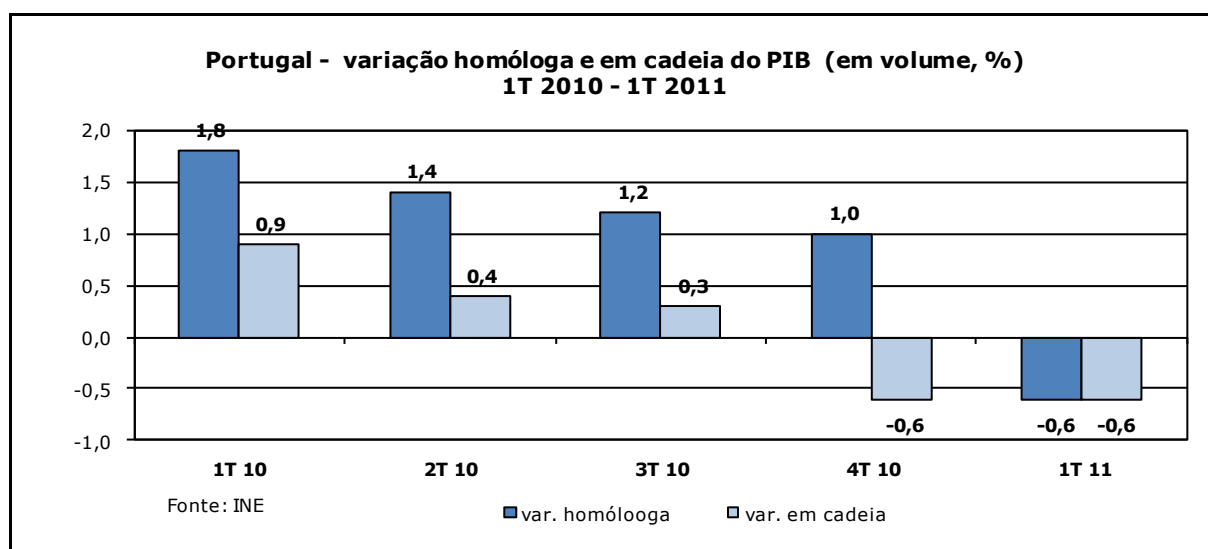
No dia 8 de Junho, o ministro das Finanças cessante, Teixeira dos Santos, divulgou no sítio de internet do Ministério um **calendário sistematizado das medidas do programa de ajuda externa** a implementar até final de 2011, num total de 213 (incluindo 5 acções prévias até 16 de Maio e 9 medidas a aplicar ao longo do programa), com uma grande concentração nos meses de Setembro e Dezembro (80 e 84 medidas, respectivamente).

No dia 21 de Junho, tomaram posse os ministros do **XIX Governo Constitucional**, uma coligação PSD-CDS liderada pelo primeiro-ministro Pedro Passos Coelho, formada na sequência das eleições legislativas antecipadas de 5 de Junho. O novo primeiro-ministro indicou que o Programa de Governo (a divulgar até final de Junho) "irá além" do programa de ajustamento nalgumas matérias. Dada a elevada actividade legislativa necessária para implementar o programa de ajuda externa, o primeiro-ministro Passos Coelho anunciou que o **Parlamento** não encerrará para férias em Agosto.

A segunda estimativa do INE para o **PIB** no primeiro trimestre de 2011 evidenciou uma **variação homóloga** em volume de -0.6% (-0.7% nas primeiras estimativas), após 1% no quarto trimestre de 2010 (valor inalterado). O detalhe dos dados por rubricas de **despesa**, agora disponível, confirma que a quebra do PIB se deveu a um acentuado recuo da procura interna (-3.2%, após 0.1% no

quarto trimestre), em resultado da quebra do **consumo** (-2.1% nas famílias¹ e -4.3% no Estado, após 1.1% e 1.6%² no quarto trimestre) e, em menor grau, da queda agravada do **investimento** (-5.9%, após -5.2% no quarto trimestre). A evolução negativa foi atenuada pela melhoria da procura externa líquida, cujo contributo para a variação homóloga do PIB subiu de 0.9 para 2.9 pontos percentuais graças à aceleração das **exportações** (de uma tvh de 7.8% para 8.5%) e à quebra das **importações** (tvh de -0.6%, após 1% no quarto trimestre). Por **sectores**, as variações homólogas foram de 2% na **indústria** (2.5% no quarto trimestre), -1.2% nos **serviços** (0.2%), -2.5% na **construção** (-3.7%) e 0.7% na **agricultura e pesca** (-0.4%).

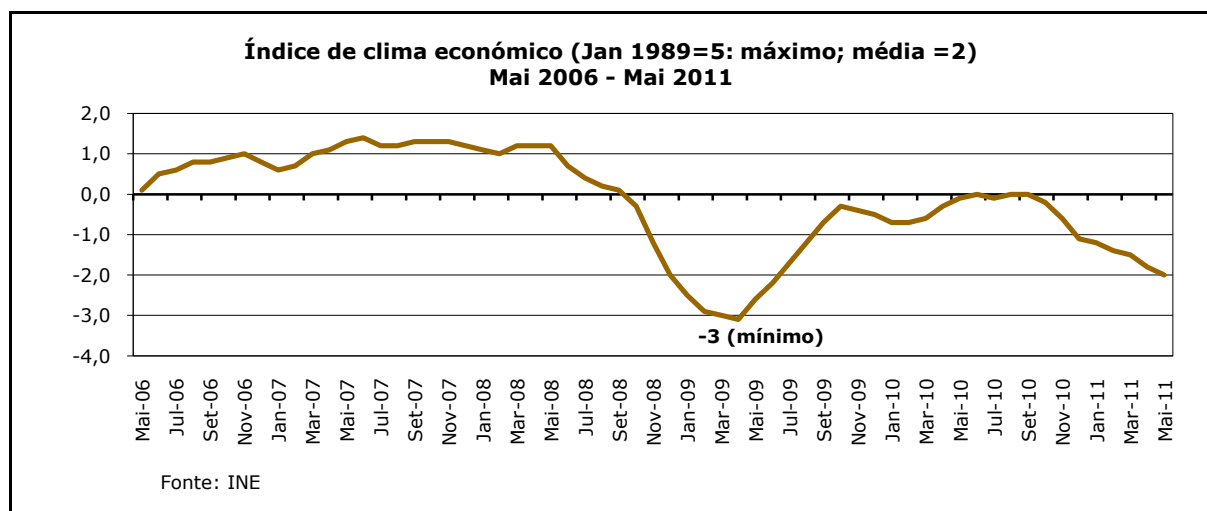
A **variação real em cadeia** do PIB foi também de -0.6% (-0.7% nas primeiras estimativas), o mesmo valor do trimestre anterior, confirmando uma situação de **recessão técnica** (dois trimestres consecutivos de queda real do PIB) e a evolução mais negativa entre os países da UE 27 com dados disponíveis.



Em termos de informação avançada, realça-se uma nova descida (a sétima consecutiva) do **indicador de clima económico** em Maio (para o mínimo desde Junho de 1999), apontando para a continuação de um andamento negativo da actividade económica nos próximos trimestres. Por componentes, a descida foi generalizada e revelou-se mais acentuada no **indicador de confiança do comércio**, seguido pelos indicadores de confiança dos **serviços**, da **indústria transformadora**, da **construção** (que atingiu um novo mínimo da série em Maio) e dos **consumidores**.

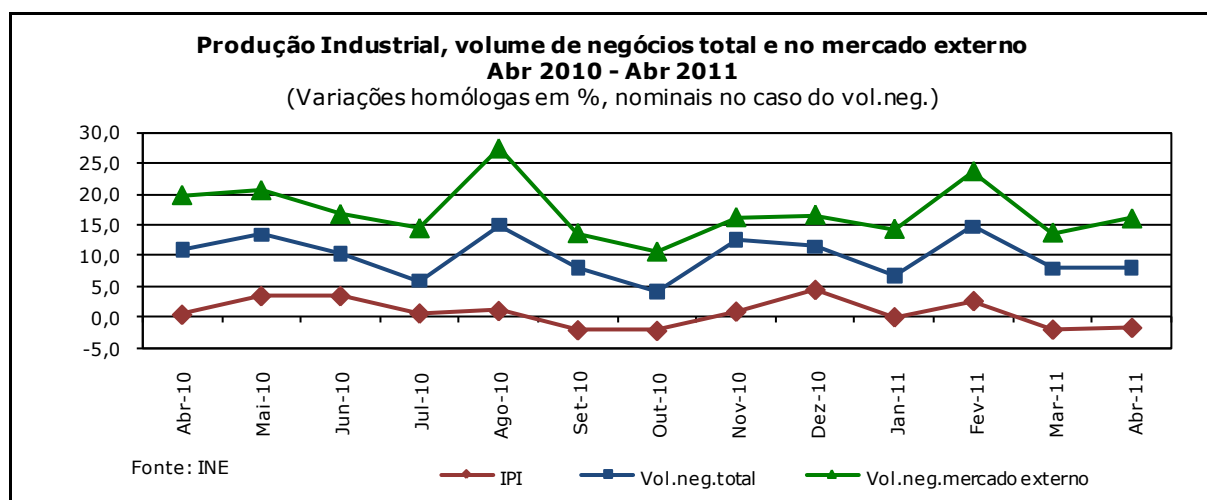
¹ Nota: segundo o INE, a variação homóloga de -2.1% do consumo privado (1.1% no quarto trimestre) resulta da descida de -1.2% nos bens não duradouros e serviços (0.3%), mas sobretudo da quebra de -9.8% nos bens duradouros (8.8%), para a qual contribui significativamente a antecipação de compras no final de 2010 devido ao aumento da taxa normal de IVA e do Imposto Sobre Veículos a partir do início de 2011, e ao fim do incentivo fiscal ao abate de veículos em fim de vida para a aquisição de veículos não exclusivamente eléctricos.

² Nota: a importação de equipamento militar de elevado valor (submarinos) no quarto trimestre contribuiu para a subida do consumo público e das importações nesse período, tendo um impacto virtualmente nulo no PIB.

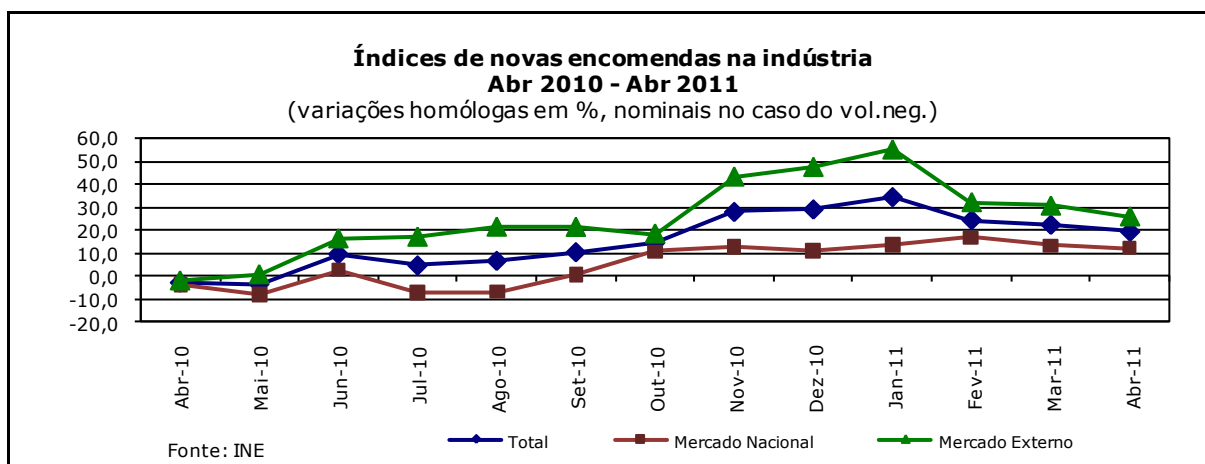


Em relação à **actividade industrial**, salienta-se, em **Abril** (dados revistos):

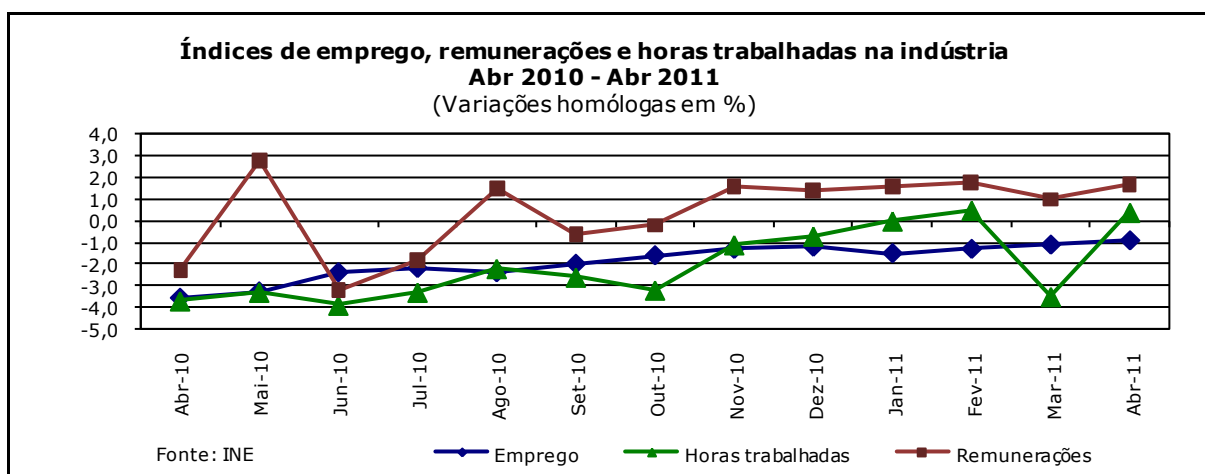
(i) A variação homóloga de -1.6% da **produção industrial** (-1.9% em Março) e de 8% no **volume de negócios** (7.9% em Março; variações nominais), com subidas de 16% no mercado externo (13.7% em Março) e 3.2% no doméstico (4.5% em Março); as variações médias anuais situaram-se em 0.7% no índice de produção e 9.7% no volume de negócios (5.9% no mercado nacional e 16.6% no mercado externo);



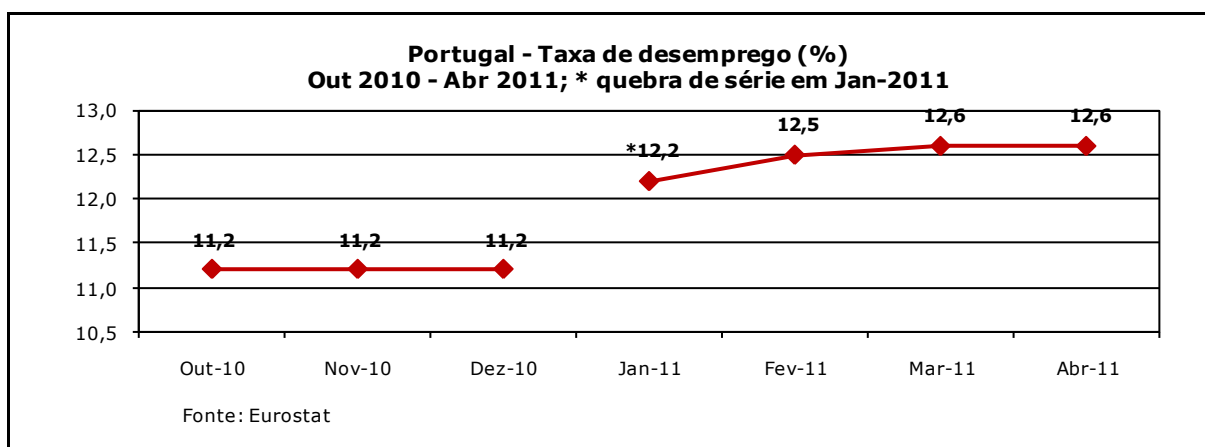
(ii) As **novas encomendas industriais** aumentaram 19.5% no trimestre até Abril (22.5% no trimestre até Março), em termos homólogos, com variações de 12.4% no mercado nacional (13.4%) e 20.6% no mercado externo (30.7%). Apesar da perda de dinamismo, a evolução ainda bastante positiva das encomendas (sobretudo no mercado externo) sugere a continuação da tendência de crescimento da produção industrial, que deverá, assim, recuperar nos próximos meses.



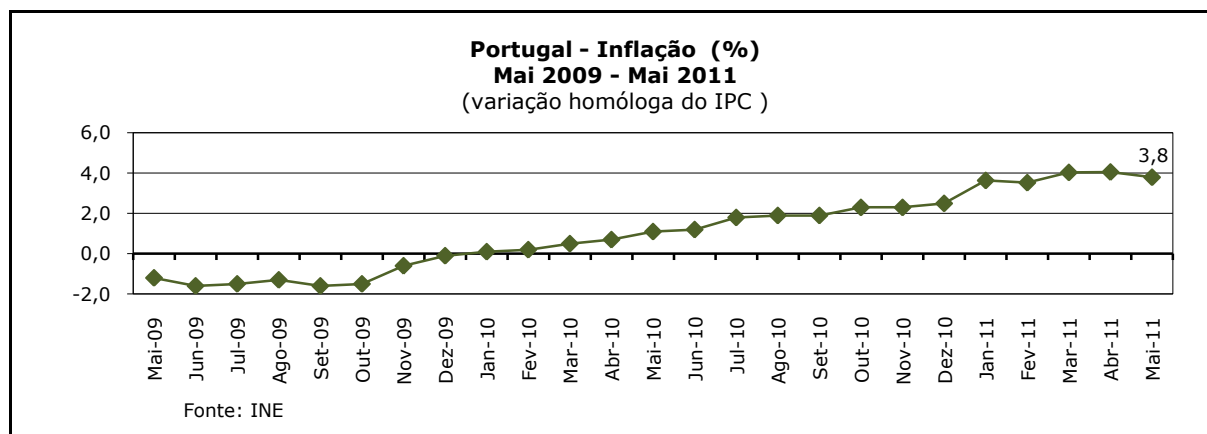
(iii) No índice de **emprego**, a variação homóloga em Abril foi de -0.9% (-1.1% em Março), que compara com 0.4% no índice de **horas trabalhadas** (-3.5% em Março, valores com ajustamentos de calendário); por sua vez, o índice de **remunerações** aumentou 1.7% (1% em Março). As variações médias anuais foram de -1.8%, -1.9% e 0.6%, respectivamente.



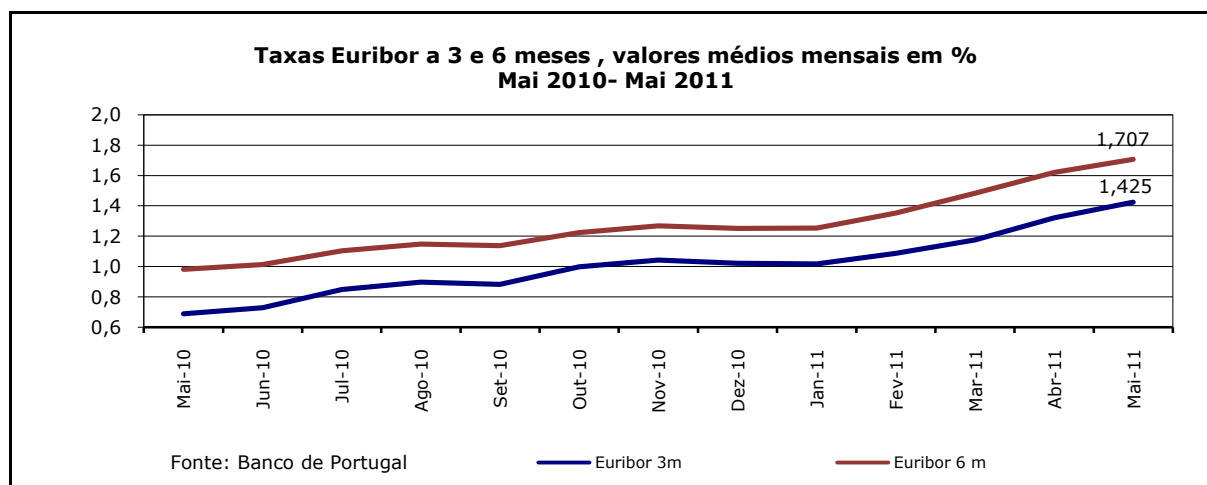
Segundo estimativas do Eurostat, a taxa de **desemprego** portuguesa manteve-se em 12.6% no mês de Abril.



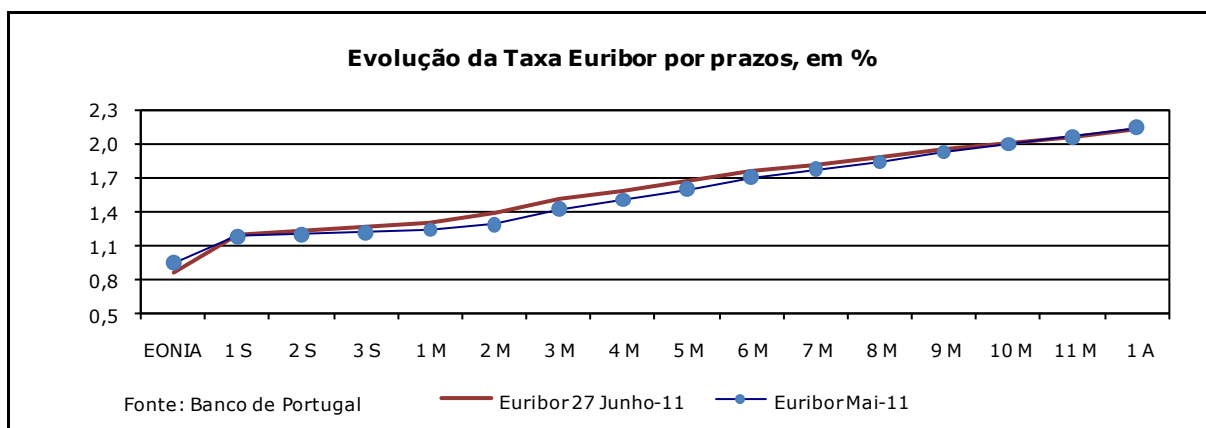
Em Maio, a taxa de **inflação** aferida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC) recuou para 3.8% (4.1% em Abril, o valor mais elevado desde Novembro de 2002). Excluindo as componentes de energia e bens alimentares não transformados, a inflação homóloga foi de 2.5% (2.6% em Abril). A variação média anual do IPC situou-se em 2.8% (2.5% em Abril). O IHPC apresentou variações semelhantes (homóloga de 3.7% e média anual de 2.7%).



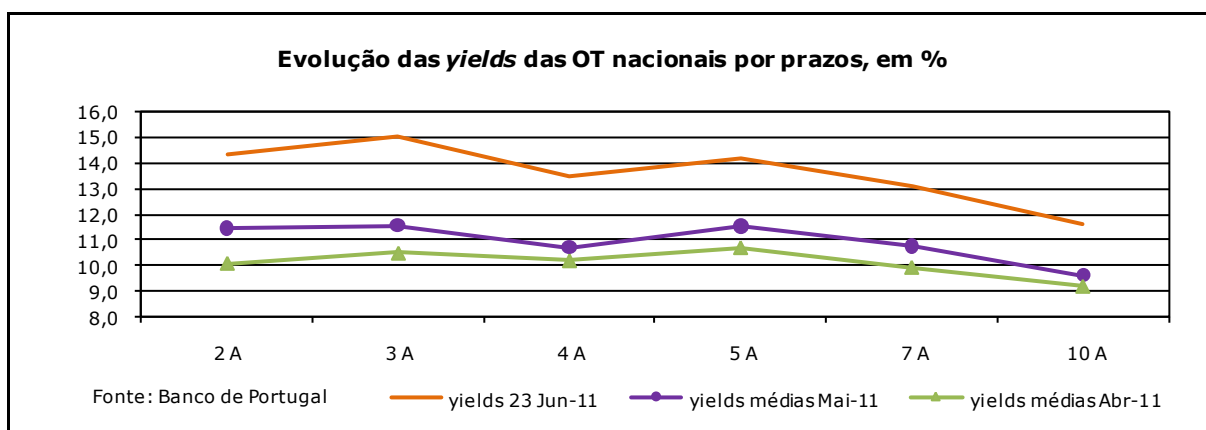
No mercado monetário europeu, as **taxas Euribor** prosseguiram uma tendência ascendente em Maio (apesar de uma correcção em baixa no início do mês, em face da manutenção das taxas directoras do BCE), situando-se em máximos de dois anos de 1.425% no prazo de 3 meses e de 1.707% nos 6 meses, em média mensal (1.321% e 1.621% em Abril, respectivamente), e em 1.433% e 1.712% em valores de final de mês (1.385% e 1.675% no final de Abril).



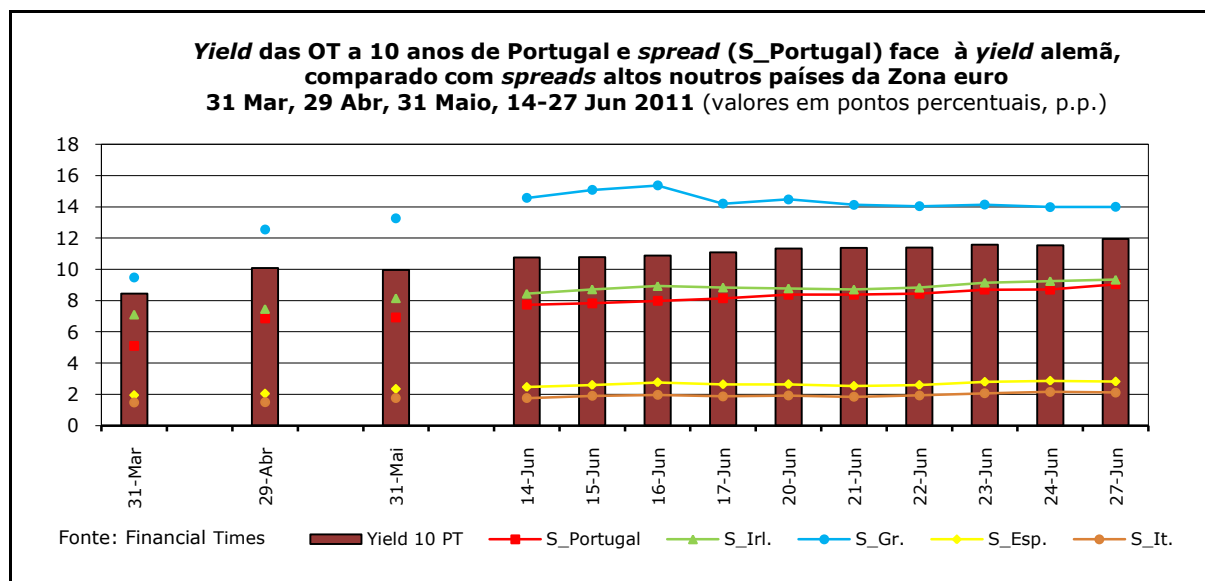
O movimento ascendente das taxas Euribor manteve-se em Junho (aumentando para 1.524% nos 3 meses e 1.764% nos 6 meses, no dia 27), devido à perspectiva de subida das taxas directoras do BCE em Julho. O aumento das taxas Euribor fez-se sentir sobretudo nas maturidades mais curtas e intermédias, o que reduziu a inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário.



No mercado secundário de dívida pública, a evolução em Maio saldou-se por uma nova subida significativa das **yields** implícitas nas obrigações do Tesouro nacional (para 11.54% no prazo de 5 anos e 9.63% nos 10 anos), a reflectir os receios de reestruturação da dívida grega e de contágio à Irlanda e Portugal. As **yields** nacionais continuaram a aumentar em Junho, para máximos históricos, em resultado do impasse na resolução da crise grega (com destaque para a clivagem de posições entre o BCE e o governo alemão) e do risco de incumprimento da dívida grega já em Julho (por falta de consenso político interno), que teria repercussões negativas imediatas para Portugal (novas descidas de *rating*, dificultando o financiamento via Eurosistema). Mais uma vez, a subida revelou-se mais forte nos prazos inferiores (em que as dificuldades financeiras de Portugal poderão ser maiores, em caso de incumprimento do programa de ajustamento), o que acentuou a inclinação negativa da curva de rendimentos (invertida face ao normal). No dia 23, as **yields** a 5 e 10 anos situaram-se em 14.20% (máximo histórico) e 11.58% (máximo desde Julho de 1995), respectivamente.



Os receios de incumprimento da dívida grega e de contágio a Irlanda e Portugal aumentaram significativamente o prémio de **risco da dívida soberana nacional** medido pelo diferencial (*spread*) da *yield* das OT a 10 anos face ao referencial alemão (*bund*). Este *spread* subiu para um máximo de 9.04 pontos percentuais no dia 27 de Junho (face a 6.93, 6.85 e 5.09 pontos no final dos três meses anteriores; dados do Financial Times), tendo continuado a aumentar mesmo após alguma descida do prémio de risco da Grécia. Os *spreads* de Espanha e Itália também aumentaram em Junho, mas situaram-se ainda bastante abaixo dos valores nos países sob ajuda externa.



Ainda propósito da **dívida pública nacional**, salienta-se a apreciação das condições de financiamento do programa de assistência externa a Portugal na nota mensal de Maio da Unidade Técnica de Apoio Orçamental. A UTAO confirma a previsão de 5.1% para a taxa de juro do empréstimo (com uma maturidade de 7 anos e meio e um montante de 66 mil m.e., mais 12 mil m.e. se for usado o reforço para o sistema financeiro) nas actuais condições de mercado e com a informação pública disponível, salientando que existe o risco claro de subida da taxa de juro a pagar pela participação do FMI (1/3 do total do empréstimo). A UTAO estima em 2% do PIB (25 mil m.e.) a poupança de juros do empréstimo face à alternativa do mercado (taxa comparável no mercado secundário estimada em 10.2%, à data da análise da UTAO), considerando apenas o empréstimo estritamente associado ao Estado (66 mil m.e.) e assumindo o desembolso numa só tranche e a manutenção da taxa de juro.

Na **bolsa nacional**, o índice de referência PSI-20 recuou pelo terceiro mês consecutivo em Maio, mas desta vez evidenciou um desempenho ligeiramente melhor do que o referencial europeu Euronext-100 (variações de -1.6% e -1.9% em comparação de final de mês, respectivamente, para 7556.86 e 714.07 pontos). O PSI-20 recuperou algum valor no início de Maio com a aprovação do pedido de ajuda externa, mas depois recuou na parte final do mês devido aos receios de reestruturação da dívida grega, que também penalizaram o Euronext. A descida dos dois índices acentuou-se em Junho, devido aos sinais de abrandamento económico nos EUA e China, e, sobretudo, devido à indefinição do novo resgate à Grécia. O recuo foi mais forte no PSI-20 (com destaque para os mínimos da banca), dado o risco de contágio a Portugal em caso de incumprimento da dívida grega. No dia 27, o PSI-20 atingiu o mínimo de um ano (6950.85 pontos, menos 8% que no final de Maio, que compara com um recuo de 5.3% do Euronext-100 no mesmo período, para um mínimo de 3 meses).

No que se refere às **contas externas**, os dados mais recentes da Balança Corrente deram conta de um défice de 3 912 m.e. nos quatro primeiros meses de 2011, o que traduz uma redução homóloga de 24.6%, com melhorias nas principais componentes (sobretudo nas transferências), com excepção de um ligeiro agravamento do saldo negativo da balança de rendimentos. A Balança de Capital também registou uma melhoria do saldo (de 224 para 416 m.e.).

Dos dados do Boletim estatístico de Junho do Banco de Portugal, realça-se ainda a recuperação do *stock* de **crédito interno** da banca a **sociedades não financeiras** (para o valor mais elevado desde Novembro de 2010) e também a **particulares** em Abril, isto apesar de um novo “salto” no crédito ao **Estado**, cuja forte progressão vinha a reduzir claramente a capacidade de empréstimo da banca ao resto da economia nos últimos meses, sobretudo às empresas. Quanto ao crédito de **cobrança duvidosa**, o seu peso no crédito total permaneceu em 8.6% no **consumo** (o máximo desde Dezembro de 1997, o primeiro mês da série) e 1.7% na **habitação** (perto do máximo de 1.8% registado em Novembro de 2009), mas subiu para 4.8% nas **sociedades não financeiras** (o máximo desde Novembro de 2010), com valores acima da média na **construção** (8.5%), no **retalho** (6.3%) e na **indústria transformadora** (5.2%).

A síntese de **execução orçamental** de Janeiro a Maio de 2011 evidenciou uma redução homóloga de 52.3% do défice do subsector Estado, para 2106 m.e. A **receita** aumentou 6.9% (6% no caso da receita fiscal, com variações de 5.4% nos impostos directos e 6.3% nos indirectos, incluindo 13.7% no IVA), face a uma meta orçamental de 6.7%, e a **despesa** registou uma variação de -7.2% (-2.7% na despesa de capital, -29.2% nos juros da dívida e -5.9% na despesa corrente primária, com variações de -7.2% na despesa com pessoal e também nas transferências), que compara com uma meta de -1.5%. O saldo dos Serviços e Fundos Autónomos e da Segurança social também melhorou, tendo o défice agregado nestes subsectores mais o subsector Estado diminuído para 285 m.e., face a 2262 m.e. nos cinco primeiros meses de 2010. No que se refere à Administração Local e Regional, não foram mostrados dados novos comparáveis, mas a síntese anterior mostrou uma melhoria no primeiro trimestre (saldo agregado de 34 m.e., face a -34 m.e. no período homólogo).

Contudo, faz-se notar que **os dados da síntese, numa óptica de caixa, são fortemente influenciáveis por factores pontuais**, nomeadamente diferenças no padrão intra-anual de execução das rubricas e atrasos de pagamento. Saliem-se duas alterações do perfil intra-anual que melhoraram a evolução homóloga do défice do subsector Estado até Maio: o efeito de base associado à execução da despesa por duodécimos nos primeiros quatro meses de 2010, e, no lado da receita, o adiamento da entrega da declaração de IRS em 2011.