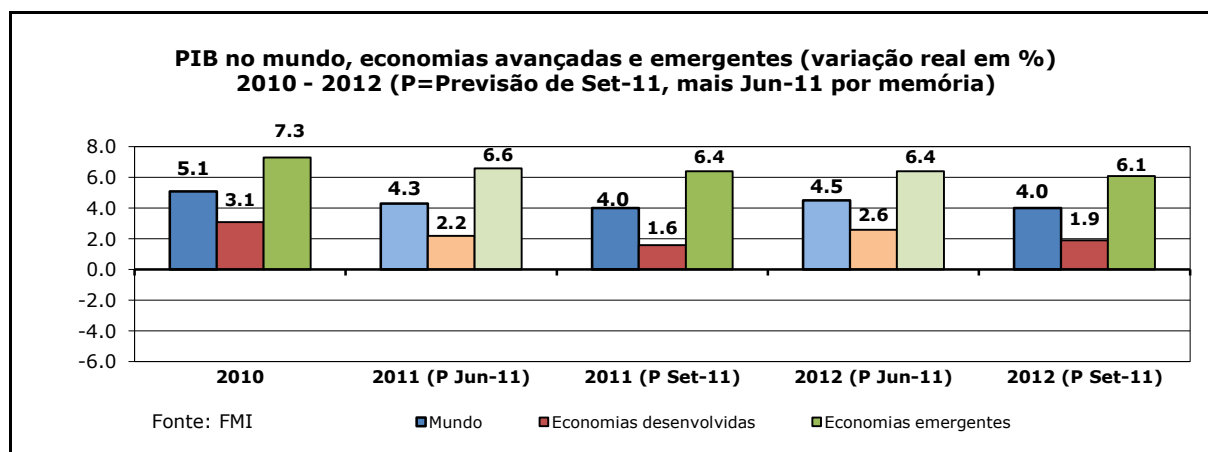


## CONJUNTURA ECONÓMICA

- Agosto e Setembro 2011 -

### MUNDO

No dia 20 de Setembro, o **FMI** reduziu as suas **previsões** de crescimento do **PIB mundial** em 2011 e 2012 para 4% (menos 0.3 e 0.5 pontos percentuais face às previsões de Junho, respectivamente), em termos reais, acentuando o abrandamento face a 2010 (5.1%). A deterioração das perspectivas afecta sobretudo as economias avançadas, cuja retoma está a ser penalizada por "choques múltiplos combinados com uma insuficiente redução dos desequilíbrios internos e globais". O FMI alerta mesmo para a necessidade de uma "acção forte e coordenada para evitar uma década perdida de crescimento económico nas economias avançadas", considerando que a "economia global está a entrar numa fase nova perigosa", caracterizada pelo enfraquecimento da actividade global, uma diminuição da confiança e um agravamento dos riscos.



Note-se ainda que as previsões pressupõem a capacidade das autoridades europeias conterem a crise de dívida soberana na zona euro, e dos EUA aprovarem uma consolidação orçamental de médio prazo, caso contrário o crescimento económico será ainda mais baixo, sublinha o FMI.

Nas previsões de Outono do FMI, destaca-se ainda a redução das expectativas de crescimento do **comércio mundial** (variações em volume de 7.5% em 2011 e 5.8% em 2012, menos 0.7 e 0.9 pontos face às projecções de Junho).

Por outro lado, nas **economias emergentes**, designadamente China e Brasil, notam-se sinais de aquecimento económico com as consequentes tensões inflacionistas. A política monetária americana com o "quantitative easing" (emissão monetária) também acaba por impulsionar a formação de bolhas em certas classes de activos, pelo facto dos investidores trocarem os dólares abundantes e com baixa remuneração nos EUA por activos em moedas de países emergentes ("currency trade") o que estimula a formação dessas bolhas.

Em síntese, segundo alguns mais pessimistas, o Mundo poderá estar a caminhar para uma nova recessão económica ou, na menos má das hipóteses, para um

cenário de crescimento económico anémico ou mesmo de estagnação económica à japonesa.

## **EUA**

No dia 6 de Agosto, a agência de notação Standard & Poor's (S&P) cortou o **rating da dívida federal** norte-americana pela primeira vez na história, apesar do entendimento de última hora entre democratas e republicanos no dia 2 para aumentar o **tecto de endividamento** e evitar o incumprimento temporário da dívida federal.

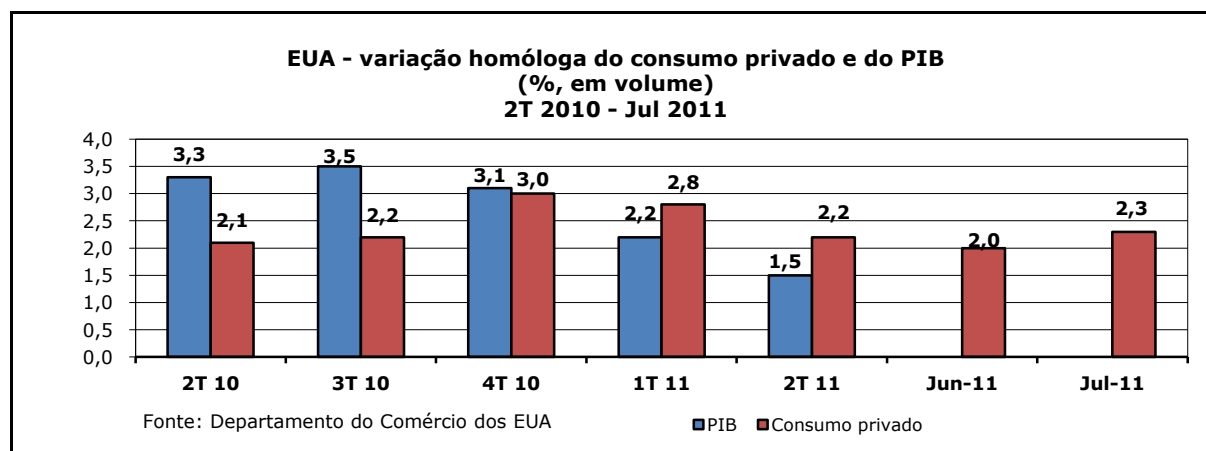
No dia 8 de Setembro, o Presidente Obama anunciou um **pacote de estímulo ao emprego** com um custo de 447 mil milhões de dólares.

No dia 19, Obama apresentou uma **proposta de redução da dívida federal** dos EUA em 3 biliões de dólares numa década, acima do corte de 1 bilião de dólares acordado pelo Congresso em Agosto. Estas propostas vão no sentido dos apelos recentes do FMI e OCDE para estímulos económicos de curto prazo e anúncio de consolidação a médio prazo, de modo a fazer face aos riscos de uma recaída da actividade económica a nível global.

No dia 20, as **previsões** do **FMI** para o crescimento económico dos EUA foram significativamente reduzidas, passando de 2.5% para 1.5% em 2011 e de 2.7% para 1.8% em 2012.

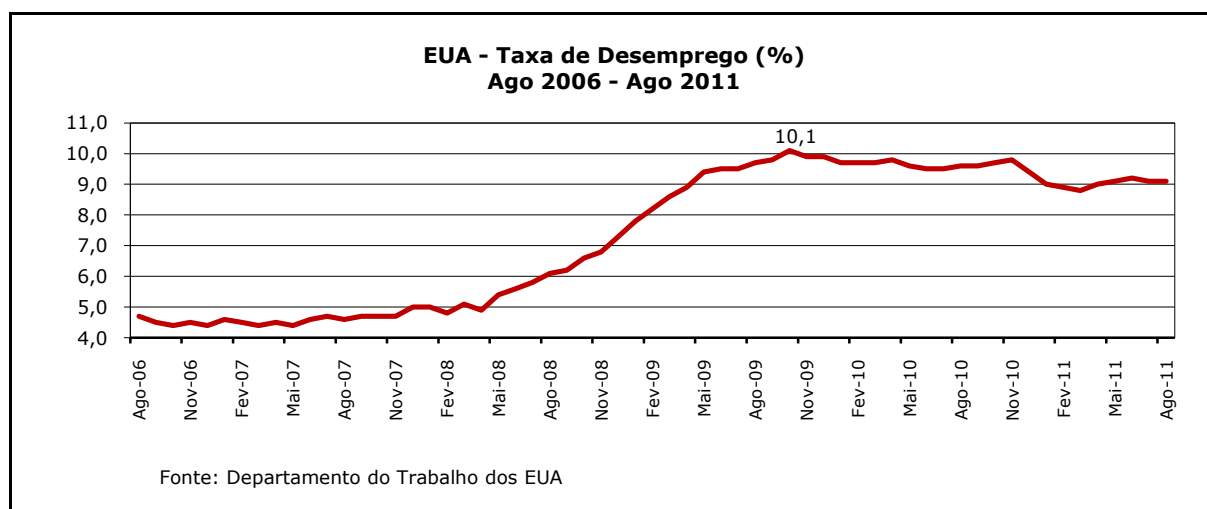
No dia 21, a agência de notação Moody's cortou o **rating** da dívida dos **bancos norte-americanos** Bank of America e Wells Fargo devido à menor probabilidade de serem resgatados se isso se vier a revelar necessário.

O **PIB** norte-americano voltou a abrandar no segundo trimestre de 2011 (para uma variação homóloga de 1.5%), devido ao menor crescimento do **investimento** e do **consumo** no sector privado, a que se juntou o recuo mais forte da **despesa pública**. As **exportações** desaceleraram, mas de forma menos intensa que as **importações**, alargando o contributo da procura externa líquida. Dados mais recentes do consumo privado evidenciaram uma aceleração em Julho (para uma variação homóloga de 2.3%).



O **índice dos indicadores avançados** do Instituto Conference Board aumentou 0.3% em Agosto, após subidas de 0.6% e 0.3% nos dois meses precedentes. Apesar da subida (ainda que ligeira) do índice, os economistas do instituto salientaram a evolução negativa da componente das expectativas e o risco de que a queda sustentada da confiança cause uma nova recessão, uma situação cada vez mais plausível, mas com uma probabilidade ainda inferior a 50%.

Em Agosto, a **taxa de desemprego** dos EUA permaneceu em 9.1%, mantendo-se estável desde Abril, mês em que se interrompeu a trajectória descendente.



Na reunião de 20-21 de Setembro, a **Reserva Federal** anunciou um aumento da maturidade da sua carteira de obrigações do Tesouro como forma de diminuir os custos de financiamento a longo prazo e, assim, reforçar o apoio à retoma económica, que enfrenta actualmente "significativos riscos descendentes", incluindo as tensões nos mercados financeiros. A Reserva Federal reafirmou ainda a intenção de manter as taxas de juro directoras em níveis excepcionalmente baixos (actualmente entre 0 e 0.25%, no caso da taxa *fed funds*) até meados de 2013.

## **EUROPA**

Em termos de **envolvente** europeia, destaca-se:

No dia 3 de Agosto, o **Presidente da Comissão Europeia** emitiu uma **declaração**, na qual reconheceu que os desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana da Itália e de Espanha eram causa de profunda preocupação e reflectiam uma crescente inquietação dos investidores sobre a capacidade sistémica da zona do euro para responder à evolução da crise. **Durão Barroso** apelou a que as decisões da cimeira de 21 de Julho fossem implementadas rapidamente, de forma a dar um "sinal inequívoco da determinação da zona do euro em enfrentar a crise com meios compatíveis com a gravidade da situação".

Face ao contínuo aumento dos *spreads* dos títulos italianos e espanhóis, o Presidente do **BCE** anunciou no dia 7 a **reactivação do programa de compras de títulos de dívida** destes países nos mercados secundários. Esta decisão, que

conseguiu conter a escalada das taxas de juros da dívida da Itália e de Espanha, foi considerada pela generalidade dos analistas como sendo a causa da demissão do economista-chefe do BCE, o alemão Jürgen Stark.

Reunidos no palácio do Eliseu em 16 de Agosto, o **Presidente da República francês e a Chanceler alemã** apresentaram um conjunto de **quatro pontos para o reforço da zona do euro**:

- Um verdadeiro governo da zona do euro, cuja “pedra angular” consistiria em reuniões regulares dos Chefes de Estado e de Governo dos seus 17 membros. Estes elegeriam um Presidente da zona do euro, por um período de dois anos e meio. Os dois Chefes de Estado exprimiram o seu desejo que o actual Presidente da União, Herman Van Rompuy pudesse assumir este cargo;
- Os Ministros das Finanças da França e da Alemanha apresentarão, em Setembro, uma proposta comum para um imposto sobre as transacções financeiras;
- A França e a Alemanha irão propor que os 17 países da zona do euro adoptem, nas respectivas constituições, uma «regra de ouro» sobre o equilíbrio orçamental, antes do Verão de 2012;
- A França e a Alemanha irão harmonizar, em 2013, os respectivos impostos sobre as sociedades, adoptando bases e taxas comuns.

Os mercados não reagiram significativamente a estas propostas que ficaram, segundo a generalidade da imprensa europeia, aquém das expectativas.

Os dois dirigentes mostraram-se contrários à criação de “eurobonds”, pelo menos num prazo previsível, podendo, contudo, ser considerados num cenário futuro, culminando um processo de maior integração.

Apesar desta oposição, o Presidente Durão Barroso confirmou ao Parlamento Europeu, em 14 de Setembro, que a **Comissão** iria apresentar brevemente **“opções” para a introdução de Eurobonds**. Algumas dessas opções poderiam mesmo ser implementadas nos termos dos actuais tratados.

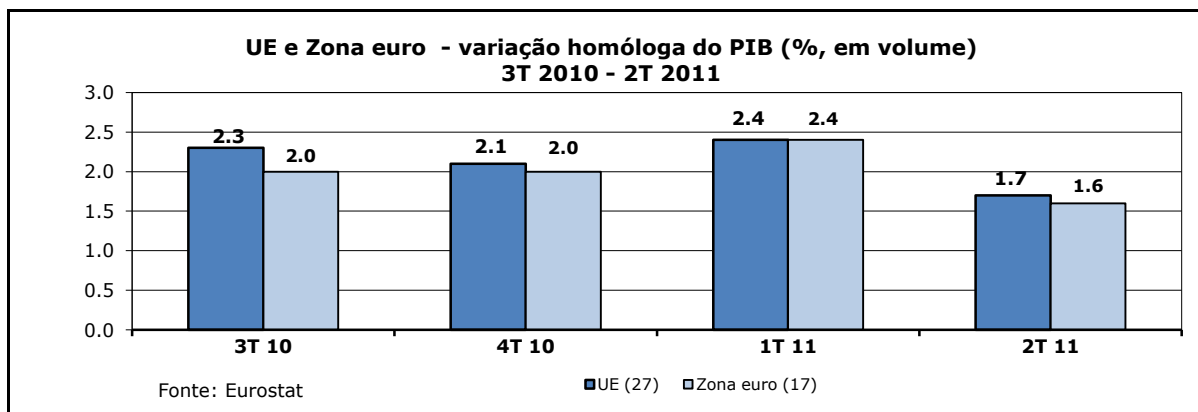
No dia 16 de Setembro, o **Conselho ECOFIN**, reunido em Wroclaw, na Polónia, anunciou o fim das negociações sobre as seis propostas legislativas para a reforma da governação económica, que serão formalmente adoptadas no início de Outubro. Esta reforma prevê o reforço do Pacto de Estabilidade e Crescimento, bem como a criação de um novo mecanismo para a prevenção e correcção de desequilíbrios macroeconómicos excessivos.

No dia 28, o Presidente da Comissão Europeia propôs no Parlamento Europeu a criação de um imposto na União Europeia sobre algumas transacções financeiras, com uma receita estimada de 55 mil m.e. a reverter para o orçamento comunitário. Durão Barroso defendeu ainda a antecipação da constituição do Mecanismo Europeu de Estabilidade.

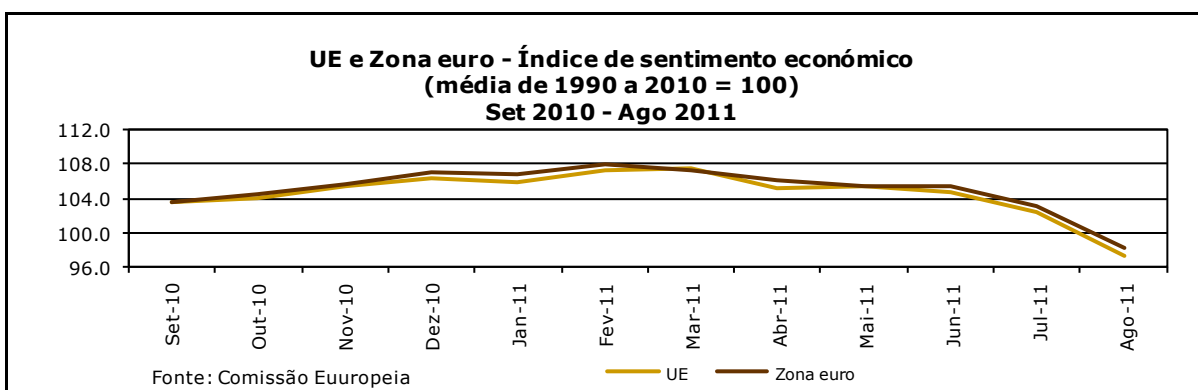
No mesmo dia, foi anunciada uma **reunião extraordinária do Eurogrupo em Outubro** (sem especificação do dia) para debater a situação da Grécia.

No que se refere às **projeções do FMI para a zona euro**, os valores de crescimento do PIB foram reduzidos para 1.6% em 2011 e 1.1% em 2012.

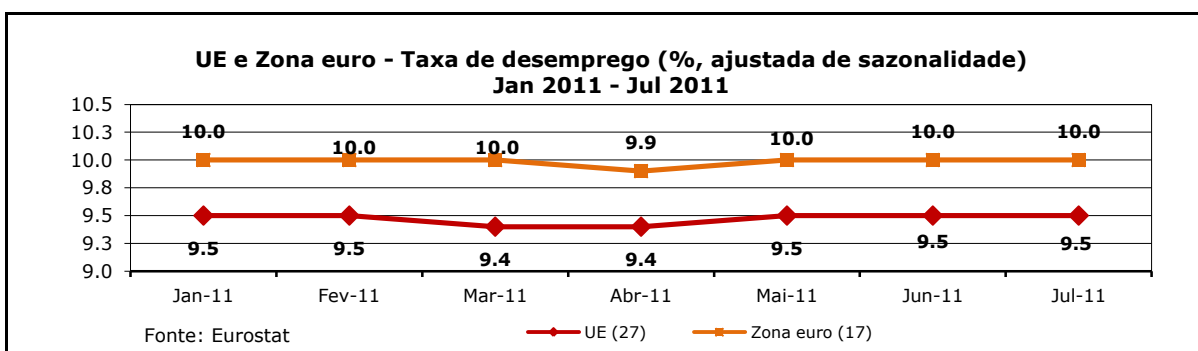
Quanto a **dados de conjuntura**, no segundo trimestre registou-se um significativo abrandamento do **PIB** na UE e na zona do euro, tanto em variação homóloga (1.7% e 1.6% em termos reais, respectivamente, após 2.4% no primeiro trimestre em ambas as áreas) como em variação trimestral (0.2% nas duas áreas, após 0.7% e 0.8% no segundo trimestre).



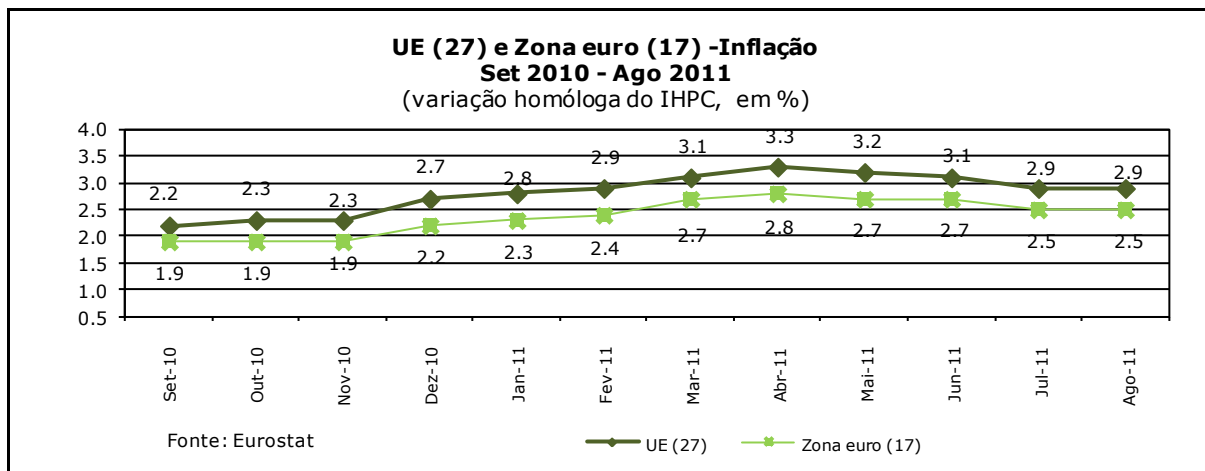
Quanto a indicadores avançados, merece destaque a descida acentuada do **índice de sentimento económico** da zona do euro e da UE, em Agosto, (dados da Comissão Europeia), para o que está a contribuir a crise de dívida soberana e o necessário ajustamento orçamental em muitos países. O reforço do movimento descendente do índice aponta para um abrandamento mais forte da actividade económica europeia nos próximos meses.



Em Julho, a **taxa de desemprego** situou-se em 9.5% na UE e em 10% na zona do euro, pelo terceiro mês seguido, segundo dados revistos.



A taxa de **inflação** homóloga da zona euro (medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, IHPC) manteve-se em 2.5% no mês de Agosto, tendo-se também registado uma estabilização na UE (em 2.9%). Em variação média anual, contudo, verificou-se uma subida de 0.1 pontos percentuais (para 2.4% na zona euro e para 2.8% na UE).



No dia 8 de Setembro, o **Banco Central Europeu** (BCE) manteve a sua principal taxa de directora (taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento) em 1.5%, pelo segundo mês consecutivo, após subidas de 0.25 pontos percentuais em Abril e Julho. O BCE indicou que o balanço dos riscos para a estabilidade dos preços está agora equilibrado, tendo em conta as novas projecções macroeconomias de especialistas do Eurosistema, que mostraram uma significativa revisão em baixa do crescimento na zona euro, embora num quadro de elevada incerteza. Os indicadores monetários mantiveram um ritmo de subida moderado. **Estas perspectivas sugerem uma pausa ou mesmo inversão do ciclo de subidas das taxas directoras nos próximos meses.**

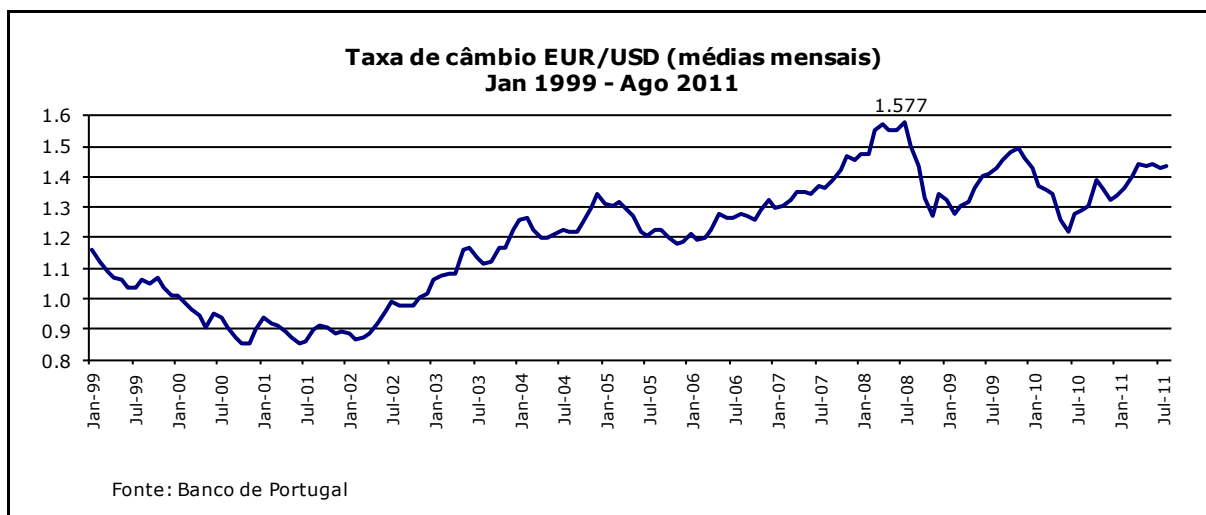
No dia 15 de Setembro, o BCE anunciou uma acção concertada com outros bancos centrais para fornecer **liquidez** em dólares aos bancos da zona do euro, após o surgimento de dificuldades de financiamento nesta moeda.

Durante o mês de Setembro, prosseguiu também o **programa de compra de títulos de dívida pública** de países da zona euro pelo BCE, que foi reactivado a partir de 7 de Agosto e alargado às dívidas espanhola e italiana (condicional a medidas de consolidação orçamental e reformas estruturais dos dois governos) para conter a subida das respectivas *yields* em face dos receios crescentes de contágio da crise de dívida soberana a estes países.

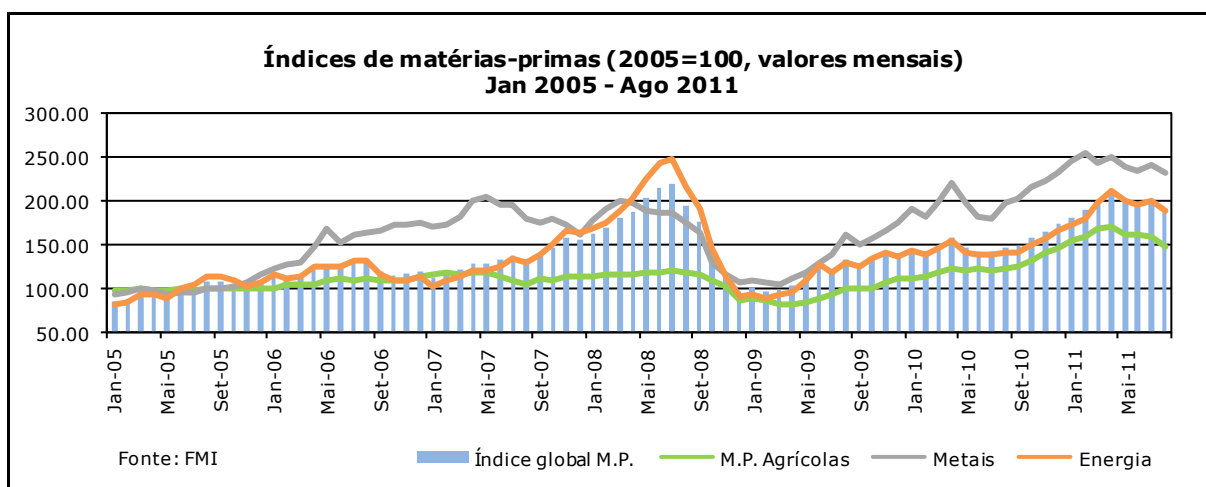
## **COTAÇÕES INTERNACIONAIS**

A taxa de câmbio média do **euro** face ao dólar depreciou-se 0.9% em **Julho** (para 1.4264 dólares por euro), reflectindo os sinais de contágio da crise de dívida soberana à Itália e Espanha, embora na parte final do mês se tenha assistido a uma recuperação, na sequência das decisões do Conselho Europeu de 21 de Julho. Em **Agosto**, e apesar dos sinais de contágio à Itália e Espanha

terem permanecido por receio de insuficiência das decisões, o euro apreciou-se 0.55% face a dólar (para 1.4343 dólares por euro) devido ao corte do *rating* da dívida federal dos EUA pela S&P e à revisão em baixa das perspectivas de crescimento pela Reserva Federal. O movimento inverteu-se já em **Setembro**, com o euro a recuar para o mínimo desde Janeiro (1.343 dólares por euro, no dia 23) devido à crise de dívida soberana na UEM e ao aumento da procura de dólares como moeda refúgio ante os receios de uma nova recessão mundial.

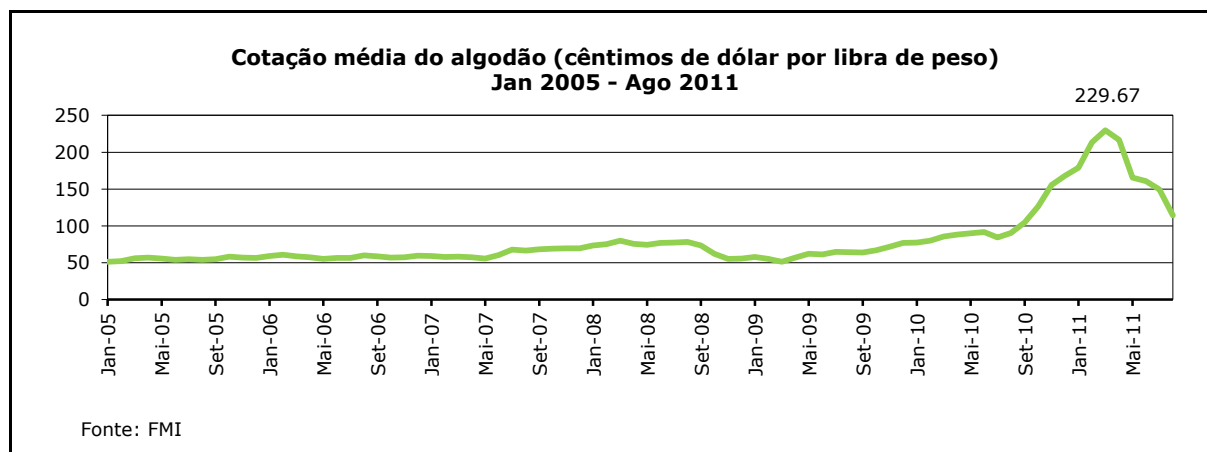


Em Agosto, o índice global de **matérias-primas** recuou de forma acentuada (variação mensal de -4.5%, após uma subida de 1.6% em Julho) devido ao corte do *rating* dos EUA e aos receios de uma nova recessão global desencadeada pela crise de dívida soberana na zona euro, que não foi solucionada pelas decisões da cimeira europeia de 21 de Julho, apesar da reacção inicial positiva dos mercados. Por componentes, a descida foi mais forte nos bens agrícolas e energia (variações mensais de -6.2% e -5.9%, respectivamente, face a -3.9% nos metais). Os receios acentuaram-se durante a maior parte de Setembro, com reflexos negativos nas cotações diárias das matérias-primas, mas na parte final do mês registou-se uma recuperação com a expectativa de medidas mais decisivas por parte das autoridades europeias para travar a crise de dívida.

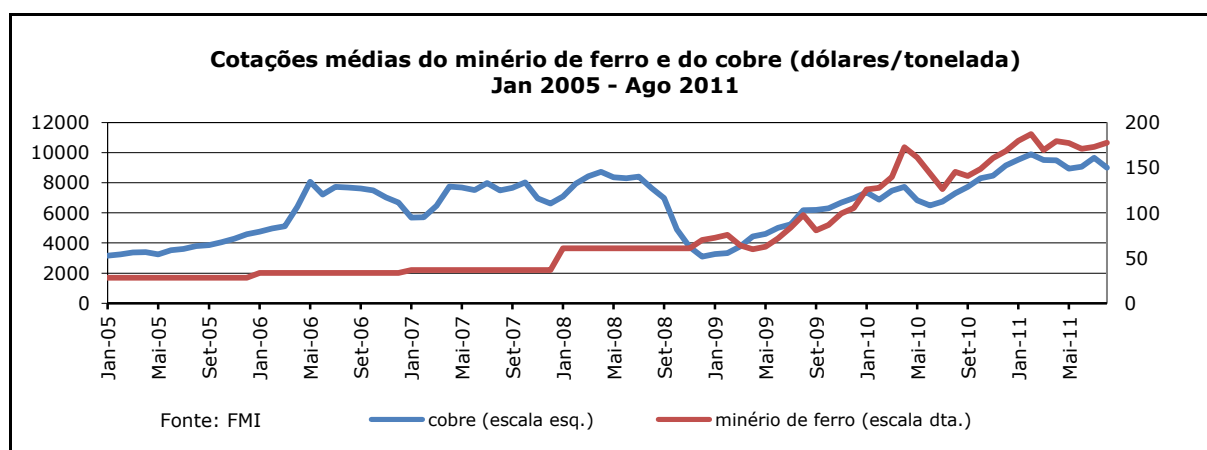




Nas matérias-primas agrícolas, a cotação do **algodão** corrigiu em forte baixa no mês de Julho e, sobretudo, em Agosto (variações de -7.1% e -23.6%, respectivamente), para o que contribuiu o aumento da oferta (boas colheitas na Austrália e Brasil e perspectivas favoráveis para Índia e China). Já em Setembro, a perspectiva de uma má colheita no Texas suportou uma recuperação dos preços dos futuros do algodão, embora limitada pelos receios de uma nova recessão mundial.



Nos metais, o preço médio do **minério de ferro** valorizou-se em Julho e Agosto (1.2% e 2.6%, respectivamente) com a forte procura da China e a restrição da oferta, que tem sido afectada pela redução das exportações da Índia, em resultado do combate ao minério ilegal e do aumento das tarifas de exportação naquele país. Entretanto, a China continua a procurar reduzir a dependência dos três grandes fornecedores mundiais do minério e a apostar em projectos mineiros em África, o que poderá aliviar os preços a médio prazo. No caso do **cobre**, a cotação média subiu significativamente em Julho (variação mensal de 6.4%) com a retoma das importações chinesas e a redução dos *stocks*, mas depois recuou também acentuadamente em Agosto (-6.8%) devido aos receios de uma recessão global.

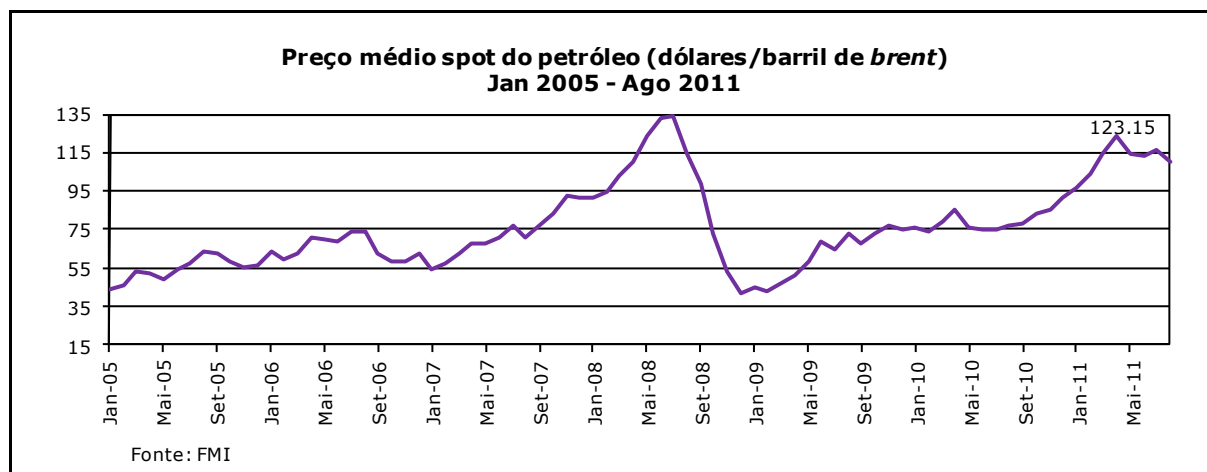


*Nota: No caso do minério de ferro, a cotação corresponde ao preço Spot das importações do metal pela China (62% FE, porto de Tianjin); os preços anteriores a 2009 são anuais, reflectindo o referencial que era acordado para cada ano entre as três principais empresas do sector nível mundial (Rio Tinto,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

A cotação média do barril de **brent** valorizou-se 2.4% em Julho com sinais de alguma sustentação da procura nos EUA e China, mas depois recuou 5.5% em



Agosto (para 110.08 dólares) com o corte de *rating* dos EUA e os receios gerais de uma quebra da procura face aos riscos de uma nova recessão global causada pela crise de dívida, para além da melhoria das perspectivas de retoma da produção na Líbia com o derrube do regime pelos rebeldes. Já em Setembro, a cotação diária continuou em perda (103.29 dólares, no dia 26) por causa dos riscos agravados para a economia mundial, apesar de uma recuperação próximo do final do mês.



## **PORTUGAL**

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

No dia 31 de Agosto, o ministro das Finanças, Vítor Gaspar, apresentou o **Documento de Estratégia Orçamental 2007-2011**. O documento detalhou vários **desvios desfavoráveis de execução orçamental** num total de 1.6% do PIB em 2011. Foram ainda apresentados **dois desvios favoráveis** (0.2 p.p. a mais na receita fiscal e 0.1 p.p. a menos no investimento) e as **medidas para corrigir o desvio líquido**: (i) sobretaxa extraordinária em sede IRS, anunciada ainda em Junho (0.5 p.p. em 2011); (ii) antecipação da revisão da tributação dos bens energéticos em sede de IVA (0.1 p.p.), anunciada em Agosto; (iii) aumento da receita com concessões, através da antecipação de medidas (0.4 p.p.); (iv) transferência de fundos de pensões da banca para a Segurança Social em valor suficiente (até 0.5 p.p.) para assegurar a meta do défice em 2011.

Do Documento, destacam-se ainda os impactos das **principais medidas de consolidação orçamental em 2012 e 2013 por rubricas** (-3 p.p. do PIB em 2012 e -2 p.p. em 2013 na despesa e 1.6 e 0.4 p.p. na receita). O ministro das Finanças anunciou ainda a aplicação de taxas adicionais de solidariedade temporárias no IRS (2.5% sobre a parcela que exceda o último escalão) e IRC (derrama estadual de 3% sobre o lucro tributável acima de 1.5 m.e.) no Orçamento de 2012.

No dia 12 de Setembro, o FMI completou a **1ª avaliação regular do programa de assistência financeira a Portugal** e concluiu que o programa está a ser globalmente cumprido (todas as metas quantitativas foram cumpridas, e apenas uma estrutural não o foi, a calibração da redução da TSU, ainda em discussão), dando, por isso, autorização para o desembolso da próxima tranche do empréstimo do FMI. Em termos de política orçamental, o FMI saudou a atitude proactiva do Governo em compensar os desvios orçamentais identificados em 2011, mas apontou a necessidade de medidas adicionais, na ordem de 0.6% do PIB, para compensar os efeitos que transitam para 2012, tendo o Governo prometido colmatar esse efeito com medidas de redução permanente de despesa corrente (para além das previstas).

No dia 15 de Setembro, o Governo divulgou um **relatório de execução do Plano de Redução e Melhoria da Administração Central do Estado** (PREMAC), aprovado no Conselho de Ministros de 21 de Julho e consubstanciado, numa 1ª fase, em medidas de racionalização de estruturas. O resultado obtido aponta para uma redução na ordem de 40% das estruturas de nível superior da administração directa e indirecta (142 estruturas, das quais 47 na administração directa, 17 institutos públicos e 65 órgãos consultivos), e de 27% dos cargos dirigentes (1711 cargos de direcção superior e intermédia), superando largamente o mínimo de 15% previsto no programa de assistência financeira. O impacto inicial estimado da reorganização de serviços é de cerca de 100 m.e..

No dia 16 de Setembro, o INE anunciou uma **revisão em alta do défice e da dívida públicos de 2008 a 2010 com a descoberta de encargos assumidos e não pagos nem registados pela Região Autónoma da Madeira, na sequência de uma auditoria do Tribunal de Contas a Acordos de Regularização de Dívidas celebrados entre o Governo regional e empresas de construção**.

O ministro das Finanças, Vítor Gaspar, salientou que as irregularidades descobertas na Madeira têm um impacto "muito limitado" no défice público deste ano, não exigindo, por isso, medidas adicionais. Vítor Gaspar esclareceu que iria decorrer um levantamento mais exaustivo da situação orçamental e financeira da Região até final de Setembro, servindo de base ao desenho de um programa de ajustamento estrutural na região.

No dia 30 de Setembro, o INE divulgou a notificação **procedimento dos défices excessivos com revisões em alta** (face à notificação de Abril) do rácio do défice público em 2008 (passando para 3.6% do PIB), 2009 (para 10.1% do PIB) e 2010 (para 9.8% do PIB), e também do rácio da dívida neste último ano (para 93.3% do PIB), essencialmente devido aos factos novos apurados sobre a situação orçamental da Madeira. As alterações imputáveis à Região Autónoma da Madeira agravaram os rácios do défice público de 2008, 2009 e 2010 em 0.1, 0.04 e 0.56 pontos percentuais do PIB, respectivamente, e o rácio da dívida de 2010 em perto de 0.5 pontos. O rácio do défice previsto para 2011 manteve-se

em 5.9% (meta do programa de ajustamento), tendo o rácio da dívida passado para 100.8% em consequência das revisões referidas.

Na sequência da primeira avaliação regular do programa de assistência, o **FMI** actualizou as suas **previsões económicas para Portugal**, confirmando depois esses valores nas previsões de Outono de 20 de Setembro. O Fundo manteve as previsões de evolução do **PIB** de Maio (-2.2% em 2011 e -1.8% em 2012), mas reviu as suas componentes. É agora esperado um contributo menos negativo da procura interna (-6.2 pontos percentuais em 2011 e -4.8 em 2012), mas também uma evolução menos positiva das **exportações** (6.6% em 2011 e 6.5% em 2012) do que em Maio.

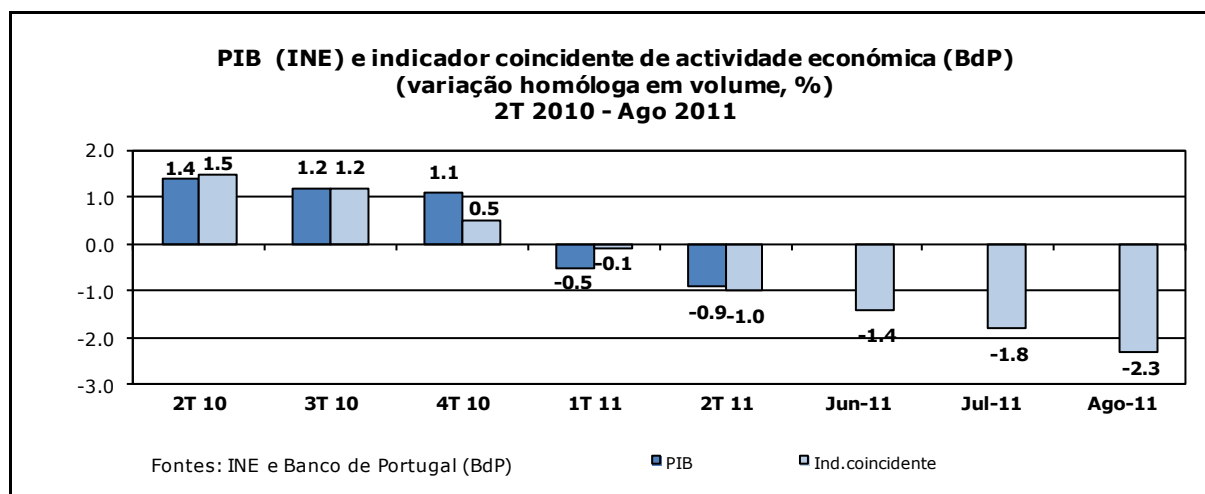
O **Governo** apresentou as mesmas estimativas de evolução do PIB do FMI (embora com diferenças nas componentes) na actualização do cenário macroeconómico do Documento de Estratégia Orçamental de 31 de Agosto.

Já em Setembro, o secretário de Estado adjunto do primeiro-ministro, Carlos Moedas, indicou que o Governo alterou as projecções do PIB, no sentido de uma descida menor em 2011 e mais agravada em 2012. No dia 28, o primeiro-ministro afirmou no Parlamento que o Orçamento de Estado de 2012 assumirá uma quebra prevista do PIB entre 2.2% e 2.3%, confirmando a revisão em baixa devido à deterioração da situação externa. No mesmo dia, o Governador do Banco de Portugal indicou que a instituição também irá reduzir a sua projecção de crescimento para 2012 face à projecção de Julho.

Quanto a **dados económicos de conjuntura**, no dia 8 de Setembro o INE divulgou dados revistos do **PIB** do segundo trimestre, que evidenciaram uma variação homóloga de -0.9% (após -0.5% no primeiro trimestre) e uma variação trimestral nula (-0.6% no primeiro trimestre), confirmando, assim, os valores divulgados na estimativa rápida de 16 de Agosto. O detalhe por componentes de **despesa** mostra que o agravamento da quebra homóloga do PIB no segundo trimestre resultou de uma contracção mais acentuada da procura interna, com variações de -3.4% no consumo privado (-2.2% no primeiro trimestre), de -4.5% no consumo público (-3.3%) e de -10.3% na FBCF (-7%). Desta forma, o contributo negativo da **procura interna** para a variação homóloga do PIB agravou-se de -3.4 para -5.7 pontos percentuais, uma evolução que foi parcialmente compensada pela melhoria do contributo da **procura externa líquida** (de 2.9 para 4.8 p.p.), com as **exportações** a manterem um crescimento de 8.4% e as **importações** a recuarem de forma mais marcada (variação homóloga de -5.4%, após -0.9% no primeiro trimestre).

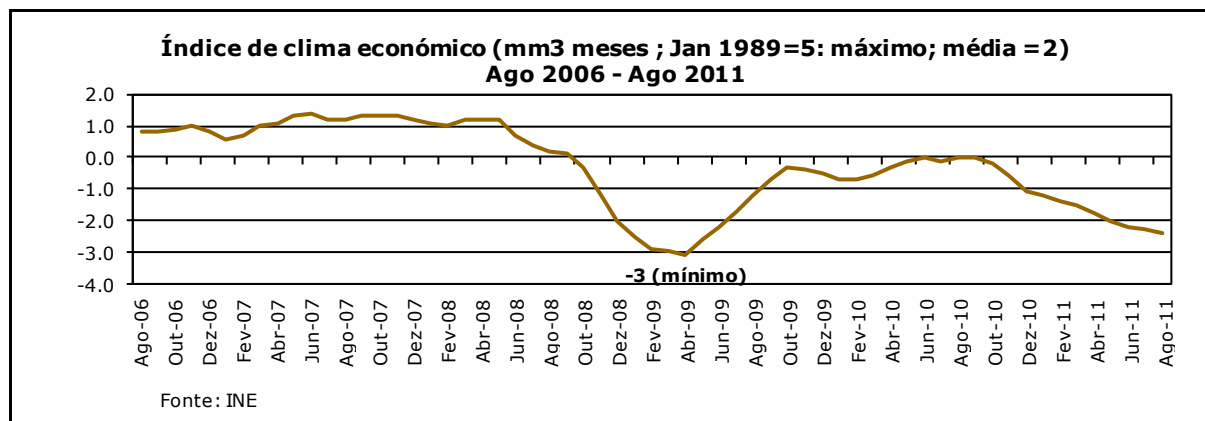
No que se refere à evolução do **VAB** por sectores de actividade, os dados em variação homóloga mostraram quebras agravadas na **construção** (de -2.8% no primeiro trimestre, para -9.4% no segundo) e **serviços** (de -0.8% para -1%), e um abrandamento na **indústria**, energia, águas e saneamento (de 1.8% para 1%). A **agricultura, silvicultura e pescas** foi o único sector a registar uma melhoria do comportamento homólogo do VAB (aceleração de 0.2% para 0.7%).

Foi ainda divulgada uma diminuição homóloga de 0.8% no **emprego** total, que traduz um desagravamento face à descida de 1.6% no primeiro trimestre.



Em Julho e Agosto, o **indicador coincidente** de actividade económica do BdP recuou de forma mais acentuada (variação homóloga de -1.8% e -2.3%, respectivamente, após -1% no segundo trimestre), apontando para uma evolução mais negativa do PIB no terceiro trimestre.

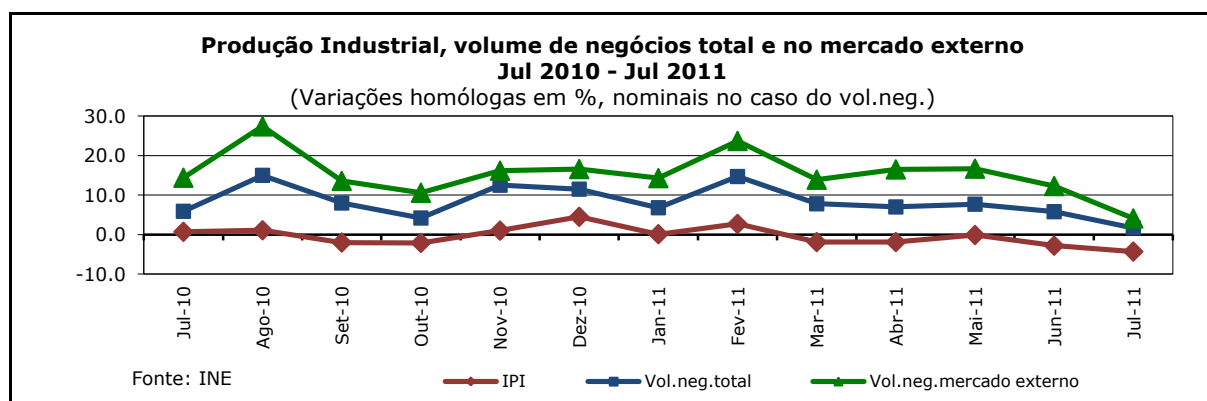
Em termos de dados recentes da procura, destaca-se o abrandamento das **exportações** em Julho (variação homóloga de 8.9%, face a 14.9% no trimestre até Julho e 16.3% de Janeiro a Julho, em termos nominais).



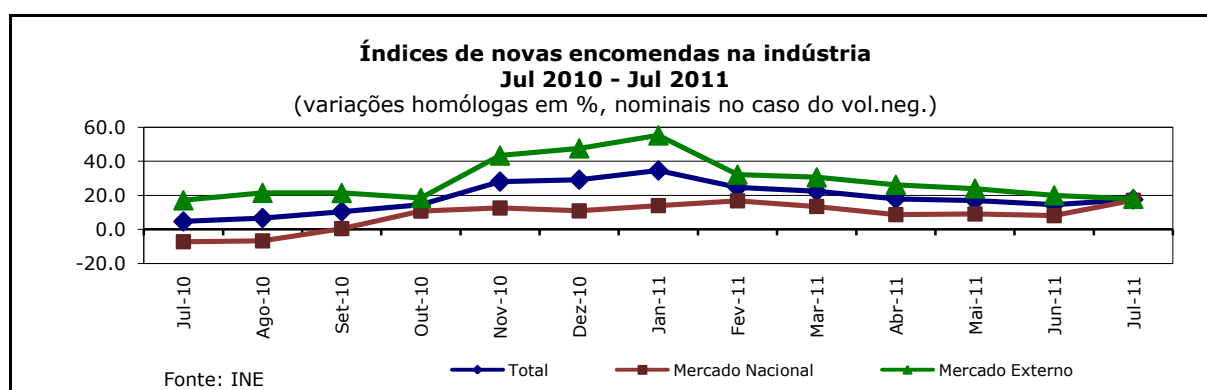
Quanto a indicadores avançados, o **indicador de clima económico** voltou a recuar em Agosto (pelo décimo primeiro mês consecutivo, para o mínimo desde Janeiro de 2009), sinalizando que a actividade económica prosseguirá em contracção nos próximos meses. Por componentes, apenas o **indicador de confiança dos consumidores** não diminuiu, tendo registado uma estabilização (num valor já próximo do mínimo histórico de Março de 2009) após vários meses em perda. Nos inquéritos sectoriais, o índice de confiança dos **serviços** foi o que mais recuou, seguido pela **construção** (que registou o mínimo da série), pela **indústria transformadora** e pelo **comércio**.

Relativamente à **atividade industrial**, salienta-se, em **Julho** (dados revistos):<sup>1</sup>

(i) A variação homóloga de -4.3% da **produção industrial** (-2.8% em Junho; dados ajustados de efeitos de calendário) e de 1.7% no **volume de negócios**, que se repartiu entre 4.1% no mercado externo e 0.2% no nacional (5.8%, 12.3% e 1.8% em Junho, respectivamente, em termos nominais); em média anual, as variações foram de -0.6% no índice de produção e 8.3% no volume de negócios (4.6% no mercado nacional e 14.9% no mercado externo);



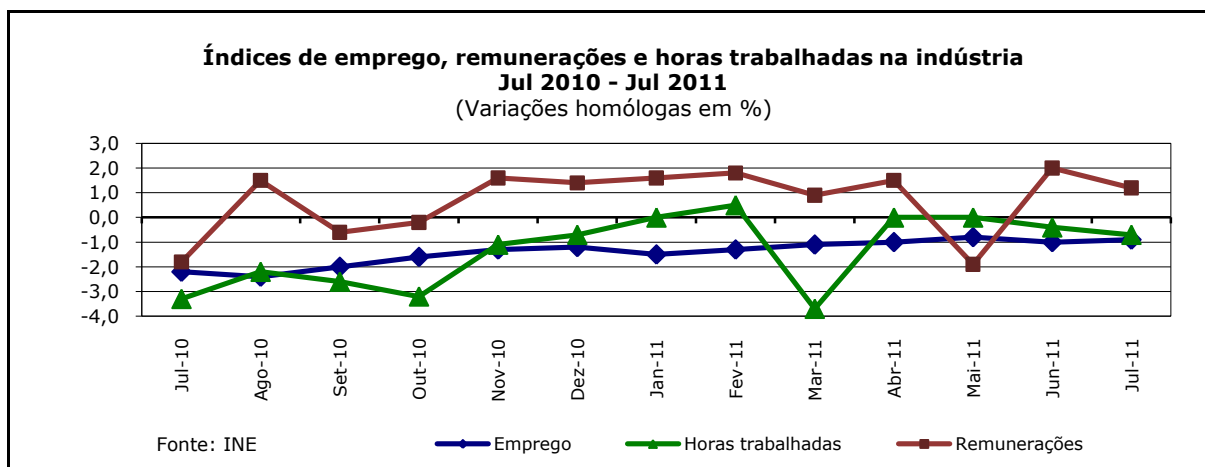
(ii) As **novas encomendas industriais** aumentaram 17.6% no trimestre até Julho (14.5% no trimestre até Junho), em variação homóloga, com subidas de 17.1% no mercado nacional (8.1%) e de 18% no mercado externo (20%). Estes dados apontam para uma evolução mais favorável da produção nos próximos meses. Note-se, contudo, que a aceleração das encomendas de origem nacional, ainda que positiva, é algo surpreendente no contexto actual de ajustamento em baixa da procura interna, não se esperando, por isso, que seja sustentada. A manutenção de um elevado crescimento das encomendas externas (apesar de algum abrandamento) é razão para maior optimismo quanto a uma melhoria sustentada do andamento da produção industrial num futuro próximo.



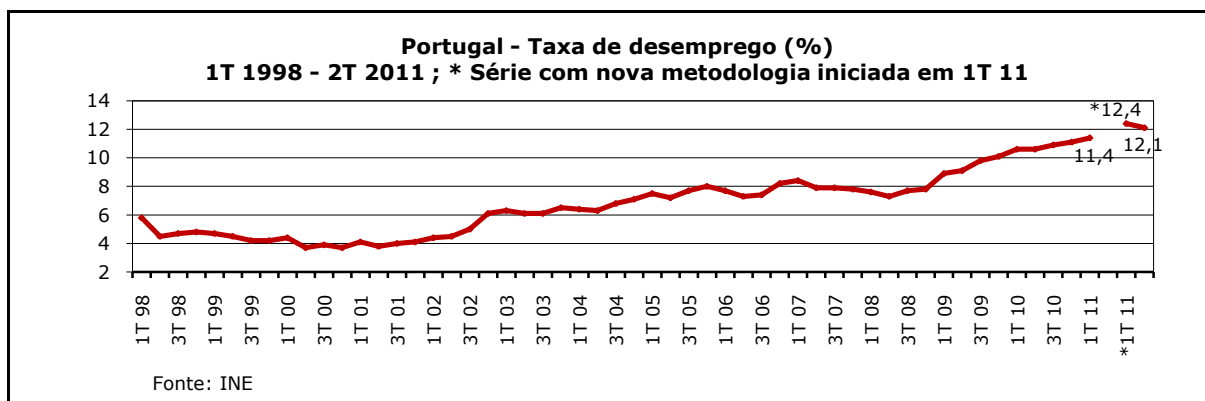
(iii) a variação homóloga de -0.9% no índice de **emprego industrial**, de -0.7% no índice de **horas trabalhadas** e de 1.2% no índice de **remunerações** (-1%, -

<sup>1</sup> Nota: o INE chama a atenção que a taxa de resposta na recolha de dados foi inferior ao habitual em Julho por coincidir com um período típico de férias, pelo que os mesmos poderão vir a sofrer revisões acima do normal.

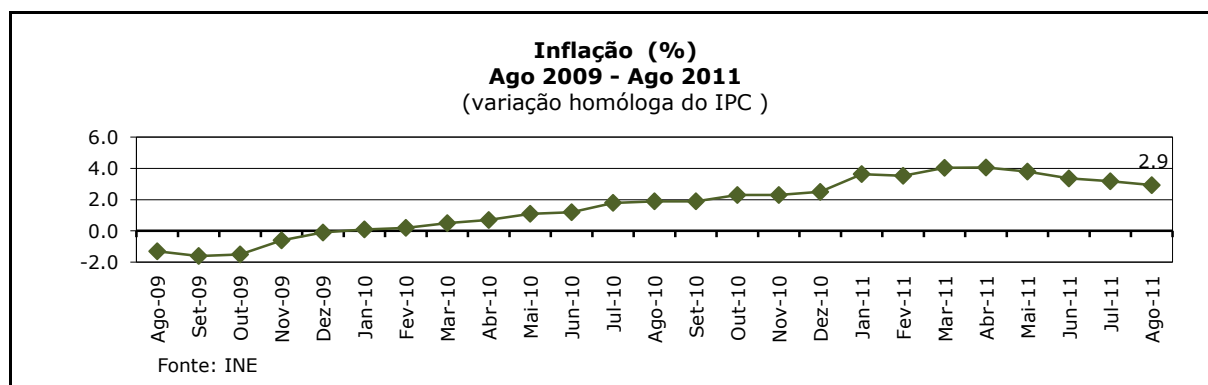
0.4% e 2% em Junho, respectivamente, com ajustamento de calendário); em média anual, as variações situaram-se em -1.3%, -1.2% e 0.9%.



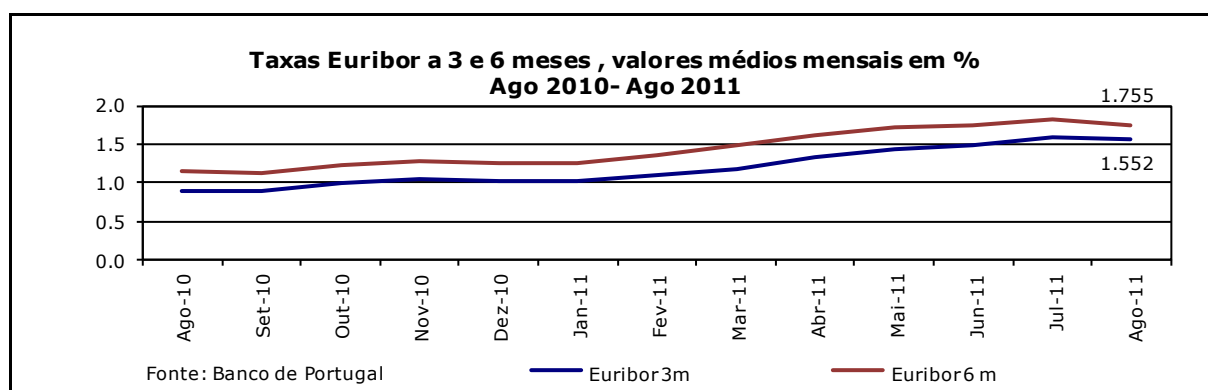
De acordo com o INE, a **taxa de desemprego** nacional situou-se em 12.1% no segundo trimestre (correspondendo a 675 mil desempregados), o que traduz uma diminuição de 0.3 pontos face ao trimestre anterior, para o que contribuiu o aumento sazonal do emprego no Verão (nota: os dados não são corrigidos de sazonalidade e não é possível a comparação homóloga devido a uma quebra de série no primeiro trimestre de 2011).



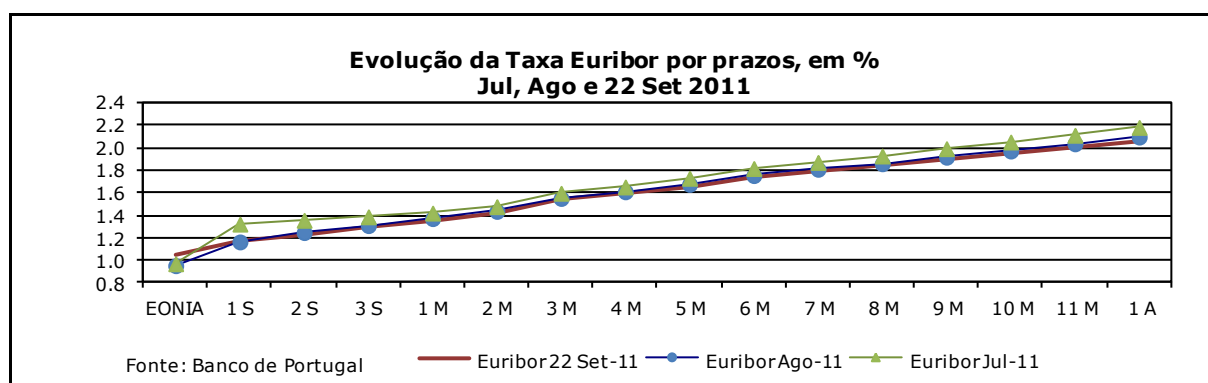
A taxa de **inflação** homóloga aferida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC) diminuiu pelo quarto mês consecutivo em Agosto (2.9%, após 3.1% em Julho), situando-se no mínimo desde Dezembro. A inflação foi de 1.8% sem as rubricas voláteis de energia e bens alimentares não transformados (2.1% em Julho). A variação média anual do IPC manteve-se em 3.1%. O IHPC registou variações similares em Agosto (homóloga de 2.8% e média anual de 3.1%).



No mercado monetário europeu, as **taxas Euribor** a 3 e 6 meses continuaram a aumentar em Julho (para 1.598% e 1.818%, respectivamente, em média mensal, e 1.609% e 1.821% em valores de final de mês), em reacção a mais um aumento das taxas de juro directoras do BCE. O movimento inverteu-se em Agosto com a deterioração da conjuntura internacional e a expectativa de uma pausa ou mesmo inversão no ciclo de subidas de taxas do BCE, tendo-se registado uma descida, ainda que ligeira, da Euribor mensal, para 1.522% nos 3 meses e 1.755% nos 6 meses (1.542% e 1.749% em valores de final de mês, respectivamente), após máximos de quase dois anos e meio em Julho.

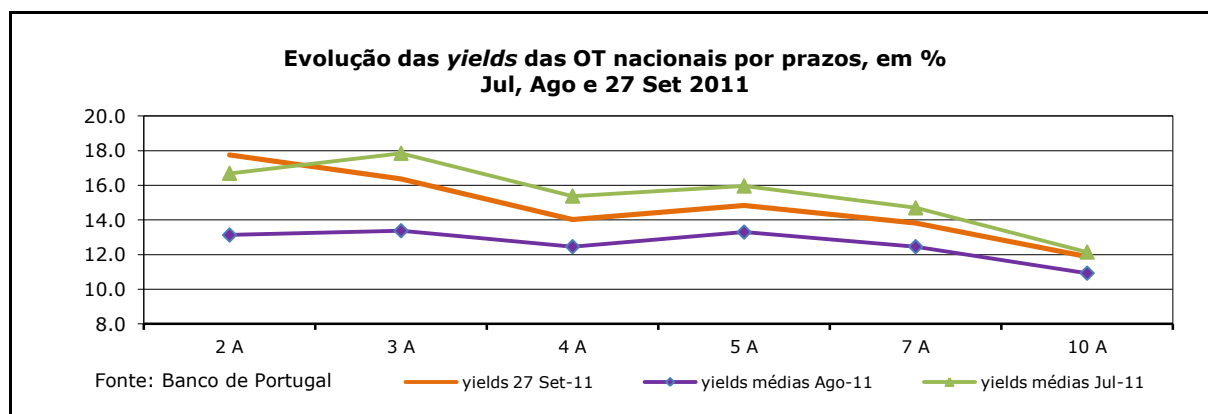


A descida das taxas Euribor prosseguiu em Setembro (para 1.536% nos 3 meses e 1.734% nos 6 meses, no dia 27), reflectindo a alteração de discurso do BCE. Contudo, a descida continuou a ser pouco intensa e uniforme, pelo que a curva de rendimentos do mercado monetário pouco se alterou face a Julho e Agosto.



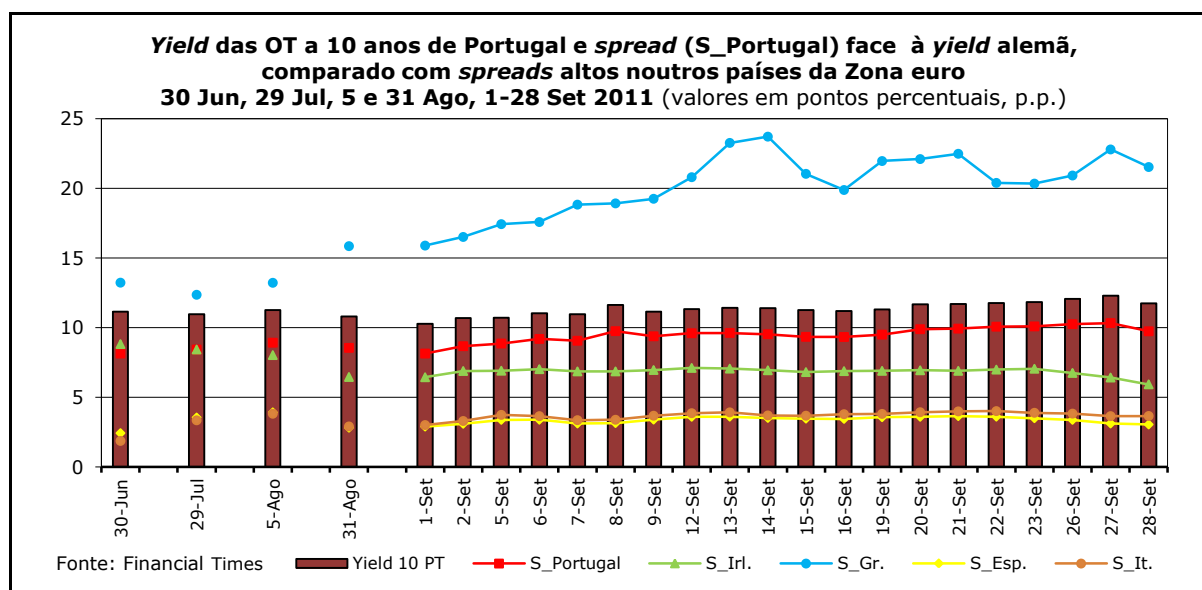


No mercado secundário de dívida, as **yields médias** das obrigações do Tesouro português continuaram a subir em **Julho** (para 16.69% no prazo de 2 anos, 15.96% nos 5 anos e 12.15% nos 10 anos, os máximos desde o início da série, iniciada em 1993), reflectindo o corte significativo e inesperado do *rating* da República pela agência Moody's e os receios de contágio de crise de dívida a Espanha e Itália, embora se tenha registado um recuo das *yields* diárias após a cimeira europeia. A reactivação do programa de compra de títulos de dívida pública do BCE (alargado à Itália e Espanha) no início de **Agosto** permitiu um ajustamento em baixa das *yields* nacionais nesse mês (para 13.13% no prazo de 2 anos, 13.3% nos 5 anos e 10.93% nos 10 anos). Em Setembro, as *yields* nacionais retomaram uma trajectória ascendente (situando-se, no dia 27, em 17.75% nos 2 anos, 14.83% nos 5 anos e 11.88% nos 10 anos) em face da perspectiva de incumprimento iminente na Grécia, isto apesar da continuação do programa de compra de títulos do BCE. No que se refere à **inclinação da curva de rendimentos**, ela permaneceu negativa (invertida face ao normal) no período de análise devido ao facto dos prazos inferiores serem mais arriscados na actual situação de ajuda externa. A inclinação atenuou-se em Agosto (porque a descida das *yields* nacionais foi superior nos prazos inferiores) mas voltou a aumentar em Setembro.



O comportamento das *yields* nacionais a 10 ano acompanhou o **prémio de risco** medido pelo diferencial face ao referencial alemão (*bund*) nesse prazo. Esse diferencial (*spread*) passou de 8.14 pontos percentuais no final de Junho, para 8.43 pontos no fim de Julho. Em Agosto, o *spread* subiu para 8.92 pontos no dia 5 de Agosto (altura em que os *spreads* de Espanha e Itália atingiram 3.92 e 3.82 pontos, face a 3.55 e 3.35 pontos no final de Julho de 2.43 e 1.87 pontos no final de Junho, respectivamente), antes da reactivação do programa de compra de obrigações do BCE, recuando depois até 8.55 pontos no final desse mês. Já em Setembro, o prémio de risco da Grécia agravou-se de forma muito significativa (oscilando entre 20 e quase 23 pontos desde dia 12, face a 15.85 e 13.22 pontos no final dos meses de Agosto e Julho, respectivamente), o que contribuiu para uma acentuação do *spread* português, que aumentou para um máximo de 10 pontos próximo do final do mês. No que se refere aos outros países em foco na crise de dívida, a principal preocupação prende-se com a Itália, que registou um agravamento do *spread* em Setembro mesmo com a intervenção do BCE (subida até 4.01 pontos no dia 22, recuando depois até 3.66 pontos no dia 28). O *spread* da Espanha aumentou menos do que o italiano em Setembro, nunca ultrapassando o máximo registado a 5 de Agosto. A Irlanda constitui o caso de

sucesso em termos atenuação do risco da dívida, devido ao cumprimento do programa de ajustamento e à recuperação económica, tendo registado um desagravamento do *spread* de 8.43 pontos no final de Julho (o mesmo valor que Portugal), para valores entre 6 e 7 pontos desde meados de Agosto.



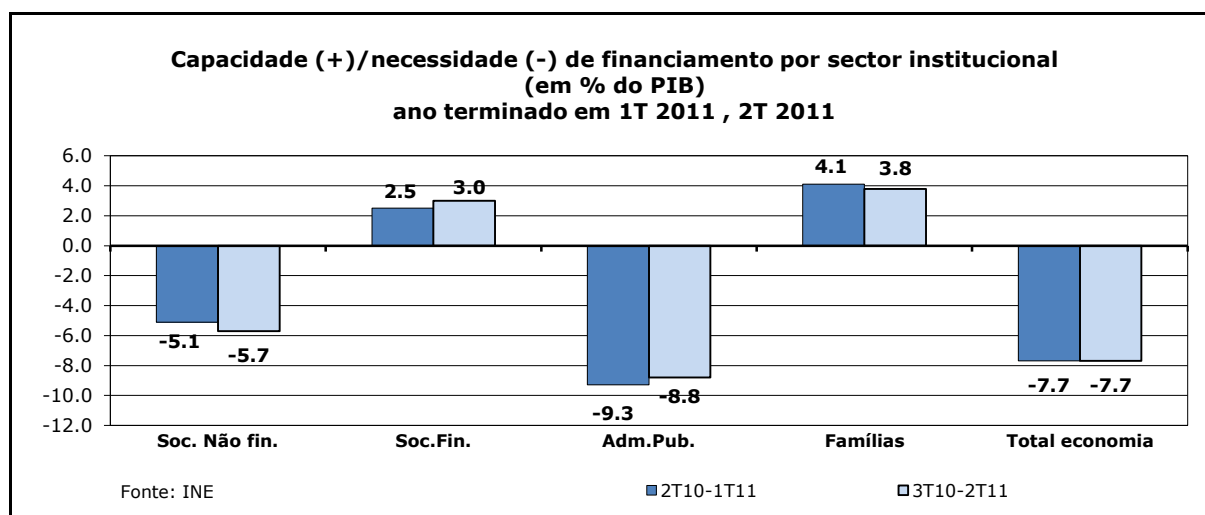
Na **bolsa** portuguesa, o índice de referência PSI-20 desvalorizou-se pelo sexto mês seguido em Agosto, e de forma mais acentuada (variação de -10.2% em comparação de final de mês, após -5.1% em Julho e -1.3% em Junho), tendo continuado a cair em Setembro para mínimos de mais de 8 anos.

No que se refere às **contas externas**, os dados mais recentes da Balança Corrente revelaram um défice de 8713 m.e. entre Janeiro a Julho de 2011, o que traduz uma descida homóloga de 16.4% (1712 m.e.), com melhorias nas principais componentes, excepto na balança de rendimentos. O excedente da Balança de Capital aumentou 33% em variação homóloga, para 782 m.e..

A síntese de **execução orçamental** de Janeiro a Agosto (em Contabilidade Pública, óptica de caixa) mostrou uma redução homóloga de 21.9% no défice do subsector Estado, para 7202.3 m.e. A **receita** aumentou 4.8%, abaixo da meta orçamental de 6.7%, devido a receitas não fiscais abaixo do esperado (sobretudo dividendos), apesar da receita fiscal ter ficado 0.5 pontos percentuais acima da meta de 4.6% para o ano. A **despesa** registou uma variação de -2.9% (13.2% na despesa de capital, 14.2% nos juros da dívida e -6% na despesa corrente primária, incluindo variações de -10% na despesa com pessoal e -5.9% nas transferências correntes), que compara com uma meta de -1.5%. O saldo positivo dos Serviços e Fundos Autónomos e da Segurança Social também melhorou ligeiramente em termos homólogos, tendo o saldo agregado destes subsectores mais o subsector Estado passado de -9173 para -5274 m.e.. Note-se que estes dados, numa óptica de caixa, diferem da lógica de compromisso da contabilidade nacional em que são assumidos os compromissos

internacionais, e são fortemente influenciáveis por factores pontuais, nomeadamente diferenças no padrão intra-anual de execução das rubricas.

Salienta-se ainda a divulgação pelo INE (no dia 30 de Setembro) das **contas nacionais trimestrais por sector institucional**, que mostraram uma estabilização das necessidades de financiamento da economia em 7.7% do PIB no ano até ao segundo trimestre de 2011 face ao ano até ao primeiro trimestre, numa análise em média móvel de 4 trimestres que atenua a sazonalidade dos dados. A subida das necessidades de financiamento das sociedades não financeiras e a diminuição da capacidade de financiamento das famílias compensaram o acréscimo da capacidade de financiamento das sociedades financeiras e a redução das necessidades de financiamento das administrações públicas (que resultou da redução do consumo final, em particular remunerações, e prestações sociais em espécies).



Tomando como referência valores semestrais, o **défi ce das administrações públicas** situou-se no **1º semestre de 2011** em 6995.4 m.e. (8.3% do PIB), que traduz uma diminuição face ao défi ce de 8728.7 m.e. no período homólogo (10.4% do PIB). Salienta-se que o défi ce de 8.3% do PIB no primeiro semestre (não corrigido de efeitos de sazonalidade) supera largamente a meta de 5.9% para o conjunto de 2011, pelo que terá de se registar uma forte redução do rácio no segundo semestre para a meta ser cumprida.