

CONJUNTURA ECONÓMICA

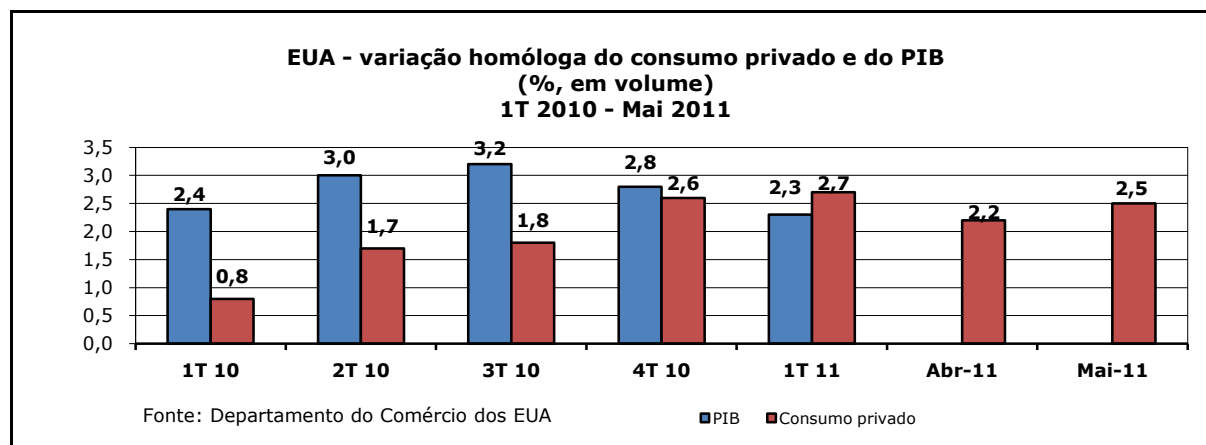
- Julho 2011 -

EUA

Em Julho, as agências de notação Moody's e Standard & Poor's alertaram para um possível corte do *rating* de crédito máximo atribuído aos EUA, em face do impasse no Congresso para aumento do **limite da dívida federal**, que está a servir como forma de pressão do Partido Republicano para exigir uma estratégia de consolidação orçamental mais baseada na redução da despesa do que a proposta pela Administração Obama, centrada na subida de impostos para os mais ricos (extinguindo os cortes decididos pela anterior Administração Bush). A negociação habitual do limite de dívida está a ser dificultada pela demarcação de posições dos partidos já no contexto das eleições Presidenciais de Novembro de 2012. Se o limite não for aumentado até 2 de Agosto, haverá um incumprimento (temporário) da dívida, segundo o Secretário do Tesouro, Timothy Geithner, embora dados mais recentes (evidenciando um valor das receitas fiscais acima do esperado) sugiram um adiamento do risco de *default* para 15 de Agosto. No dia 23 de Julho, e apesar de alguns sinais de uma base de entendimento, o Presidente Obama anunciou que as negociações para o aumento do limite de endividamento falharam, embora se tenha mostrado determinado a evitar o incumprimento, que teria "consequências catastróficas" para os EUA.

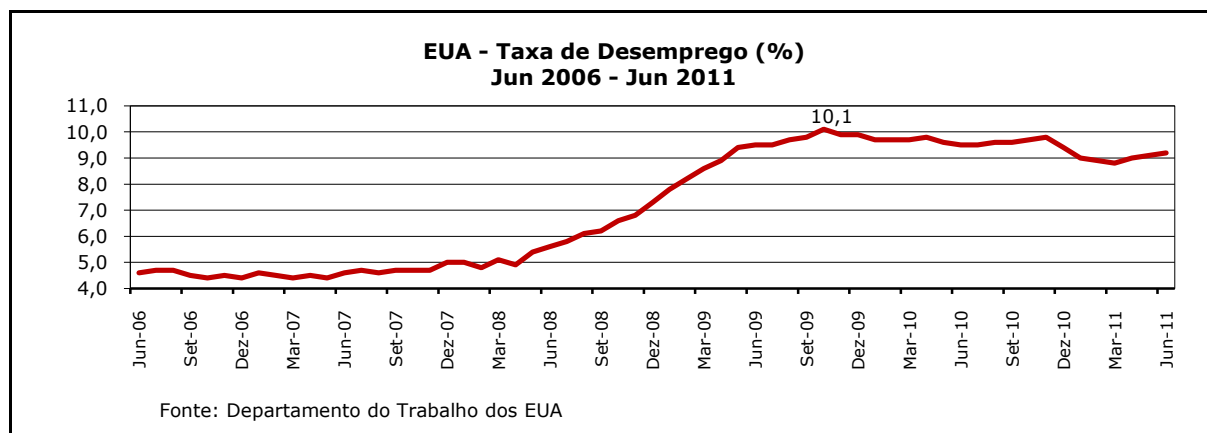
No dia 25 de Junho, o FMI (no âmbito das consultas ao abrigo do artigo IV) considerou urgente um acordo para a subida do limite de endividamento, de modo a evitar o incumprimento, e defendeu que o país deve enveredar pela consolidação orçamental, prevendo que o rácio da dívida pública no PIB aumente para 103% do PIB em 2012, mesmo com uma diminuição do rácio do défice (de 9.9% para 7.8% do PIB).

Dos dados mais recentes sobre a procura, salienta-se o crescimento homólogo de 2.5% (em volume) do **consumo privado** em Maio, mais 0.3 pontos percentuais que em Abril, mas 0.2 pontos abaixo da subida no primeiro trimestre. Os dados de Abril e Maio apontam para um abrandamento do consumo no segundo trimestre, sendo a rubrica com maior peso no PIB (70.3% em 2010).



O **índice dos indicadores avançados** do Instituto Conference Board continuou a recuperar em Junho (variação mensal de 0.3%, após 0.8% e -0.3% nos dois meses anteriores). Segundo os economistas do Instituto, a tendência recente do índice aponta para um crescimento lento da actividade económica nos próximos meses, isto se não for penalizada por um eventual incumprimento da dívida, e assumindo que os efeitos do terramoto do Japão (como a escassez de componentes electrónicos, que tem afectado a indústria dos EUA) se dissipam.

A taxa de **desemprego** dos EUA aumentou pelo terceiro mês seguido em Junho (0.1 ponto percentual, para 9.2%, o valor mais elevado desde Dezembro).



No dia 13 de Julho, o Presidente da Reserva Federal (Fed), Ben Bernanke, afirmou, perante o Congresso norte-americano, que a autoridade monetária está preparada para tomar novas medidas de estímulo económico, caso a recente debilidade económica se mostrar mais persistente do que o previsto. Uma das três medidas possíveis elencadas por Bernanke é um novo programa de compra de obrigações do Tesouro, que seria o terceiro.

EUROPA

Em termos de **envolvente** europeia, destacam-se as conclusões da reunião extraordinária dos líderes da zona do euro de 21 de Julho, uma cimeira ao mais alto nível que foi convocada de emergência para defender a estabilidade financeira da zona do euro,¹ ameaçada pelos sinais de contágio da crise de dívida soberana à Itália e Espanha, dada a elevação dos respectivos prémios de risco. A cimeira deu sequência à reunião de 11 de Julho do Eurogrupo,² onde se decidiu um princípio de acordo relativamente a algumas das medidas.

Em linhas gerais, a estratégia de defesa do euro visou reforçar a sustentabilidade da dívida grega (com condições de empréstimo mais favoráveis, um novo pacote de ajuda com participação 'voluntária' de credores privados, e a realocação de

¹ A Cimeira reuniu, para além dos Chefes de Estado e de Governo da zona do euro, o Presidente do BCE, Jean-Claude Trichet, a Presidente do FMI, Christine Lagarde, e representantes da banca europeia envolvidos na renegociação 'voluntária' da dívida soberana grega.

² Na reunião do Eurogrupo foi também assinado o Tratado que cria o mecanismo permanente de resolução de crises (designado Mecanismo Europeu de Estabilidade, MEE), que deverá substituir o Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF) em 2013.

fundos estruturais e do BEI) e evitar o contágio aos restantes países, o que passou por tratar a Grécia como caso único no recurso ao envolvimento do sector privado,³ estender as condições mais favoráveis de empréstimo e realocação de fundos aos restantes países sob ajuda (Irlanda e Portugal), alargar o âmbito de actuação do fundo de resgate (nomeadamente através da compra de títulos de dívida no mercado secundário, e de forma preventiva), e pelo comprometimento com um reforço da capacidade de gestão de crises e a melhoria da governação económica, para evitar que reapareçam.

O Anexo A, no final da síntese, apresenta as principais decisões do Conselho Europeu em maior detalhe; o impacto positivo para o programa de ajustamento nacional é referido mais abaixo na secção PORTUGAL.

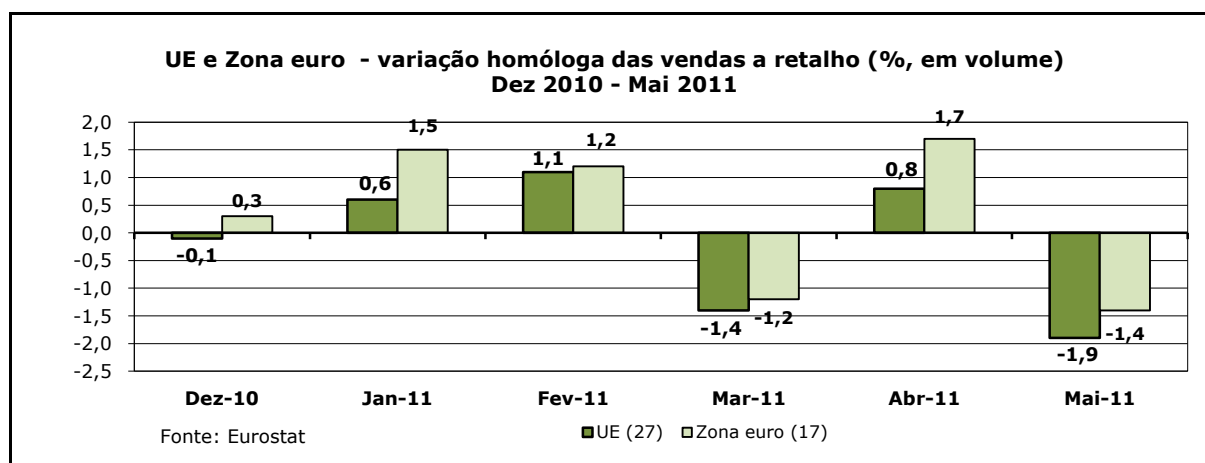
No final do Conselho, o Presidente do Conselho Europeu, Von Rompuy, sublinhou que o compromisso dos líderes europeus de "fazer o que for necessário" para salvar o euro é mesmo para levar a sério. Von Rompuy referiu ainda que a situação evoluiu de uma série de crises de dívida nacionais para uma séria ameaça sistémica que poderia colocar em causa a confiança no euro, assim como a retoma económica na Europa e no mundo, exigindo, por isso, uma acção rápida e decisiva ao mais alto nível. A directora-geral do FMI, Christine Lagarde, reiterou o apoio do FMI ao programa de assistência à Grécia (em linha com as políticas do FMI e sujeito à aprovação da sua Comissão executiva).

Os mercados financeiros reagiram de forma muito positiva às decisões nos dias 21 e 22, registando-se uma forte descida dos prémios de risco da dívida soberana da Grécia, Irlanda, Portugal, Itália e Espanha, uma valorização significativa das bolsas europeias (sobretudo nos países acima referidos), e uma apreciação do euro, como é referido mais abaixo. A evolução positiva prosseguiu mesmo após a agência Fitch ter anunciado um novo corte do *rating* da dívida grega logo no dia 22 de Julho, para um nível compatível com incumprimento parcial da dívida (por alteração das condições iniciais dos empréstimos). No entanto, a Fitch considerou o acordo dos líderes europeus um passo "importante e positivo" para a estabilidade financeira da Zona Euro, pois a resposta política mais unificada e coerente para a crise grega acalma a pressão a curto prazo relativamente aos perfis do crédito soberano e aos *ratings* em toda a região. Esse efeito positivo sobre a dívida grega será sentido no *rating* das futuras emissões de dívida grega, segundo a agência Fitch.

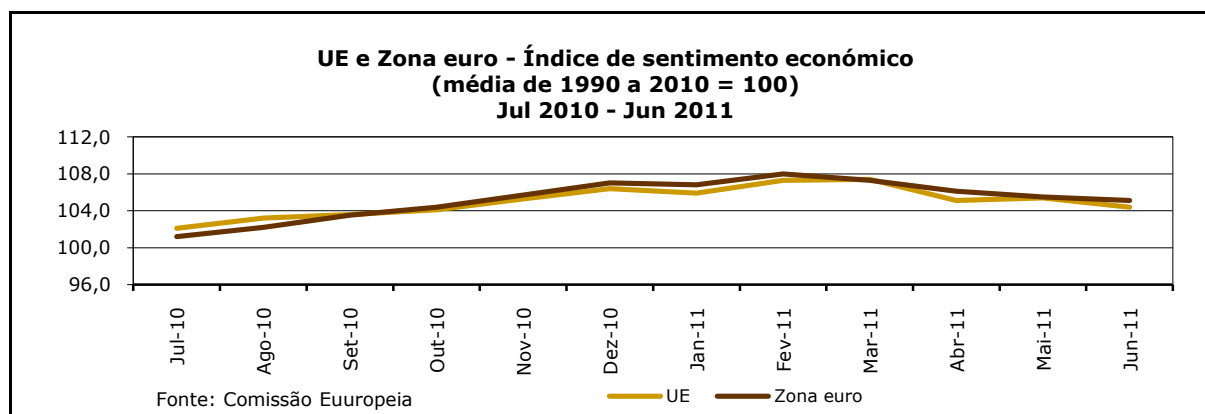
Nos dias 25 a 27, contudo, as bolsas recuaram com o ressurgimento dos prémios de risco da Itália e Espanha (continuando a descer ou estabilizando nos países sob ajuda), devido aos receios de incapacidade do fundo de resgate para evitar o contágio a estes países, não só porque não foi aumentado, mas sobretudo devido ao cariz excepcional da sua intervenção no mercado secundário de dívida, como foi frisado pelo ministro das Finanças alemão ao Parlamento no dia 26. Os dois países pagaram taxa de juro superiores nas emissões de dívida de final de Julho.

³ O envolvimento dos credores privados foi aceite pelo BCE, segundo o Presidente Trichet, por se tratar de um envolvimento 'voluntário', por se garantir um montante de 35 mil m.e. para melhorar a qualidade do colateral grego aceite pela autoridade monetária, no caso de uma classificação de *default* parcial pelas agências de *rating*, e ainda pelo compromisso solene dos restantes países do euro em honrar as suas metas orçamentais e de reformas estruturais.

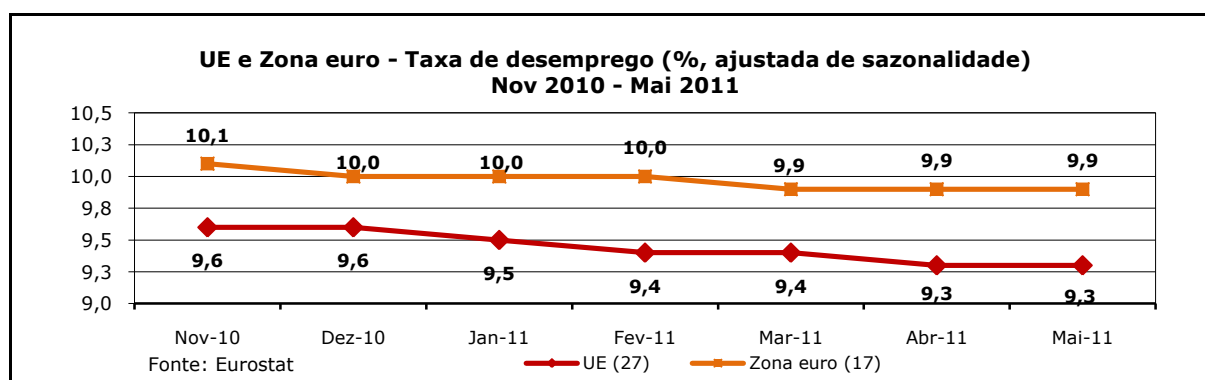
Entre os dados disponíveis de procura, destaca-se a forte quebra das **vendas a retalho** em Maio (variações homólogas de -1.9% na UE e -1.4% na zona euro, em termos reais, após 0.8% e 1.7% em Abril, respectivamente), que aponta para uma evolução menos favorável do consumo privado no segundo trimestre.



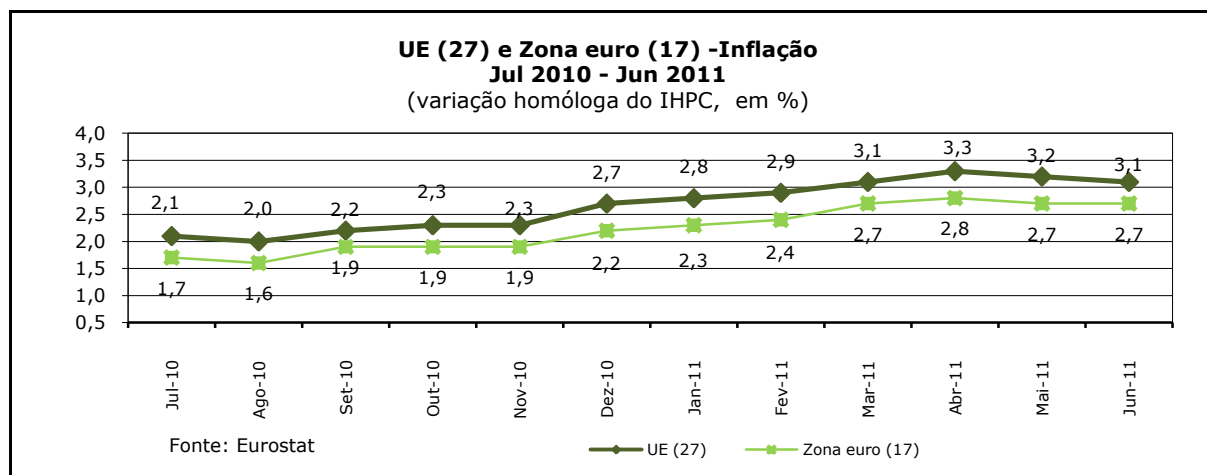
Em termos de informação avançada, regista-se uma nova descida do **índice de sentimento económico** da **zona do euro** em Junho (dados da Comissão Europeia), desta vez também acompanhado pelo índice referente à **UE**. Estes dados sugerem um menor crescimento da economia europeia nos próximos meses, sobretudo na zona do euro, mais afectada pela crise de dívida soberana.



Segundo dados revistos, a taxa de **desemprego** manteve-se em Maio, tanto na UE (9.3%, com correcção de sazonalidade) como na zona euro (9.9%).



Em Junho, a taxa de **inflação** homóloga (medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, IHPC) reduziu-se para 3.1% na UE (menos 0.1 ponto percentual que em Maio) e manteve-se em 2.7% na Zona do Euro, o que não impediu uma nova subida em variação média anual (0.1 ponto em ambos os casos, para 2.7% e 2.3%, respectivamente).



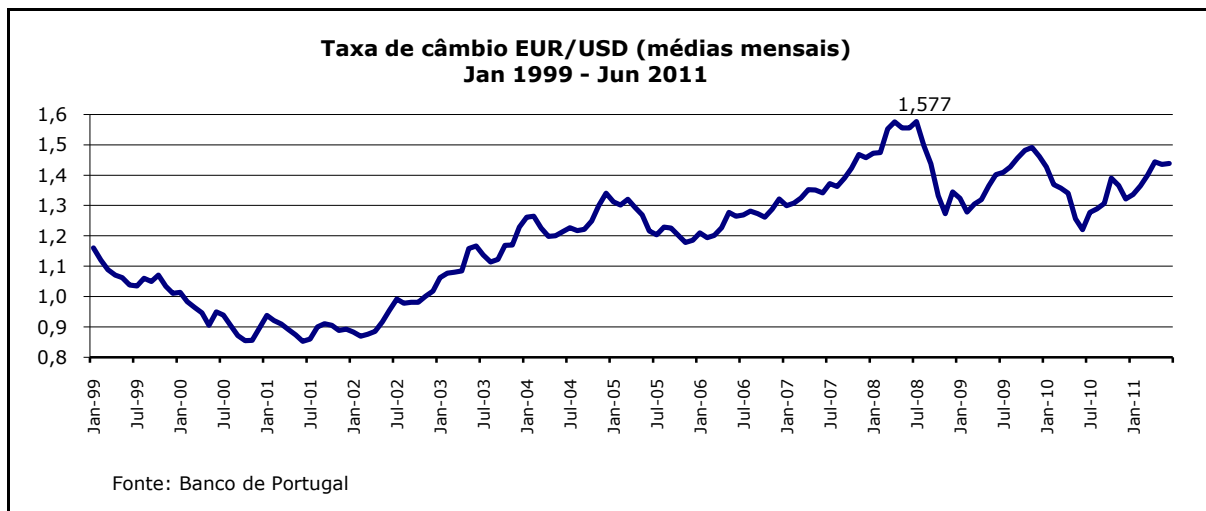
O **Banco Central Europeu (BCE)** aumentou em 0.25 pontos percentuais as suas taxas de juro directoras no dia 7 de Julho (para 1.5%, no caso da taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento), após o acréscimo de igual magnitude decidido em Abril, que encerrou um período de quase dois anos de taxas em mínimos históricos. O BCE justificou a nova subida com os riscos para a estabilidade de preços a médio prazo, nomeadamente devido ao crescimento dos indicadores monetários e de liquidez, com potencial para acomodar pressões inflacionistas. No que se refere à actividade económica, o BCE confirmou a desaceleração já esperada da economia da área do euro no segundo semestre, mas salienta que a evolução subjacente da actividade permanece positiva, ainda que a incerteza seja elevada. Em termos de sinalização da política monetária futura, o BCE retirou a expressão "forte vigilância" relativamente à monitorização dos riscos para a estabilidade de preços no seu comunicado, pelo que se espera a manutenção dos referenciais na reunião de Agosto.

No mesmo dia, o BCE decidiu ainda suspender a aplicação do critério de um rating mínimo relativamente aos colaterais com dívida garantida pelo Estado Português utilizados nas operações do Eurosistema. A medida foi decidida na sequência do corte em quatro níveis do rating de crédito da República Portuguesa atribuído pela agência Moody's (ver secção **PORTUGAL**).

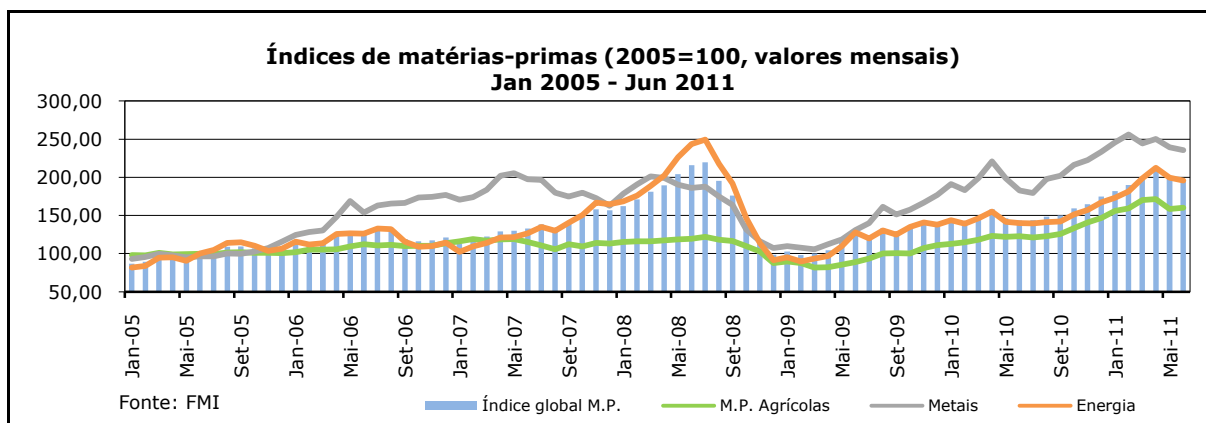
COTAÇÕES INTERNACIONAIS

A taxa de câmbio média do **euro** face ao dólar apreciou-se ligeiramente em Junho (0.27%, para 1.4388 dólares), com a perspectiva de aumento das taxas de juro directoras do BCE a predominar sobre a crise de dívida soberana na zona do euro, agravada pela iminência de um incumprimento da Grécia. Já em Julho, o euro começou por recuperar na sequência da aprovação do novo plano de austeridade do Governo grego no Parlamento (até 1.4661 dólares no dia 5), mas o movimento inverteu-se com os sinais de contágio da crise de dívida soberana à

Itália e Espanha, levando o euro a recuar até 1.3975 dólares no dia 12 (apesar da subida das taxas directoras do BCE). Seguiu-se um período de significativa recuperação (até 1.4446 euros no dia 27), a reflectir as medidas do Eurogrupo e, sobretudo, da cimeira europeia, assim como o risco de incumprimento temporário da dívida pública dos EUA, que enfraqueceu o dólar.

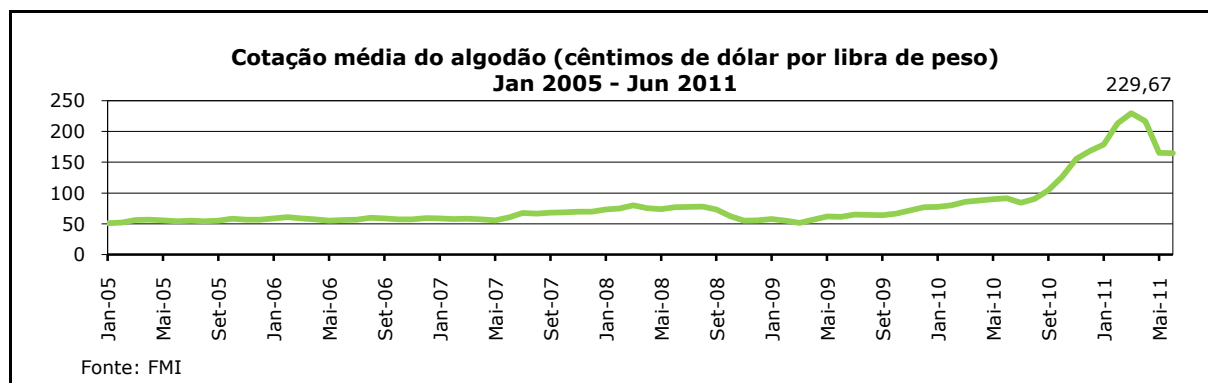


O índice global de **matérias-primas** do FMI recuou pelo segundo mês seguido em Junho (variação mensal de -1.8%, após -5.3% em Maio, face a um máximo de quase três anos em Abril), para o que contribuíram alguns dados desfavoráveis nos EUA e China, o fim anunciado das medidas quantitativas de política monetária da Reserva Federal em Junho, e a crise de dívida soberana na Europa. Por componentes, apenas as matérias-primas agrícolas contrariaram a tendência de descida (variação mensal de 1%, face a -1.6% nos metais e -1.8% na energia). Já em Julho, as cotações das matérias-primas foram penalizadas pela subida das taxas de juro do Banco Central da China, pelo agravamento da crise de dívida soberana europeia e pelos receios em torno do limite da dívida pública nos EUA. Na parte final do mês, as cotações recuperaram devido a alguns dados económicos positivos nos EUA e às decisões europeias para travar a crise de dívida soberana.

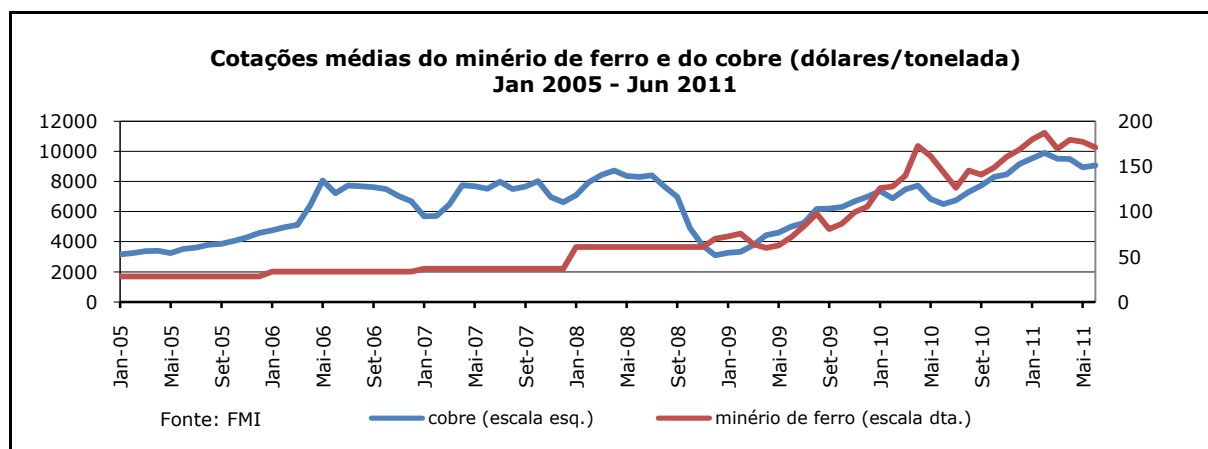


Dentro das matérias-primas agrícolas, a tendência de recuperação dos preços não foi acompanhada pela cotação média do **algodão**, que registou uma descida ligeira (0.4%, para 1.65 dólares por libra de peso) após dois meses em forte

queda (5.7% em Abril e 23.6% em Maio) face ao máximo histórico atingido em Março (quase 2.3 dólares). A perspectiva de aumento da oferta e a redução da procura (devido aos receios de abrandamento da economia global e à substituição parcial por fibras sintéticas, mais baratas) justifica esta descida. Refira-se ainda que a recente volatilidade da cotação está a gerar um aumento inusitado dos casos de incumprimento de contratos de entrega de algodão.

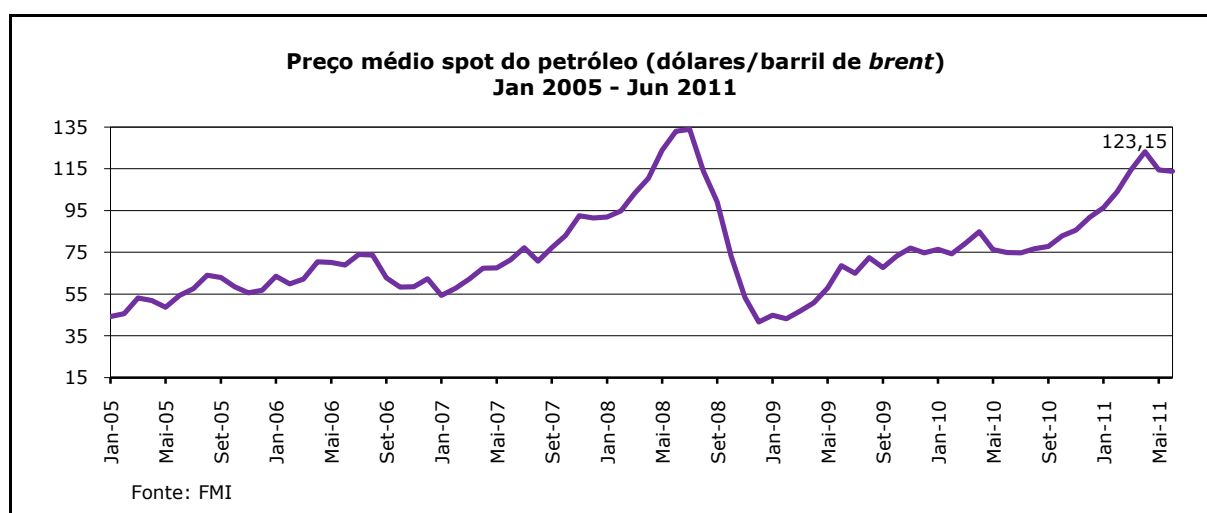


Nos **metais**, o preço médio do **minério de ferro** recuou pelo segundo mês consecutivo em Junho (variação mensal de -3.5%), devido aos receios de abrandamento económico na China, que contribuíram para uma redução da meta de produção da empresa brasileira Vale para 2015 em 10%. Contudo, já no início de Julho, a empresa Vale esclareceu que a revisão da meta se deve mais ao adiamento da entrada em funcionamento de novas minas (por questões burocráticas) do que a questões de procura. A empresa (uma das maiores do sector) espera que a procura chinesa se encontre suportada, para já, pela construção de novas infra-estruturas e pelo programa de habitação social do governo chinês, ainda que se espere uma perda de dinamismo com a subida das taxas de juro do Banco Central da China – a última das quais em Julho – para travar a inflação. Por sua vez, a cotação média do **cobre** contrariou a tendência de descida e recuperou 1.5% em Junho, para o que contribuiu a perspectiva de retoma das importações chinesas do metal (confirmada já no início de Julho), após vários meses de utilização de *stocks* acumulados, o anúncio de greve em minas chilenas, e a provável subida de impostos sobre o sector mineiro no Peru.



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).

A cotação média do barril de **brent** recuou pelo segundo mês consecutivo em Junho, embora de forma menos significativa (descida de 0.6%, para 113.76 dólares, após uma quebra de 7.1% em Maio). Depois de uma subida da cotação diária no início do mês com a manutenção da oferta da OPEP, o movimento inverteu-se com os rumores de aumento unilateral da Arábia Saudita e a decisão da Agência Internacional de Energia de usar as reservas de emergência dos seus membros para colmatar a menor oferta da Líbia. Já em Julho, a cotação do petróleo registou uma tendência de recuperação (cotação de 117.61 dólares /barril no dia 27), primeiro devido à aprovação do novo plano de austeridade do Governo grego no Parlamento, e depois com os sinais de aumento de procura nos EUA (diminuição de reservas) e na China, além das decisões da cimeira da zona do euro, factores que predominaram sobre os receios de incumprimento da dívida federal nos EUA, dada a expectativa de um acordo de última hora.



PORTUGAL

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

No dia 28 de Junho, foi divulgado o **programa do novo Governo**, onde é referido que, "sem prejuízo do cumprimento escrupuloso das medidas acordadas com o FMI e a União Europeia, o Governo será mais ambicioso na concretização do processo de ajustamento da economia portuguesa e, em particular, dos objectivos e exigências que lhe estão colocados, precavendo-se contra eventuais desenvolvimentos adversos externos e internos." Salienta-se ainda a criação de um programa de emergência social ainda no mês de Agosto.

No dia 30 de Junho, o Governo apresentou o Programa de Governo no Parlamento e anunciou medidas adicionais para compensar um desvio orçamental na ordem de 2000 m.e. (em parte devido a dotação salarial insuficiente, segundo declaração posterior do ministro das Finanças), através de cortes na despesa (a anunciar até final de Agosto) e uma contribuição especial, em sede de IRS, com uma receita estimada de 840 m.e. em 2011.

Os detalhes desta contribuição especial para o ajustamento orçamental foram explicados pelo ministro das Finanças, Vítor Gaspar, no dia 14 de Julho, assim como algumas novidades relativas ao programa de privatizações.

Os detalhes da sobretaxa extraordinária e do programa de privatizações são apresentados no Anexo B, no final da síntese.

Foi ainda apresentado o calendário para a elaboração do Orçamento de Estado de 2012 e a actualização do **cenário macroeconómico do Governo** no quadro do programa de assistência económica e financeira, tendo em conta as últimas previsões do FMI, Comissão Europeia e Banco de Portugal (BdP).

Previsões do Banco de Portugal (Boletim de Verão) e do Governo

	2010	2011 (P)		2012(P)	
		BdP	Governo	BdP	Governo
PIB	1.3	-2.0	-2.3	-1.8	-1.7
Consumo privado	2.3	-3.8	-4.5	-2.9	-3.3
Consumo público	1.2	-6.3	-6.1	-4.4	-5.3
FBCF	-4.9	-10.8	-10.3	-10.0	-5.1
Exportações	8.8	7.7	6.7	6.6	5.6
Importações	5.1	-4.0	-4.8	-1.2	-1.3
Contribuições para a variação do PIB					
Procura Interna	0.7	-6.0	-6.2	-4.6	-4.1
Exportações Líquidas	0.6	4.0	3.9	2.8	2.5
Balança corrente e de capital (% do PIB)	-8.8	-6.4	n.d.	-4.4	n.d.
Emprego	-1.5	n.d.	-1.6	n.d.	-1.1
Taxa de desemprego (% da população activa)	10.8	n.d.	12.5	n.d.	13.2
Inflação (IHPC)	1.4	3.4	3.5	2.2	2.3

Taxas de variação anual, salvo indicação em contrário; variações reais no caso do PIB e componentes; IHPC = Índice harmonizado de preços no consumidor; P = previsão; n.d. = não disponível.

O Governo espera uma variação real do PIB de -2.3% em 2011 e -1.7% em 2012, face a valores de -2% e -1.8%, respectivamente, nas Previsões de Verão do BdP, divulgadas a 12 de Julho, onde é salientada a incerteza involuntariamente elevada das projecções (a nível de conjuntura externa, mas sobretudo a nível interno, dadas as significativas alterações exigidas pelo programa de ajustamento). O Governo é menos optimista quanto à subida das exportações e ao recuo do consumo privado do que o BdP (o que explica a maior quebra prevista do PIB em 2011), mas é menos pessimista em relação à quebra do investimento em 2012 (daí a descida prevista do PIB ser um pouco menor).

No dia 21 de Julho, o Primeiro-ministro Pedro Passos Coelho saudou as decisões da **cimeira da zona do euro**, considerando que traduz uma resposta robusta da Europa à crise de dívida soberana. Contudo, apesar da melhoria das condições do programa de assistência português ser uma boa notícia, não deve constituir "qualquer pretexto para que se pense que se pode abrandar o ritmo de aplicação do programa", uma vez que os tempos são "extremamente exigentes e difíceis".

No dia 22 de Julho, a agência de *rating* Fitch considerou a decisão da cimeira de reduzir o custo e prolongar a maturidade dos empréstimos incluídos no resgates financeiros "favorável para o perfil de crédito da Irlanda e de Portugal". Segundo a Fitch, a evolução dos *ratings* dos dois países dependerá da "perspectiva para a recuperação económica" e do "progresso em colocar as finanças públicas num caminho sustentável".⁴ Se as finanças públicas não estiverem "firmemente" nesse caminho sustentável até 2013 – ano previsto de regresso ao mercado de financiamento primário –, as notações das duas nações vão incorporar os riscos que enfrentam os detentores das suas obrigações, sendo que o envolvimento dos privados no pacote de resgate à Grécia cria "um possível precedente" que será reflectido, nesse caso, por parte da Fitch.

No que se refere às outras duas principais agências, a Standard & Poor's, mesmo antes das conclusões do Conselho Europeu, reiterou o *rating* de BBB- (investimento ainda sólido) atribuído em Maio passado, na perspectiva de que o Governo conseguirá baixar o défice público até 3% do PIB em 2013 e sair da recessão nesse ano. Como já foi referido, a Moody's reduziu em 4 níveis a notação de crédito da República Portuguesa no dia 5 de Julho (para Ba2, já na categoria de investimento especulativo ou 'junk'), considerando que o Governo terá de pedir um segundo empréstimo, como a Grécia. A decisão foi muito contestada pelas autoridades portuguesas e europeias, dado o elevado consenso político interno em torno do programa de ajustamento português, e o anúncio de antecipação de medidas do programa e medidas adicionais por parte do novo Governo, o que reforça ainda mais o afastamento face à situação grega.

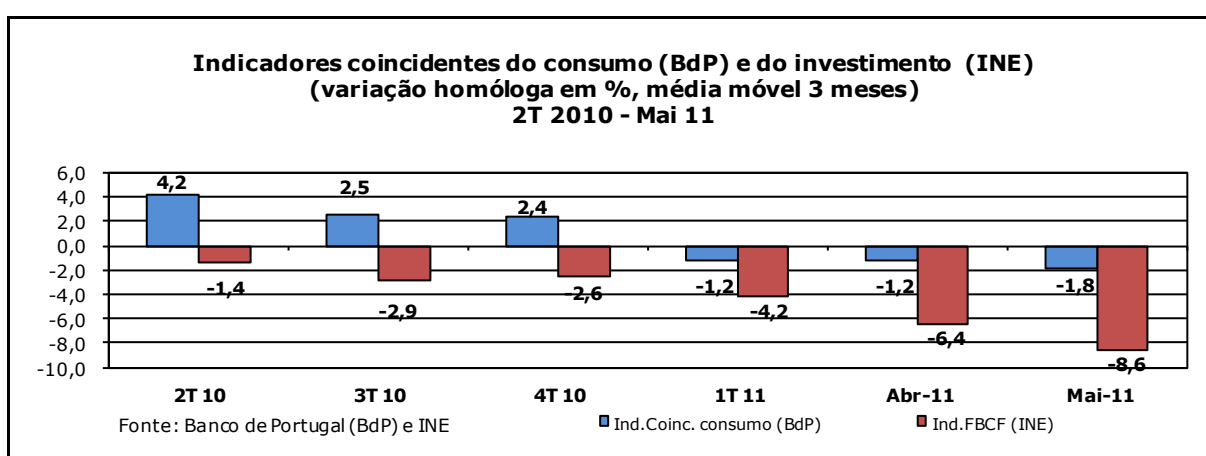
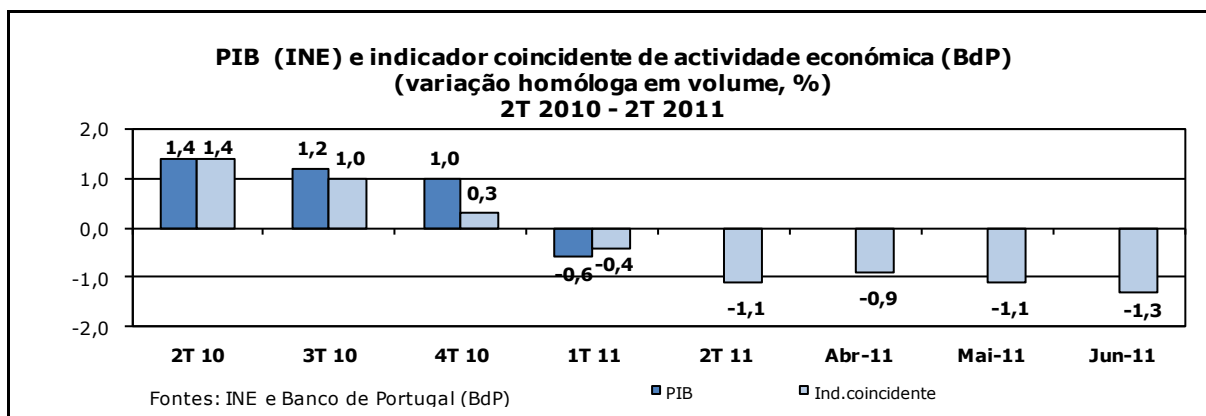
No Conselho de Ministros de 21 de Julho, o Governo anunciou as linhas gerais do **Plano de redução e melhoria da Administração Central**, visando um corte de 15% no total das estruturas orgânicas dependentes de cada ministério, e no número de cargos dirigentes, tanto de nível superior, como de nível intermédio. Foi ainda decidida a redução das indemnizações por despedimento para os novos contratos (de 30 para 20 dias por cada ano de trabalho). No mesmo dia, o Ministério da Economia anunciou um aumento médio de 15% nas tarifas dos transportes públicos. Todas estas medidas estavam já previstas pela Troika.

Quanto a **dados recentes de conjuntura**, destaca-se a descida agravada do **indicador coincidente de actividade económica** do BdP no segundo trimestre (variação homóloga de -1.1%, incluindo -1.3% em Junho, após -0.4% no primeiro trimestre), que aponta para um andamento semelhante do PIB.

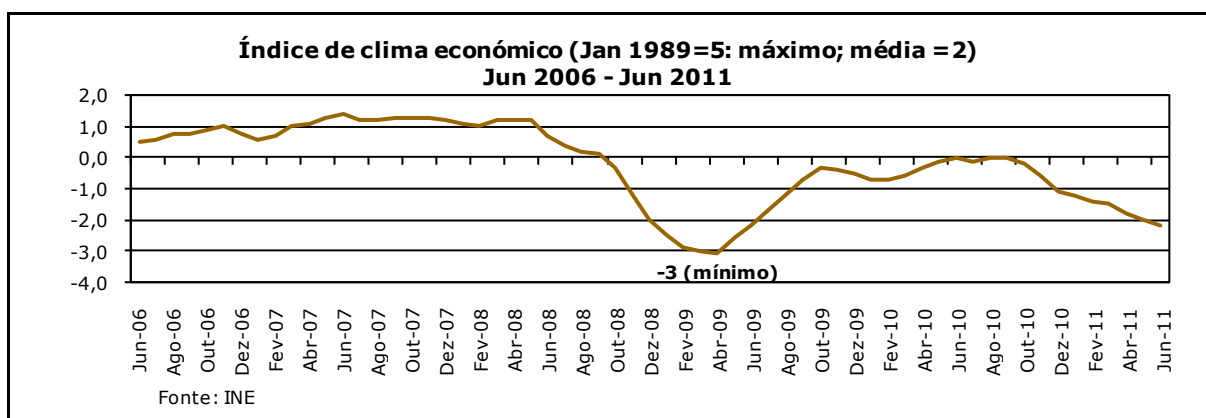
Na **procura**, os dados mais recentes do consumo e do investimento apontam para uma contracção mais forte no segundo trimestre. Em Maio, os indicadores coincidentes do **consumo** (do BdP) e do **investimento** (do INE) registaram

⁴ Neste momento, Portugal tem uma notação de BBB-, apenas um nível acima do nível de investimento especulativo ('junk'), e a dívida irlandesa BBB, permanecendo ambas, contudo, em vigilância "negativa", traduzindo a possibilidade de novos cortes na notação de risco.

variações homólogas, em média móvel de três meses, de -1.8% e -8.6%, respectivamente, que comparam com -1.2% e -4.2% no primeiro trimestre.

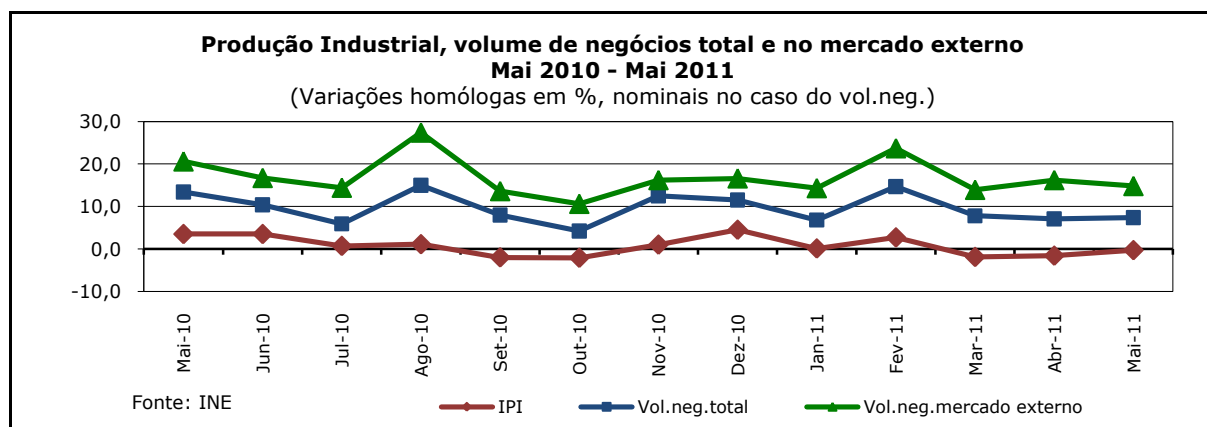


Quanto a informação avançada, é de salientar o recuo do **indicador de clima económico** em Junho (pelo oitavo mês consecutivo, para um mínimo de 2 anos), sinalizando que a actividade continuará em contracção nos próximos meses. Em termos de componentes, apenas o **indicador de confiança dos serviços** registou uma recuperação, com a descida mais forte a ocorrer na **construção** (renovando o mínimo da série), seguida pelo **comércio**, pela **indústria transformadora** e pelos **consumidores** (para perto do mínimo histórico registado em Março de 2009, neste último caso).

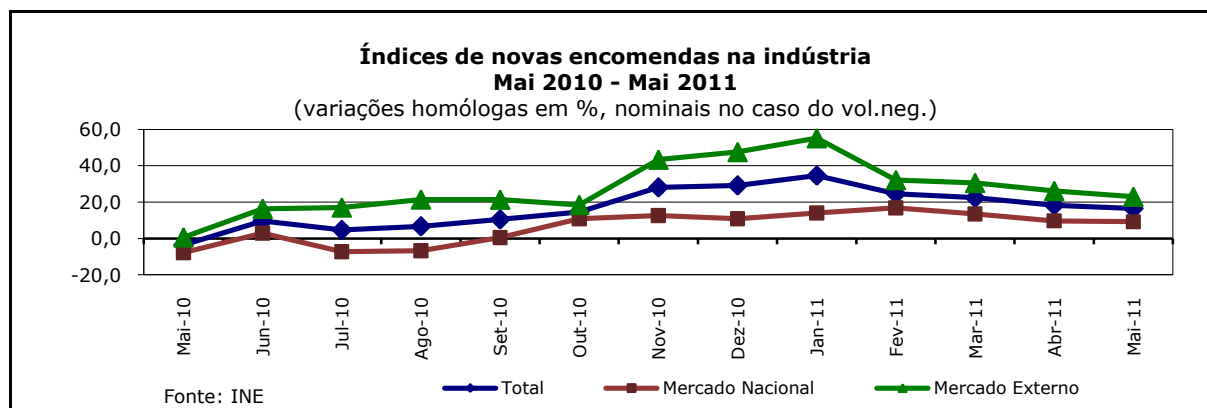


Em relação à **atividade industrial**, salienta-se, em **Mai** (dados revistos):

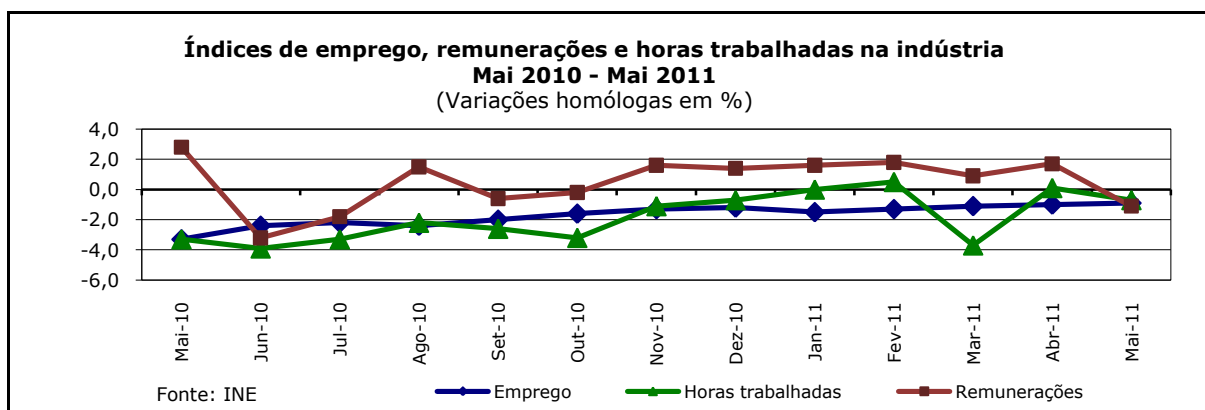
(i) A variação homóloga de -0.3% da **produção industrial** (-1.6% em Abril) e de 7.4% no **volume de negócios** (7.1% em Abril; variações nominais), com subidas de 14.8% no mercado externo (16.2% em Abril) e 3.1% no nacional (1.6% em Abril); as variações médias anuais situaram-se em 0.4% no índice de produção e em 9.1% no volume de negócios (5.2% no mercado nacional e 16.2% no mercado externo);



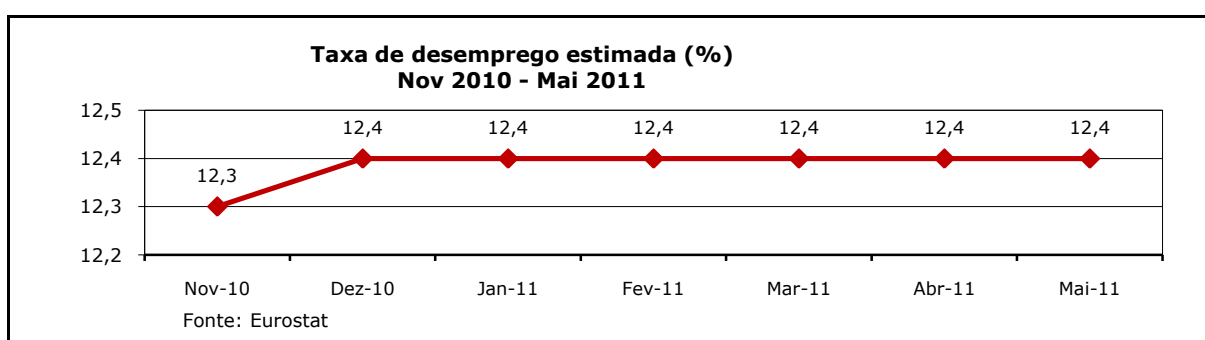
(ii) As **novas encomendas industriais** aumentaram 16.5% no trimestre até Maio (18.3% no trimestre até Abril), em variação homóloga, com subidas de 9.2% no mercado nacional (9.7%) e de 23% no mercado externo (26.2%). Apesar do menor dinamismo, a evolução ainda bastante positiva das encomendas (sobretudo no mercado externo) aponta para a recuperação da produção industrial nos próximos meses.



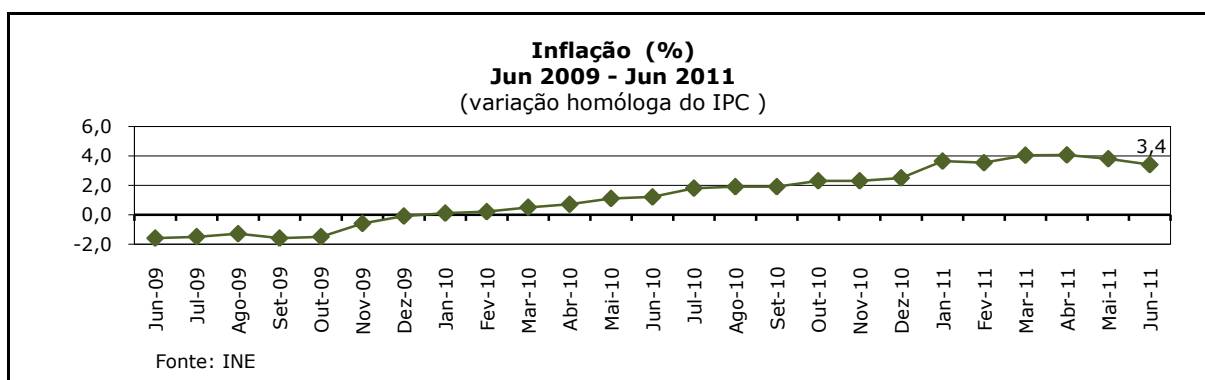
(iii) No índice de **emprego**, a variação homóloga em Maio foi de -0.9% (-1.0% em Abril), que compara com -0.7% no índice de **horas trabalhadas** (0.1% em Abril; valores com ajustamento de calendário); no índice de **remunerações** a variação homóloga foi de -1.1% (1.7% em Abril). As variações médias anuais situaram-se em -1.6%, -1.8% e 0.3%, respectivamente.



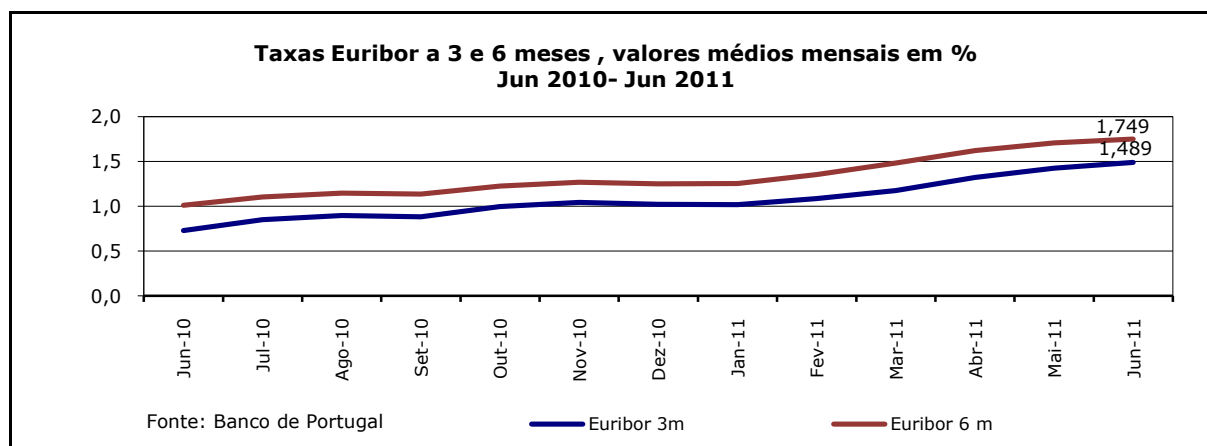
Segundo estimativas do Eurostat, a taxa de **desemprego** portuguesa situou-se em 12,4% em Maio, pelo sexto mês consecutivo.



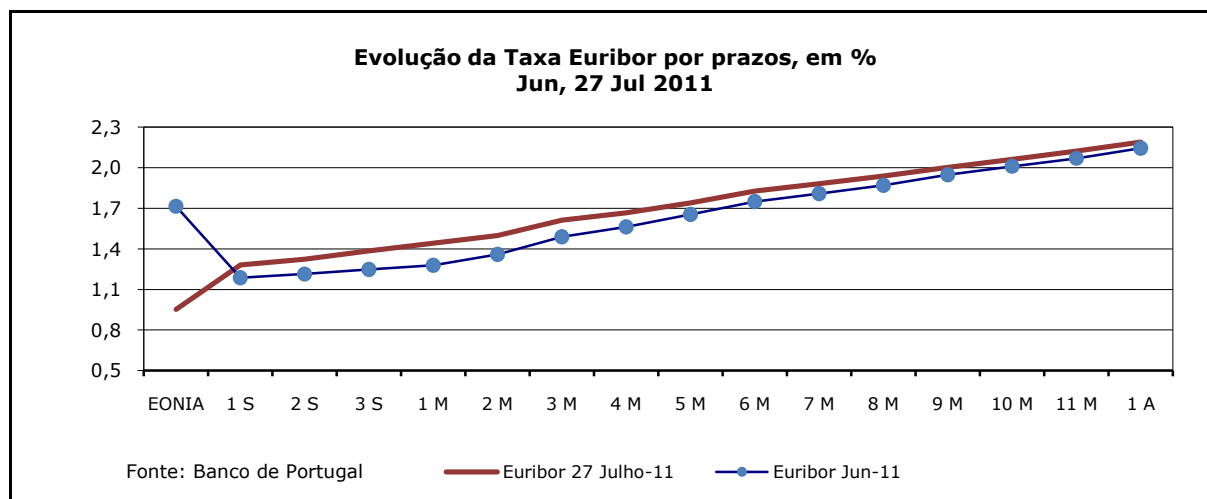
A taxa de **inflação** homóloga medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC) recuou pelo segundo mês seguido em Junho, passando para 3,4% (3,8% em Maio). Excluindo as componentes de energia e bens alimentares não transformados, a inflação homóloga foi de 2,3% (2,5% em Maio). A variação média anual do IPC situou-se em 2,9% (2,8% em Maio). O IHPC apresentou variações semelhantes em Junho (homóloga de 3,3% e média anual de 2,9%).



No mercado monetário europeu, as **taxas Euribor** aumentaram em Junho, em antecipação da subida das taxas de referência do BCE. A taxa Euribor subiu para 1,489% nos 3 meses e 1,749% nos 6 meses, em média mensal (após 1,425% e 1,707% em Maio, respectivamente), e 1,547% e 1,788% em valores de final de mês (1,433% e 1,712% no final de Maio), renovando máximos de 2 anos.

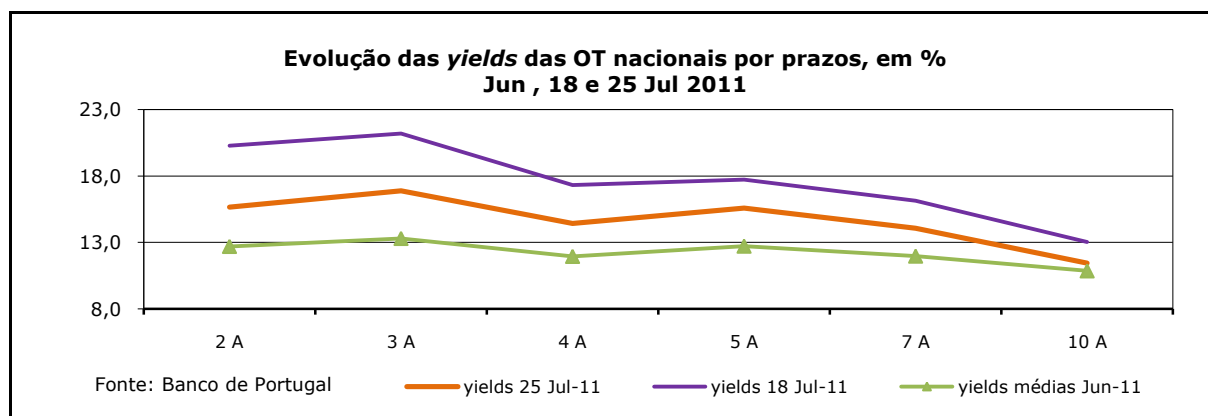


A subida das taxas Euribor manteve-se em Julho (aumentando para 1.612% nos 3 meses e 1.828% nos 6 meses, no dia 27), na sequência da subida das taxas directoras do BCE. O aumento das taxas Euribor incidu nas maturidades mais curtas e intermédias, reduzindo ainda mais a inclinação da curva de rendimentos do mercado monetário.

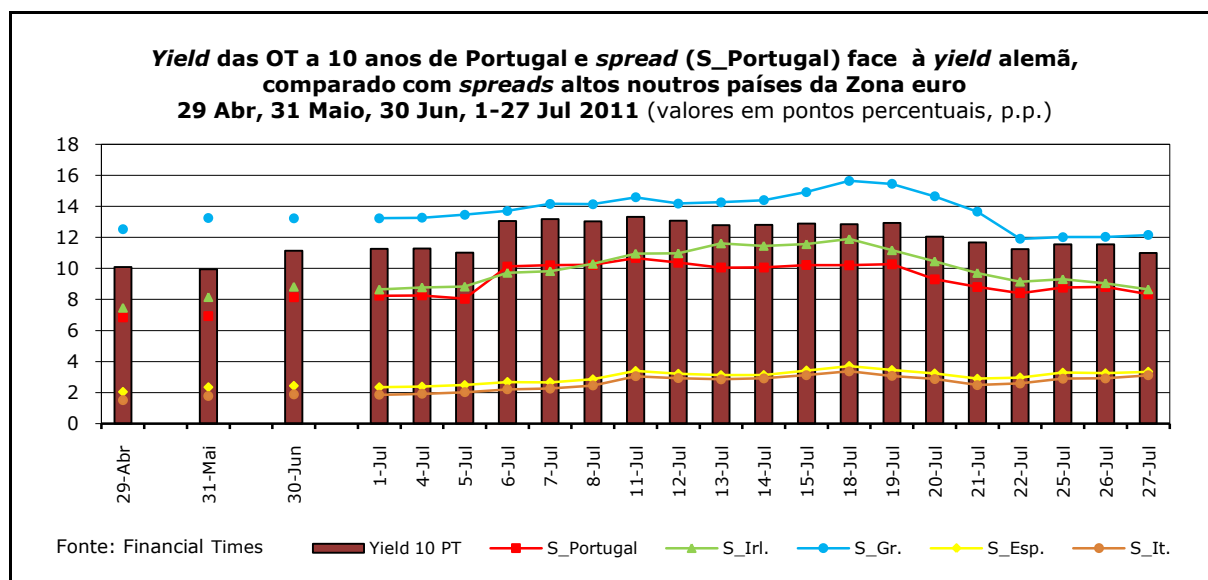


Em Junho, as taxas de rentabilidade implícitas (**yields**) das obrigações do Tesouro português voltaram a registar um forte aumento, tendo renovando máximos de mais de 18 anos na maioria das maturidades (12.72% no prazo residual de 5 anos e 10.86% nos 10 anos, em média mensal, após 11.54% e 9.63% em Maio, respectivamente) com a possibilidade de incumprimento da dívida grega, que contagiou os prémios de risco de Irlanda e de Portugal. Já em Julho, as *yields* nacionais estabilizaram após a aprovação do novo plano de austeridade do Parlamento grego e o anúncio de medidas adicionais do Governo português para atingir as metas orçamentais, mas voltaram a aumentar após o corte de *rating* da Moody's a Portugal e os sinais de contágio da crise de dívida soberana à Espanha e Itália. As *yields* nacionais corrigiram depois em baixa com as decisões do Eurogrupo e da cimeira, com maior incidência nas maturidades inferiores (as mais arriscadas para os investidores na perspectiva de um eventual incumprimento), o que acentuou a inclinação negativa da curva de rendimentos (invertida face ao normal). No dia 25, as *yields* a 2, 5 e 10 anos situaram-se em

15.65%, 15.58% e 11.45%, respectivamente, após máximos (de, pelo menos, 18 anos) de 20.27%, 17.74% e 13.04% no dia 18.



A evolução das *yields* nacionais em Junho e Julho acompanhou 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* passou de 6.93 pontos percentuais no final de Maio, para 8.14 pontos no final de Junho e, já em Julho, deu um 'salto' para a casa dos 10 pontos percentuais no dia 6 (máximo de 10.38 pontos percentuais no dia 11), a seguir à descida de *rating* da Moody's. Seguiu-se uma estabilização e descida ligeira (após o Eurogrupo, no dia 11) até dia 19, e depois uma descida significativa (até 8.33 pontos, no dia 27) mesmo antes da cimeira. As *yields* da Grécia e Irlanda também registaram um forte recuo, mas as da Itália e Espanha ressurgiram nos dias 25 a 27 (após uma descida inicial), sobretudo após a intervenção do ministro das Finanças alemão.



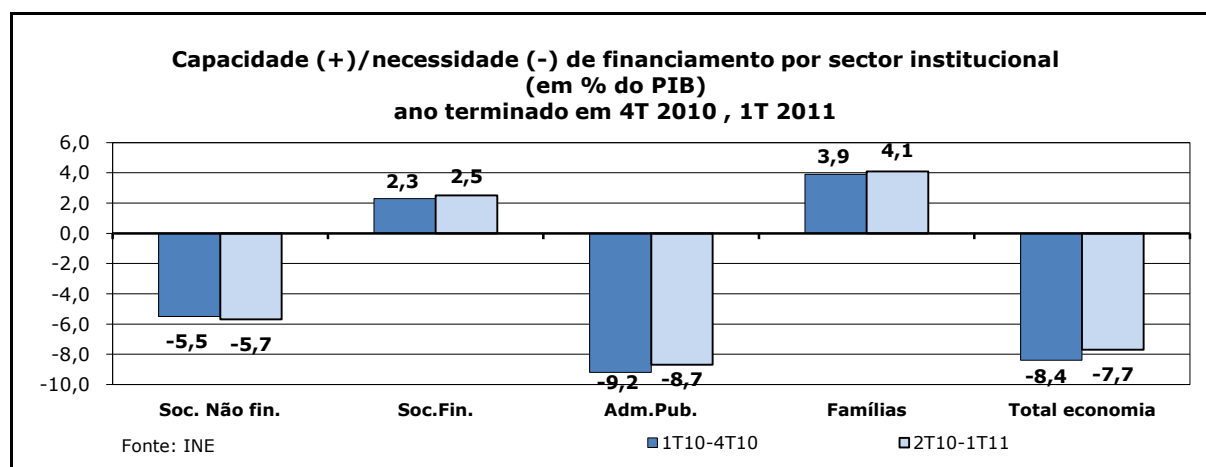
Na **bolsa** nacional, o índice de referência PSI-20 recuou pelo quarto mês seguido em Junho (variação de -3.1% em comparação de final de mês, para 7323.78 pontos, com um saldo de -3.5% desde o início do ano). A descida acentuou-se em Julho (-6.6% até dia 27, para 6840.65 pontos), apesar de uma recuperação entre dia 18 (quando atingiu 6560.71 pontos, um mínimo desde Abril de 2009) e dia 22, na antecipação de medidas decisivas da cimeira europeia, uma evolução

que se inverteu de 25 a 27 já numa conjuntura internacional desfavorável, com o ressurgimento das *yields* de Espanha e Itália e maiores receios de incumprimento da dívida nos EUA. O desempenho do índice nacional foi bastante inferior ao do referencial europeu Euronext-100, que subiu 2% no conjunto do primeiro semestre e evidenciou perdas inferiores em Julho (-4% até dia 27).

No que se refere às **contas externas**, os dados mais recentes da Balança Corrente revelaram um défice de 5 535 m.e. de Janeiro a Maio de 2011, o que traduz uma descida homóloga de 24.5%, com melhorias nas principais componentes, em particular nas transferências (sobretudo as da UE). O saldo da Balança de Capital melhorou de forma ligeira (de 441 para 482 m.e.).

Salienta-se ainda a divulgação pelo INE (no dia 29 de Junho) das contas nacionais trimestrais por sector institucional, que mostraram uma diminuição das **necessidades de financiamento da economia** para 7.7% do PIB no ano até ao primeiro trimestre de 2011, face a 8.4% em 2010, numa análise em média móvel de 4 trimestres que atenua a sazonalidade dos dados.

Para esta melhoria contribuiu o aumento da capacidade de financiamento das **Famílias** (de 3.9% para 4.1% do PIB), mas sobretudo a redução da necessidade de financiamento das **Administrações Públicas** (de 9.2% para 8.7%), que traduz a subida da poupança corrente com o recuo da despesa de consumo final (nomeadamente dos salários) e o aumento das receitas fiscais, sobrepondo-se à evolução desfavorável dos rendimentos de propriedade e juros da dívida.



Nas Administrações Públicas, e tomando agora valores trimestrais, os dados evidenciam uma redução do **défice orçamental** em cerca de 709 m.e. no primeiro trimestre face ao período homólogo. O INE salienta que esta melhoria na óptica da Contabilidade Nacional (numa lógica de compromisso) não é tão acentuada como a revelada pela informação em Contabilidade Pública (lógica de caixa) devido a uma série de ajustamentos necessários na primeira óptica: i) são considerados os juros corridos e não os juros pagos, tendo a diferença sido acentuada no 1º trimestre; ii) parte da receita cobrada no trimestre pode ser atribuível ao trimestre anterior e outra parte ao posterior, exigindo correcção; iii)

são incluídas as dívidas contraídas e não pagas no trimestre, deduzidas do pagamento de dívidas de trimestres anteriores; iv) ajustamento pela diferença de perímetro de Administrações Públicas face à Contabilidade Pública.

Estes dados (a preços correntes e sem correcção de sazonalidade) mostram ainda que o rácio do défice público no PIB se situou em 7.7% no primeiro trimestre, um valor que é inferior ao défice de 9.5% no período homólogo, mas supera largamente a meta de 5.9% para o conjunto de 2011, o que sugere um desvio orçamental, como indicado pelo Governo, embora parte do mesmo se possa dever a factores sazonais (do PIB e do défice) no rácio trimestral. De facto, o rácio do défice do primeiro trimestre tem-se situado, por norma, acima da média anual nos últimos anos, mas com diferenças muito menos significativas do que as agora identificadas. De qualquer modo, estes dados permitem afirmar que os rácios dos próximos trimestres terão de ser inferiores (em média) à meta de 5.9% para esta ser cumprida no final do ano.

Os dados mais recentes, da síntese de **execução orçamental** (em Contabilidade Pública, numa óptica de caixa) do primeiro semestre de 2011, evidenciaram uma redução homóloga de 20.9% do défice do subsector Estado, para 6 151 m. e. A receita aumentou 4.8% (5.3% na receita fiscal, 0.7 pontos percentuais acima da meta orçamental, com variações de 1.9% nos impostos directos e 7.4% nos indirectos, incluindo 14% no IVA), abaixo da meta orçamental de 6.7% devido a receitas não fiscais abaixo do esperado (sobretudo dividendos). A despesa registou uma variação de -3.4% (39.4% na despesa de capital,⁵ 0.7% nos juros da dívida e -6.6% na despesa corrente primária, incluindo variações de -8% na despesa com pessoal e -7.7% 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 3964 m.e. (face a 5987 m.e. no primeiro semestre de 2010), um valor inferior à meta indicativa de 5 400 m.e. (na Tabela 1) do Memorando de Políticas Económicas e Financeiras para o conjunto do Sector Público, faltando apenas contabilizar o saldo das Administrações Local e Regional, normalmente pouco significativo (34 m.e. no primeiro trimestre), e o saldo de caixa das empresas públicas classificadas pelo INE como fazendo parte da Administração Central (também incluídas no indicador do Memorando), valores ainda não disponíveis.

Reitera-se que estes dados, numa óptica de caixa, diferem da lógica de compromisso da óptica da Contabilidade nacional, em que são assumidos os compromissos internacionais, e é fortemente influenciável por factores pontuais, nomeadamente diferenças no padrão intra-anual de execução das rubricas.

CIP/DAE – Nuno Torres
28/07/2011
Conj Econ_Julho 2011.doc

⁵ Segundo a DGO, a subida acentuada da despesa de capital é justificada pela regularização, no mês de Junho, de responsabilidades financeiras do Estado a concessionárias de infra-estruturas rodoviárias.

ANEXO A: Principais decisões da cimeira europeia de 21 de Julho de 2011

A Cimeira produziu decisões a 3 níveis:

1. Aumentar a sustentabilidade da dívida grega, destacando-se:

- a) O acordo para um novo programa de assistência que cobre totalmente o défice de financiamento (valor global de 159 mil m.e. de 2011 a 2014, dos quais 50 mil m.e. com participação voluntária dos credores privados e o resto financiado pela UE e FMI),⁶ concebido com taxas de juro mais baixas e prazos de vencimento alargados.⁷ Os futuros financiamentos do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF) à Grécia terão taxas de juro equivalentes às do Mecanismo de Apoio às Balanças de Pagamentos (actualmente cerca de 3,5%), próximas, mas não inferiores, aos custos de financiamento do FEEF, e o prazo de vencimento passará dos actuais 7 anos e meio para um mínimo de 15 e um máximo de 30 com um período de carência de 10 anos, sendo também prorrogados os prazos de vencimento dos actuais financiamentos do FEEF relativos à Grécia.
- b) Para promover o crescimento da economia grega (e também a sustentabilidade da dívida), serão mobilizados fundos da UE e de instituições como o BEI, mais os recursos necessários para uma assistência técnica excepcional de ajuda à execução das reformas, e será criada uma *Task Force* para orientar os fundos estruturais. O financiamento de curto prazo da economia pela banca grega será assegurado pelo BCE mesmo que o *rating* da dívida grega desça para *default*, segundo o Presidente Trichet, devido a um reforço do colateral grego (ver nota de rodapé 3). Serão ainda providenciados os recursos adequados para recapitalizar os bancos gregos, se necessário.

2. Medidas para reduzir o risco de contágio imediato:

- a) no que respeita à participação do sector privado, foi feita uma declaração clara de que a situação da Grécia é diferente dos outros países e, por isso, requer uma resposta excepcional e única. Nesse sentido, todos os outros países do euro reafirmaram os seus compromissos no sentido da sustentabilidade das condições orçamentais e das reformas estruturais, prometendo honrar a sua própria assinatura soberana, considerada pelo Conselho como um elemento decisivo para assegurar a estabilidade financeira em toda a área do euro;
- b) reforço da efectividade do FEEF e do MEE através do aumento da sua flexibilidade, com a condicionalidade apropriada, permitindo que possam:
- actuar de uma forma preventiva;
 - financiar a recapitalização das instituições financeiras através de empréstimos aos governos, incluindo em países não sujeitos a programas;

⁶ Da contribuição líquida de 50 mil m.e. dos credores privados entre 2011 e 2014, 12.6 mil m.e. serão suportados por um programa de resgate da dívida. Para o período de 2011 a 2019, o contributo líquido total da participação privada é estimado em 106 mil m.e..

⁷ O Conselho congratulou-se com a aprovação do novo plano de austeridade do Governo grego pelo Parlamento no final de Junho, que era uma condição necessária para a aprovação do novo empréstimo.

- iii. intervir nos mercados secundários com base numa análise do BCE que reconheça a existência de circunstâncias excepcionais para os mercados financeiros e de sérios riscos para a estabilidade financeira, e com base numa decisão de comum acordo dos Estados membros do FEEF/MEE, de forma a evitar o contágio;
- c) sempre que apropriado, será posto em prática um acordo de garantias financeiras para cobrir o risco para os Estados Membros da zona do euro decorrente das respectivas garantias para o FEEF;
- d) consolidação orçamental e crescimento na área do euro:
 - i. continuar a prestar apoio a Portugal e à Irlanda até que recuperem o acesso ao mercado (desde que executem com êxito os respectivos programas, com a determinação e empenho já demonstrados), beneficiando agora estes países das mesmas taxas de juro e maturidades acordadas para a Grécia (ver 1.a), e da proposta de reforço da capacidade para absorção de fundos comunitários (nomeadamente através da redução temporária das taxas de co-financiamento nacional) e aproveitar os empréstimos do BEI;
 - ii. todos os Estados membros da área do euro deverão cumprir com rigor os objectivos orçamentais acordados (reduzindo os défices públicos abaixo de 3% do PIB até 2013, o mais tardar, excepto no caso dos países sob assistência), melhorar a sua competitividade e resolver os desequilíbrios macroeconómicos. Neste contexto, o Conselho congratulou-se com o recente pacote orçamental do Governo italiano e as ambiciosas reformas empreendidas pela Espanha nos domínios orçamental, financeiro e estrutural. Na sequência dos resultados dos *stress tests*,⁸ os países do euro deverão adoptar medidas de salvaguarda aos bancos mais frágeis.

3. Compromisso para melhorar a capacidade de gestão e prevenção de crises na zona euro, por via de uma melhoria da governação económica:

- a) rápida ultimização do pacote legislativo sobre o reforço do pacto de Estabilidade e Crescimento e a nova supervisão macroeconómica;
- b) introduzir, até final de 2012, quadros orçamentais nacionais tal como previsto na directiva respectiva;
- c) reduzir a dependência do quadro regulamentar da UE em relação às notações de crédito externas, aguardando-se a sequência das recentes propostas nesse âmbito por parte da Comissão, assim como as relativas à criação de uma agência de notação de crédito europeia;
- d) o Presidente do Conselho Europeu deverá apresentar até Outubro, em estreita consulta com os presidentes da Comissão e do Eurogrupo, propostas concretas sobre a forma de melhorar os métodos de trabalho e de reforçar a gestão de crises na área do euro.

⁸ Os resultados dos testes de *stress* financeiro, conhecidos a 15 de Julho, foram recebidos com satisfação pelas autoridades europeias, mostrando uma capacidade de resiliência significativa na generalidade dos 90 bancos analisados. Apesar do grau de exigência ter aumentado significativamente face aos testes de 2010, o número de bancos que não verificaram os critérios mínimos definidos pouco aumentou (de 7 para 8). Os bancos que não cumpriram os mínimos (5 espanhóis, 2 gregos e 1 austríaco) deverão agora reforçar os seus rácios de capital, seguindo a recomendação da Autoridade Bancária Europeia, reiterada pelo BCE. A agência de *rating* Fitch anunciou que os resultados dos testes de *stress* não terão qualquer impacto nas suas notações de risco da banca europeia, tecendo críticas a vários dos critérios utilizados, que subestimam alguns riscos e sobrestimam outros, no seu entender. De qualquer modo, a agência salientou que os bancos mais fortes nos testes coincidem com os relativamente melhor classificados pela Fitch.

ANEXO B: detalhes da sobretaxa extraordinária e do programa de privatizações apresentados pelo ministro das Finanças no dia 14 de Julho de 2011

A sobretaxa extraordinária em sede de IRS corresponde a 3.5% do rendimento colectável de IRS relativo a 2011 que resulte do englobamento (acrescido de rendimentos sujeitos a taxas especiais de retenção, como é o caso das mais-valias), ou seja, cerca de 50% do subsídio de Natal (50% \times 1/14 do rendimento anualizado), e incide apenas sobre a parte do rendimento acima do valor anual do salário mínimo por sujeito passivo (485 \times 14=6790 euros). A sobretaxa apenas será apurada com a apresentação da declaração de rendimentos relativa ao ano de 2011, mas as categorias de rendimento relativas a salários e pensões serão alvo de uma retenção na fonte, a título de pagamento por conta, correspondente a metade do subsídio de Natal líquido (de contribuições sociais e da retenção normal de IRS) que exceda o salário mínimo mensal. A medida assim definida origina uma receita estimada de 840 m.e. em 2011 e de 185 m.e. em 2012. O ministro das Finanças justificou a sobretaxa como imprescindível para cumprir o objectivo decisivo de um défice orçamental de 5.9% do PIB em 2011, e salientou três características da medida: (i) é extraordinária (apenas se aplica aos rendimentos de IRS relativos a 2011); (ii) é universal (apenas são excluídos os rendimentos em sede de IRS sujeitos a taxas liberatórias – juros e dividendos – por razões técnicas e para não desincentivar a poupança, o que penalizaria a recapitalização da banca); (iii) respeita o princípio da equidade social na austeridade (a progressividade da medida é semelhante à do IRS; são excluídos cerca de 80% dos pensionistas e 65% dos agregados familiares com menores rendimentos).

O ministro das Finanças revelou ainda que o **programa de privatizações** será tão acelerado quanto possível e confirmou as principais empresas a alienar (Aeroportos de Portugal, TAP e CP carga, na área dos transportes; Galp, EDP e REN, na área da energia; CTT e RTP, na área das comunicações; o ramo segurador da CGD, no sector financeiro; as águas de Portugal, nas infra-estruturas). No mesmo âmbito, o ministro confirmou a intenção de encontrar um comprador para o BPN até final de Julho e destacou a eliminação dos direitos especiais do Estado nas empresas cotadas como uma medida que poderá dinamizar a bolsa nacional e, assim, facilitar as próximas privatizações.