

CONJUNTURA ECONÓMICA

- Dezembro 2011 -

MUNDO

No dia 11 de dezembro, as negociações da Conferência de Durban estabeleceram um roteiro para um compromisso em 2015 que comprometa todos os países a reduzir as suas emissões de dióxido de carbono, com vista a contrariar as alterações climáticas. Este acordo, que substituirá o Protocolo de Quioto (cuja vigência termina em 2012), foi obtido após intensas negociações. A UE conseguiu que o acordo abrangesse todos os países, mas teve de se contentar com um texto que deixa em aberto a forma legal e o carácter obrigatório do futuro pacto climático, numa cedência à Índia e à China. Estes dois países atualmente não estão sujeitos a grandes restrições nas emissões de gases com efeito de estufa por beneficiarem do estatuto de economias emergentes, uma situação de exceção que os EUA, em particular, querem que termine, tendo em conta que os dois países emergentes (sobretudo a China) surgem já como os principais emissores mundiais em alguns casos.

No dia 15 de dezembro, a diretora-geral do **FMI** afirmou que as perspetivas económicas mundiais não são animadoras, sugerindo uma possível revisão em baixa das previsões económicas do Fundo na atualização de janeiro. Segundo Lagarde, os esforços para superar as dificuldades devem começar na zona euro (onde a "união monetária não foi completada adequadamente por uma união económica e orçamental", que começa agora a ser construída), mas cabe a todas as economias agir neste momento. Isto porque nem as economias desenvolvidas, nem os mercados emergentes, nem as economias com um crescimento mais acelerado estão imunes à crise. Para reforçar o tom de emergência, Lagarde disse ainda que, na ausência de medidas decisivas, enfrentamos a perspetiva de "retração económica, aumento do protecionismo, isolamento e... o que aconteceu nos anos 30" (Grande Depressão).

EUA

Destacam-se, abaixo, algumas notícias de **envolvente** dos EUA.

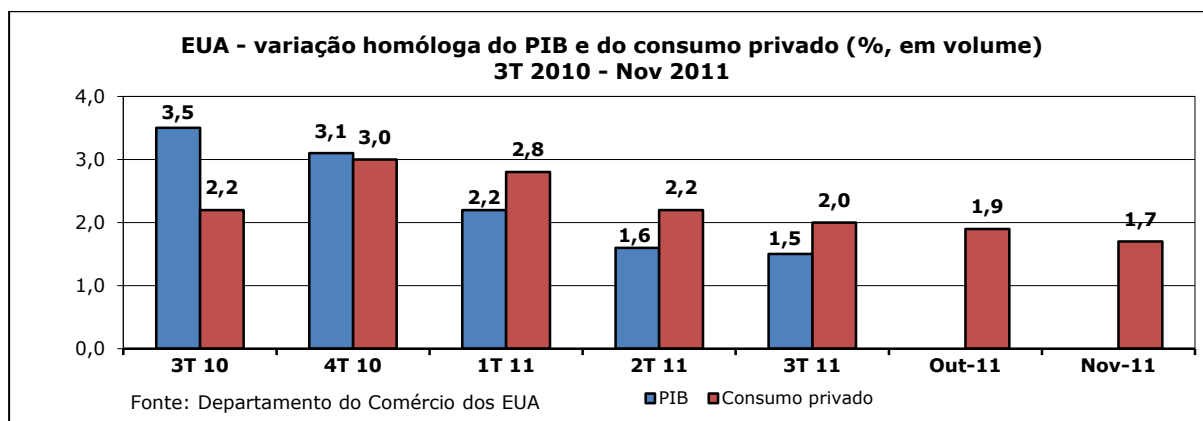
No dia 17 de dezembro, o **Congresso** norte-americano aprovou um compromisso bipartidário para a extensão dos atuais benefícios fiscais aos trabalhadores e da duração do subsídio de desemprego até fevereiro de 2012, como preconizado pela Administração Obama, que, em contrapartida, aceitou uma redução do orçamento federal em 31 biliões de dólares em 2012 e acelerar a decisão sobre o projeto de oleoduto entre Estados Unidos e Canadá (ao qual falta ainda o relatório de impacto ambiental).

No dia 23 de dezembro, a agência de **rating** Fitch alertou que "uma tarefa-chave do Congresso e do Presidente que vão sair das eleições de 2012 será a de formular um plano credível para reduzir o défice orçamental e estabilizar a dívida

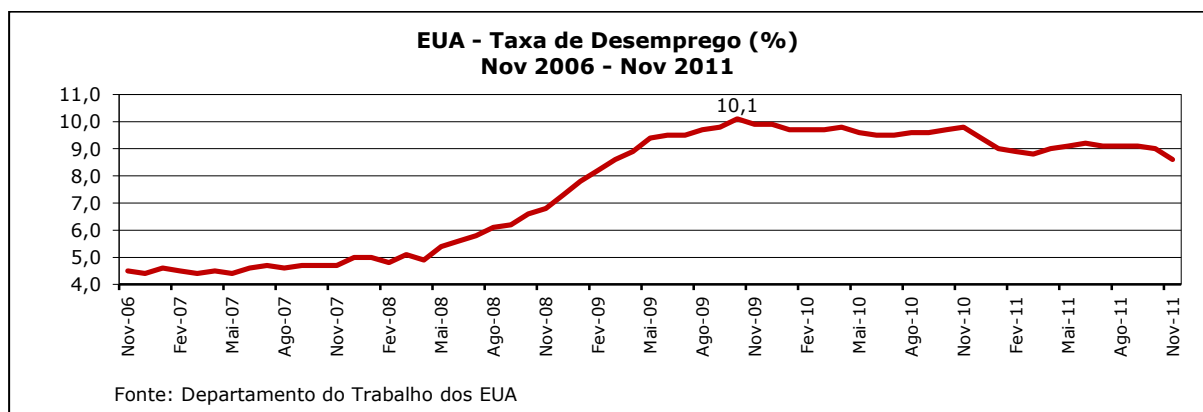
federal. Sem essa estratégia, a avaliação da dívida será provavelmente cortada no final de 2013". A Fitch salientou que o défice orçamental dos EUA continuará a aumentar sem reformas fiscais e cortes de despesa, sendo necessárias medidas adicionais de, pelo menos, 3.5 biliões de dólares só para estabilizar a dívida nos 90% do PIB na segunda metade da década.

De acordo com fontes do Tesouro norte-americano citados pela agência Bloomberg, a Administração Obama irá pedir um novo aumento do limite da dívida ao Congresso (passando de 15.1, valor que deverá ser atingido já em janeiro, para 16.4 biliões de dólares), com o compromisso de que o novo limite só voltará a ser alcançado no final de 2012, após as eleições presidenciais.

Quanto a **dados de conjuntura**, as terceiras estimativas do **PIB** no terceiro trimestre confirmaram a subida homóloga de 1.5% em volume, que traduz um ligeiro abrandamento face ao trimestre anterior (1.6%). Dados mais recentes, relativos a outubro e novembro, mostraram um abrandamento do **consumo privado** (variações homólogas reais de 1.9% e 1.7%, respetivamente, após 2% no terceiro trimestre), a rubrica com maior peso no PIB.



O **índice dos indicadores avançados** do Instituto Conference Board aumentou 0.5% em novembro, após subidas de 0.9% e 0.1% nos dois meses precedentes. Embora o risco de uma nova recessão tenha diminuído nos últimos dois meses, os economistas do instituto alertam que a perspetiva positiva de curto prazo para a economia norte-americana está em contraciclo com o abrandamento da economia global e poderá ser facilmente revertida no caso de ocorrer uma recessão acima do esperado na Europa.



Em novembro, a **taxa de desemprego** norte-americana recuou para 8.6% (face a 9% em outubro), que traduz um mínimo de 2 anos e 8 meses, embora parte da descida tenha resultado da passagem de desempregados para a situação de inativos.

No dia 13 de dezembro, a **Reserva Federal** deixou a sua política monetária inalterada (taxa *fed funds* entre 0 e 0.25% pelo menos até meados de 2013, e manutenção do tamanho do balanço do Banco Central), incluindo a manutenção do programa de aumento da maturidade da carteira de obrigações, mas reiterou a disponibilidade para tomar medidas adicionais de estímulo económico se tal se revelar necessário. A Reserva Federal justificou a decisão com a expansão moderada da economia norte-americana (apesar do abrandamento da economia global), que se deverá manter nos próximos trimestres, refletindo-se na atenuação dos valores de inflação e na redução apenas gradual dos elevados níveis da taxa de desemprego.

EUROPA

Destacam-se, abaixo, algumas notícias de **envolvente** europeia.

No dia 1 de dezembro, o Parlamento Europeu aprovou o aumento das **taxas de co-financiamento comunitário** para os 6 países mais afetados pela crise económica (incluindo Portugal), podendo ir até aos 95%.

No dia 9 de dezembro, realizou-se mais um **Conselho Europeu**, onde ficou acordada a realização de um **novo Tratado Intergovernamental** com regras mais rigorosas em matéria orçamental ("compacto fiscal") e um reforço da coordenação económica, com vista a restaurar a confiança dos mercados.

Salientam-se as seguintes decisões do Conselho Europeu:

- **No que respeita à dívida e ao défice**, (i) apoiar as recomendações da Comissão no quadro do procedimento relativo aos défices excessivos, que deverão conduzir a um maior automatismo das sanções (necessidade de uma maioria qualificada de 85% para evitar sanções propostas pela Comissão) e a um maior controlo das reformas estruturais necessárias para uma correção duradoura dos desequilíbrios orçamentais; (ii) adoção de uma meta de redução anual (1/20) da dívida em excesso de 60% do PIB; (iii) mecanismo de reporte ex-ante dos planos de emissão de dívida; (iv) adoção de uma regra orçamental equilibrada (défice estrutural anual máximo de 0.5% do PIB nominal) a nível constitucional ou equivalente e reconhecimento da competência do Tribunal de Justiça para verificar a respetiva transposição;

- **Relativamente à estabilidade financeira da zona euro**, (i) o Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) deverá entrar em vigor em julho de 2012, em vez de julho de 2013; (ii) a participação do setor privado no programa de redução da dívida grega constituirá um caso único sem paralelo, e a cláusula do MEE relativa a esta matéria constará apenas do preâmbulo e estará plenamente em conformidade com os princípios e práticas do FMI; (iii) as decisões urgentes no âmbito do MEE poderão ser tomadas por maioria qualificada de 85%; (iv) a adequação do limiar conjunto para o FEEF e o MEE, no valor de 500 mil milhões de euros, será reavaliada em março de 2012; (v) os países da zona euro e outros Estados-Membros confirmarão, no prazo de dez dias, se podem fornecer

ao FMI até 200 mil milhões de euros em recursos adicionais, através de empréstimos bilaterais, para assegurar os recursos adequados para fazer face à crise;

- **No que concerne ao crescimento e emprego**, os governos dos 27 países da UE decidiram acelerar as medidas relativas, designadamente, à conclusão da integração dos mercados energéticos da UE, ao desenvolvimento de infraestruturas interligadas e ao reforço da eficiência energética.

- **Em termos de alargamento da UE**, a Croácia assinou o tratado de adesão à UE em 9 de dezembro, devendo realizar brevemente um referendo para decidir se aderirá à UE em 1 de julho de 2013.

Refira-se ainda que várias decisões aceleram ou confirmam algumas das medidas da Cimeira de 26 de outubro, como a realização de Cimeiras regulares do euro (pelo menos duas vezes por ano), que representam uma transferência de poder da Comissão para uma União com um processo decisório cada vez mais intergovernamental.

No dia 12, a agência de notação Moody's anunciou que iria rever os ratings da dívida dos países da União Europeia depois da Cimeira, por considerar que os líderes políticos não apresentaram "medidas políticas decisivas" para travar a crise da dívida, apesar da intenção de uma maior coordenação entre os países do euro. A agência Fitch considerou também que a Cimeira Europeia "fez pouco para aliviar pressão sobre a dívida soberana da Zona Euro", referindo que houve alguns desenvolvimentos "positivos", mas "há riscos de execução".

Até final do mês, a Moody's cortou o rating da Bélgica (tendo ainda ameaçado descer os ratings de vários bancos espanhóis) e a Fitch colocou a notação da França e de mais países sob vigilância, tendo ainda reduzido a notação de vários bancos do centro da Europa.

No dia 19, a agência de notação Fitch colocou ainda em vigilância negativa os ratings de várias instituições europeias supranacionais, entre as quais o Banco Europeu de Investimento (BEI) e o Banco de Desenvolvimento Europeu (BDE), tendo em conta a descida de rating de vários dos países acionistas.

Na sequência da Cimeira, no dia 19 os governos da zona euro aprovaram uma ajuda financeira de 150 mil milhões de euros para **reforço dos meios do FMI** no combate à crise de dívida na região, incluindo também contribuições da República Checa, da Dinamarca, da Polónia e da Suécia (o Reino Unido só definirá a sua posição em 2012). De fora destas contribuições estão os países com programa de assistência internacional (Irlanda, Grécia e Portugal).

No dia 20, decorreu a primeira reunião de trabalho entre os delegados nacionais e os representantes das instituições europeias com vista à criação de uma proposta de **Tratado Intergovernamental**, a apresentar pelo presidente do Conselho, Herman Van Rompuy, até à Cimeira de março do próximo ano. Segundo um alto responsável comunitário, "quanto mais soberania os estados estiverem dispostos a abdicar, mais ativo poderá ser o papel do Banco central".

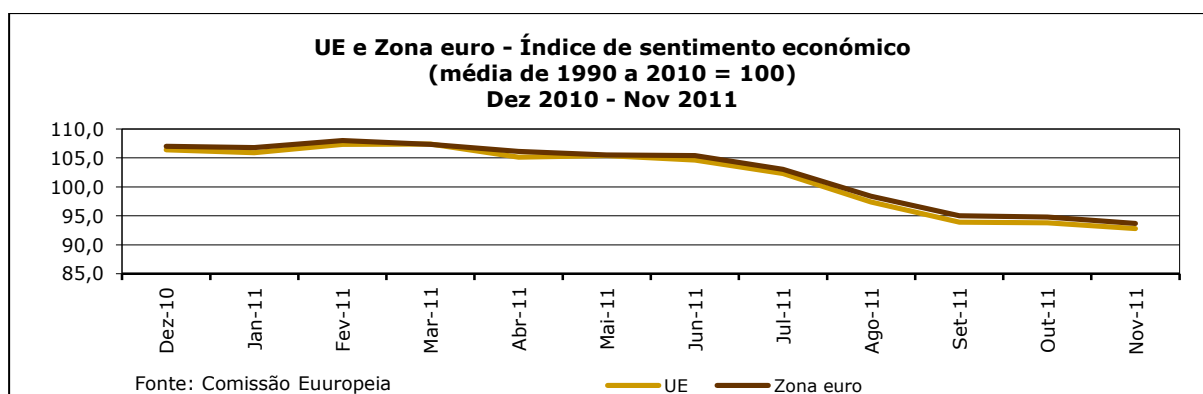
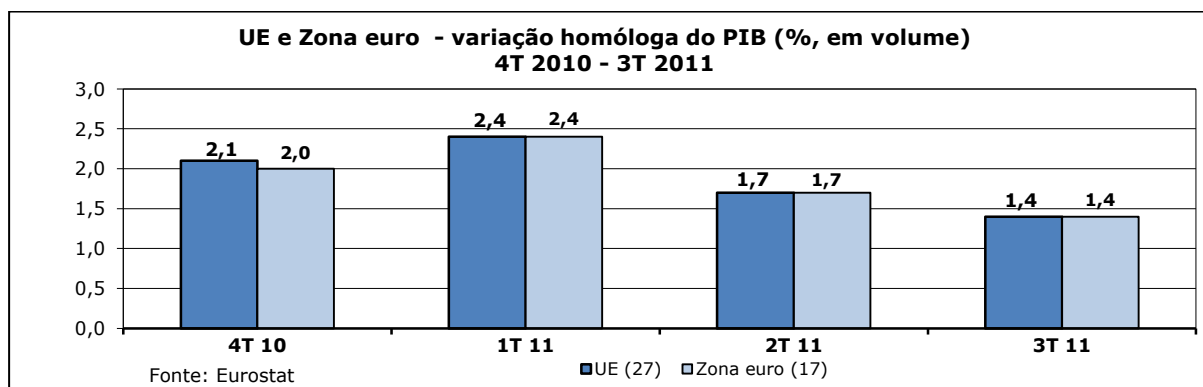
Foi essa a mensagem do presidente do BCE no seu discurso perante o Parlamento Europeu. Mario Draghi considerou que o pacto orçamental da Cimeira é um primeiro passo, mas é preciso mais um passo que é dar corpo legal ao lado económico da reforma da governação, implicando uma transferência de soberania ainda maior para as instituições europeias (desde a Comissão ao

Tribunal de Justiça) para poderem intervir diretamente na definição de políticas, recomendando, exigindo correções e impondo sanções em caso de violação. Este processo está a ser introduzido na legislação secundária no quadro do pacote de reforma da governação económica ('six pack'), mas para Draghi deve entrar também no Tratado, que "não deve ser só um pacto de mais impostos e menos despesa, mas também de maior competitividade e reformas estruturais". O facto do Reino Unido ter ficado fora deste acordo facilita alguma convergência em termos de políticas sociais, assim como a resistência enfraquecida da Irlanda a uma maior convergência fiscal por estar sob um programa de ajustamento.

No dia 22, o Parlamento italiano deu aprovação final ao **plano de emergência orçamental** do novo primeiro-ministro, **Mario Monti**, que pretende recuperar a credibilidade orçamental e diminuir os custos de financiamento no mercado de dívida, numa altura em que se aproximam grandes emissões.

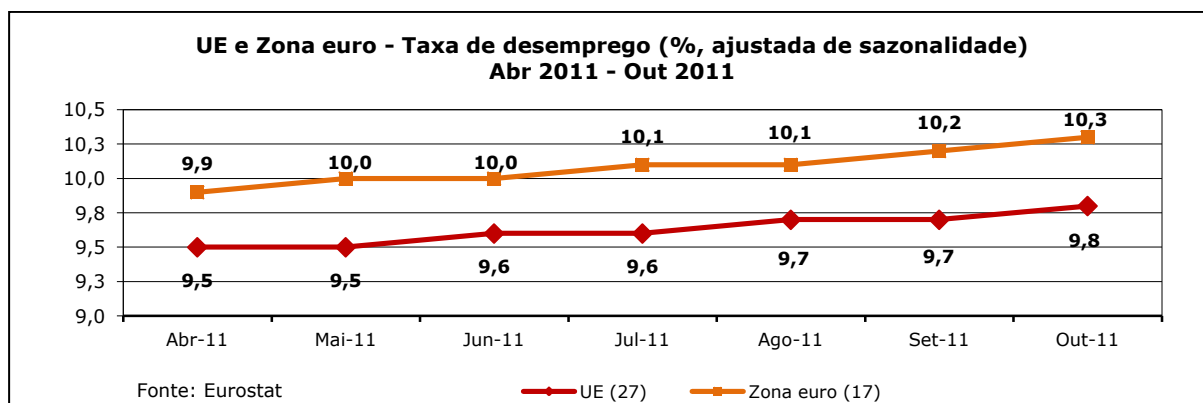
No dia 28, o Governo alemão revelou que quer incentivar a competitividade e o crescimento económico nos países europeus em dificuldades através da criação de um **novo fundo** constituído pelos fundos estruturais da União Europeia (UE) não utilizados, que deixariam de ser devolvidos aos estados doadores.

Quanto a **dados de conjuntura**, as segundas estimativas do **PIB** da UE e da zona do euro no terceiro trimestre confirmaram as variações homólogas reais de 1.4% nas duas áreas, após 1.7% no segundo trimestre. A variação em cadeia (corrigida de sazonalidade) da UE foi revista de 0.2% para 0.3% (após 0.2% no segundo trimestre), mantendo-se o valor de 0.2% na zona euro (tanto no segundo como terceiro trimestre).

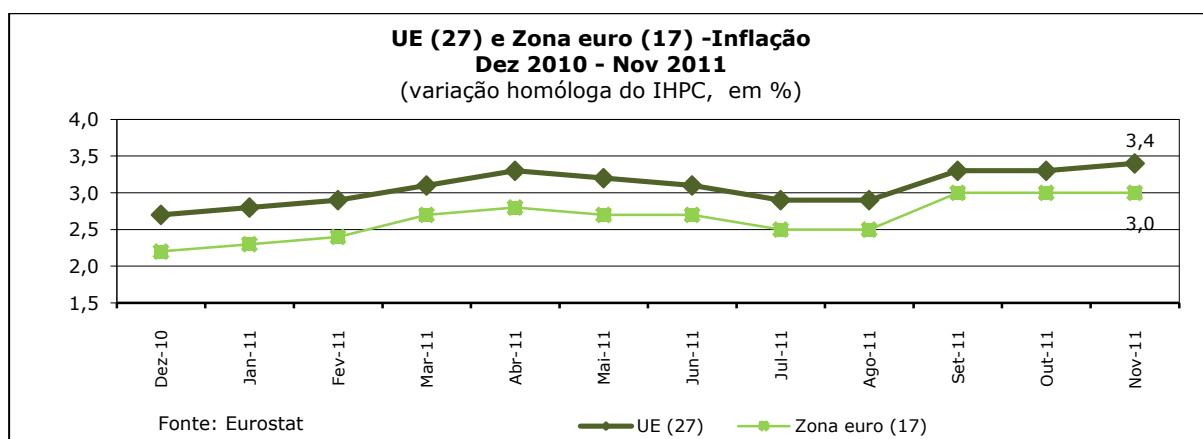


Em relação a indicadores avançados, os **índices de sentimento económico** da zona do euro e da UE agravaram o ritmo de descida em novembro (dados da Comissão Europeia), mantendo-se abaixo da média desde 1990 pelo quarto mês seguido nos dois casos. A descida dos índices aponta para um abrandamento ou ligeira recessão da economia europeia nos próximos meses.

Segundo o Eurostat, a **taxa de desemprego** aumentou 0.1 pontos percentuais na UE e na zona do euro em outubro (para 9.8% e 10.3%, respetivamente), mantendo a tendência de subida.



Em novembro, a taxa de **inflação** homóloga aferida pelo IHPC (Índice Harmonizado de Preços no Consumidor) manteve-se em 3% na zona euro e aumentou para 3.4% na UE (3.3% em outubro). Em variação média anual, os valores de inflação voltaram a aumentar de forma ligeira (0.1 pontos percentuais, para 2.7% na zona euro e 3.1% na UE).



No dia 8 de dezembro, o **Banco Central Europeu (BCE)** reduziu as suas taxas de juro diretoras em 0.25 pontos percentuais, pela segunda reunião consecutiva (passando para 1%, no caso da taxa aplicável às operações principais de refinanciamento), anulando, assim, as subidas de abril e julho e recolocando os valores em mínimos desde o início do euro. A decisão do BCE foi justificada com as tensões nos mercados financeiros, que continuam a penalizar a atividade económica da área do euro e colocam substanciais riscos descendentes às perspetivas da região.

Com vista a aumentar a **liquidez** dos bancos da zona do euro, e complementando a ação coordenada entre bancos centrais a 30 de novembro para aumentar a liquidez do sistema financeiro global, o BCE decidiu ainda: (i) conduzir operações de financiamento a 3 anos (com opção de pagamento antecipado a 1 ano), a 1ª das quais realizada já a 21 de dezembro com grande adesão, sendo a taxa de juro dessas operações a média das taxas das operações principais de refinanciamento do Eurosistema durante o período do empréstimo; (ii) diminuir as exigências de colateral requerido aos bancos nas operações de refinanciamento, para títulos com *rating* mínimo de "A" e que podem ter como ativos subjacentes crédito residencial e a PMEs, ou ainda, como solução temporária, créditos (nomeadamente bancários) que satisfaçam determinados critérios de elegibilidade definidos pelos bancos centrais nacionais; (iii) reduzir o rácio de reservas de 2% para 1%, de forma a libertar colateral e a suportar a atividade do mercado monetário; (iv) descontinuar as operações de "fine-tuning" no último dia do período de manutenção, uma medida técnica também destinada a reanimar o mercado monetário.

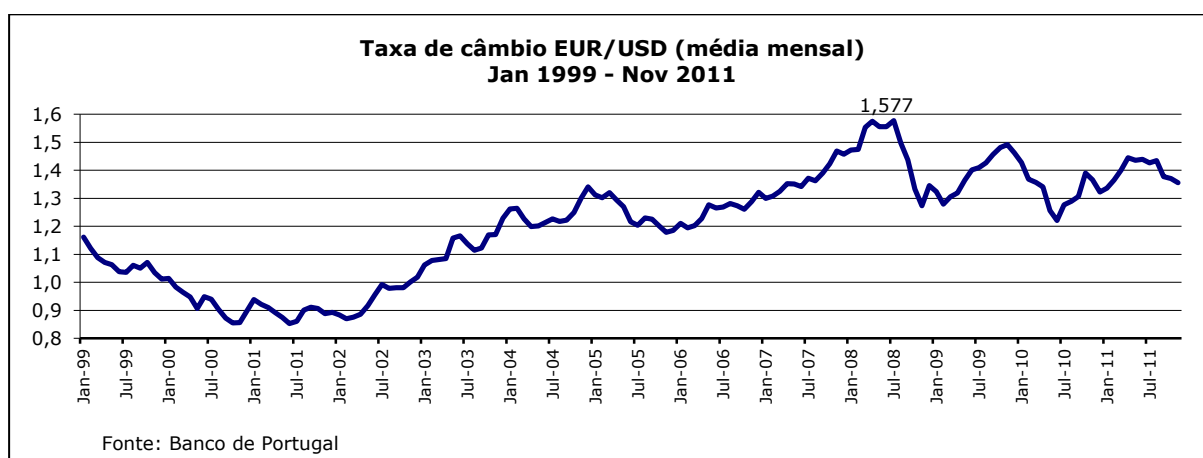
Estas medidas do BCE tiveram o efeito pretendido, conduzindo a uma descida significativa das taxas Euribor (ver análise das taxas de juro na secção PORTUGAL), que vinham a ser pressionadas em alta devido à diminuição da oferta de fundos dos bancos no mercado monetário, preferindo o seu depósito junto no BCE para evitar o risco de contraparte.

No dia 19, o **presidente do BCE**, Mário Draghi, excluiu a possibilidade de uma operação massiva de compra de dívida soberana no futuro (por considerar não caber ao BCE o financiamento de governos), mas admitiu que os bancos poderão usar a nova linha de crédito a três anos para financiar a dívida dos estados em apuros, ainda que o grande objetivo da iniciativa expansionista seja evitar uma recessão induzida por uma nova crise de crédito em 2012, o que é possível tendo em conta o "enorme stress, sem precedentes," que se sente no mercado de dívida (não apenas soberana)". Segundo Draghi, os bancos deverão usar a linha de crédito, em primeiro lugar, para "comprar de volta a sua própria dívida", reduzindo custos de financiamento, e depois para "ajudar as PME" e também comprar obrigações dos estados. Assim, a banca poderá obter crédito a três anos do BCE a cerca de 1% e comprar dívida pública subavaliada, baixando a pressão de financiamento dos estados. Draghi indicou que o BCE não imporá limitações ao programa, cabendo aos bancos decidir a sua utilização. Draghi sinalizou ainda que o BCE mantém a sua estratégia de forte pressão sobre os governos da zona euro para que coloquem em prática ambiciosos programas de consolidação orçamental, responsabilizando-os quase em exclusivo pela resolução da crise.

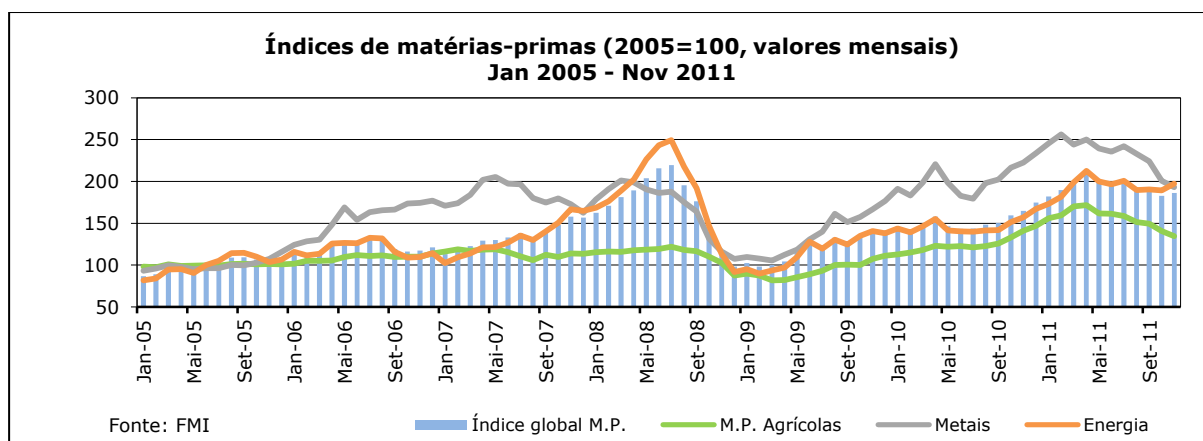
Ao contrário do seu antecessor, Draghi admitiu falar sobre a possibilidade de o euro acabar apenas para concluir que a melhor opção para todos é manterem-se dentro da união monetária. Os países que abandonassem o euro sofreriam uma "enorme inflação" e teriam de fazer as mesmas reformas estruturais, "mas em muito piores circunstâncias", segundo Draghi, considerando que "não há trade-off entre austeridade orçamental, crescimento e competitividade". O presidente do BCE considerou inevitável a aplicação de medidas de austeridade na Europa e a consequente contração económica de curto prazo, e garantiu que o projeto da moeda única é "irreversível".

COTAÇÕES INTERNACIONAIS

A cotação média mensal do **euro** face ao dólar recuou pelo terceiro mês consecutivo e de forma mais acentuada em **novembro** (1.1% face a outubro, para 1.3556 dólares por euro), em face do agravamento da crise de dívida soberana, primeiro com a hipótese de um referendo ao euro na Grécia e a pressão de demissão de Berlusconi em Itália, e depois com os sinais de contágio a alguns países do centro, como França e Áustria, e os rumores de resgate a Espanha e Itália já perto do final do mês. Já em **dezembro**, a cotação diária do euro recuou até cerca de 1.3 dólares no dia 15, refletindo a descida das taxas de juro diretoras do BCE e as dúvidas quanto à efetividade das decisões da Cimeira Europeia (sobretudo após a Moody's ter ameaçado um corte geral de *ratings* nos países do euro), e permaneceu nesse valor até dia 28. No dia 29, a cotação desceu para 1.2889 dólares, que constitui um mínimo de 15 meses.

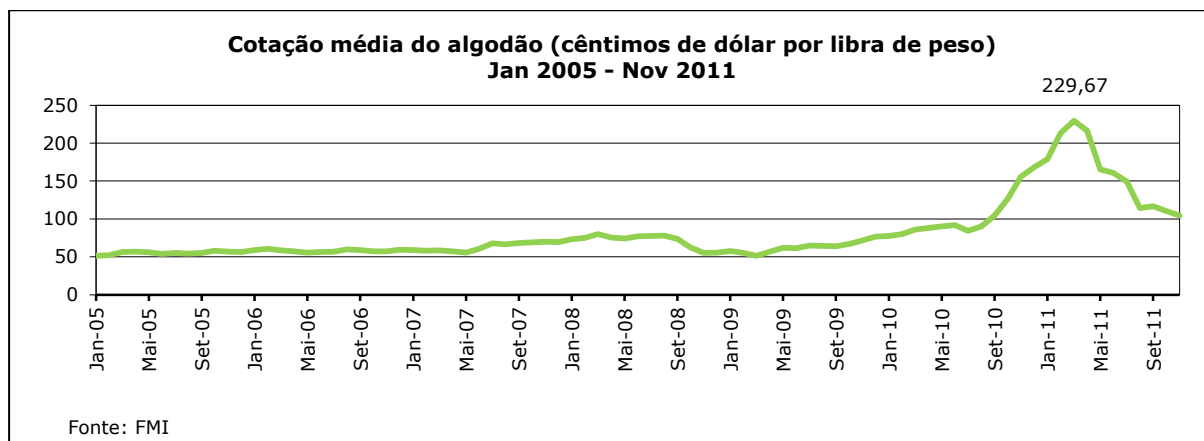


Em novembro, o **índice global de matérias-primas** recuperou 1.9%, após três meses de descida, uma evolução que resultou unicamente da progressão dos preços da energia (4.2%), que contrariou a descida nos índices de matérias-primas agrícolas (4.4%) e metais (3.8%).

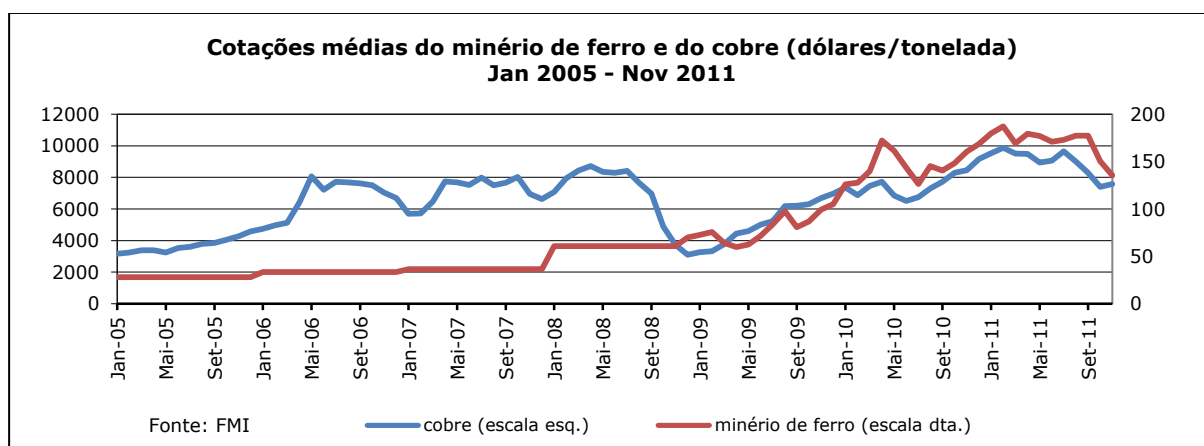


Nas matérias-primas agrícolas, a cotação média do **algodão** recuou 5.4% em novembro (para cerca de 1.05 dólares por libra de peso), situando-se no mínimo desde agosto de 2010. A descida acentuada da cotação nos últimos meses reflete quer o aumento da oferta para níveis recorde (nomeadamente na

Austrália, onde se projeta um aumento de 25% nas próximas colheitas) quer a diminuição do consumo para um mínimo de 3 anos, o que deverá colocar os *stocks* mundiais nos níveis mais elevados desde 2005, segundo o Departamento de Agricultura dos EUA. De acordo com a previsão mediana de 12 analistas compilada pela agência Bloomberg, os preços dos futuros do algodão em Nova Iorque poderão cair 15% até final de 2012.



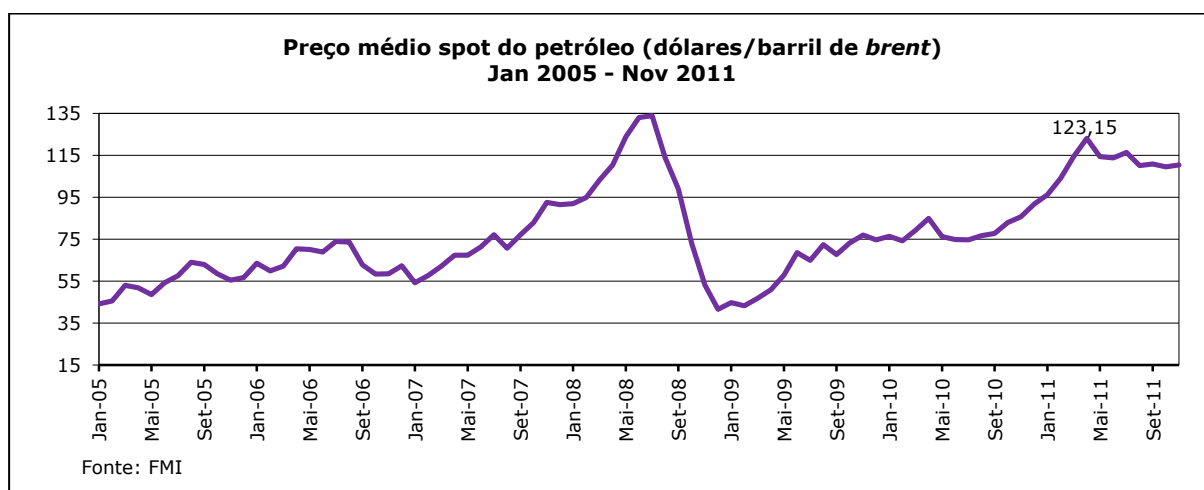
No que se refere aos **metais**, o preço médio do **cobre** registou uma recuperação de 2.5% em novembro com sinais de melhoria da procura e restrição da oferta, levando os *stocks* a mínimos de 2 anos, o que deverá continuar a suportar os preços num futuro próximo. Pelo contrário, a cotação média do **minério de ferro** continuou a recuar de forma acentuada em novembro (9.9%, para o mínimo desde julho de 2010), refletindo o abrandamento da economia global, e da China em particular. Apesar da descida do preço do minério de ferro, o investimento em novos projetos mineiros não tem parado, dada a perspetiva de um crescimento ainda robusto da China em 2011 (8.5%) e, sobretudo, da procura associada à urbanização do país, que ainda está num estágio inicial.



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, refletindo o referencial que era acordado para cada ano entre as três principais empresas do setor nível mundial (Rio Tinto, BHP Billiton e Vale).

A cotação média do barril de **brent** valorizou-se 0.9% em novembro (para 110.5 dólares, ainda um dos níveis mais baixos desde fevereiro), para o que contribuiu a expectativa de um novo programa de estímulo monetário da Reserva Federal, a recuperação da economia japonesa, alguns dados positivos nos EUA, e a

perspetiva de medidas decisivas na Europa para impedir o colapso do euro. Já em **dezembro**, a cotação diária do *brent* recuou até perto de 104 dólares no dia 19, refletindo as preocupações dos investidores relativamente à crise de dívida europeia (não afastadas pela Cimeira europeia de dia 9), a apreciação do dólar e, sobretudo, o aumento das quotas oficiais de produção da OPEP na reunião de dia 14, embora para um valor próximo da oferta que se vinha efetivamente a observar (30 milhões de barris por dia). Contudo, o movimento de descida da cotação inverteu-se com o agravamento das tensões em torno do Irão (após a realização de exercícios militares) e a melhoria de alguns indicadores económicos nos EUA, levando a uma subida até perto dos 108.58 dólares no dia 29.



PORTUGAL

Destacam-se, a seguir, várias notícias de **envolvente** relativas a Portugal.

No dia 29 de novembro, o Banco de Portugal divulgou o **Relatório de Estabilidade Financeira**, onde se destaca a indicação de que os planos dos bancos preveem reduções significativas da concessão de crédito à habitação e às administrações públicas, mas pouco expressivas no caso das empresas não financeiras privadas.

No dia 30 de novembro, o **Orçamento de Estado de 2012** recebeu a aprovação final na Assembleia da República, com a votação favorável dos partidos de coligação e a abstenção do PS, o maior partido da oposição.

No mesmo dia, em entrevista a um canal de televisão, o **Primeiro-ministro admitiu que o Governo poderá ter de tomar medidas adicionais e austeridade caso a recessão em 2012 se revelar mais pronunciada do que o esperado.**

No dia 9 de dezembro, o Governo concluiu as negociações de venda do **BPN** ao BIC Portugal.

No dia 13, a Volkswagen anunciou um investimento de 200 milhões de euros na fábrica da **Autoeuropa** em Portugal no próximo ano, o que permitirá modernizar as instalações e aumentar os postos de trabalho.

No dia 15, o Governo português recebeu a confirmação da Comissão Europeia do recebimento de 600 m.e. no âmbito da reprogramação do **QREN**, beneficiando do aumento do co-financiamento comunitário.

No mesmo dia, o Governo tornou permanente o **limite legal de garantia de depósitos** de 100 mil euros por titular e por banco (participante nos fundos de garantia) que estava em vigor até final de 2011.

Também a meio de dezembro, foi noticiado que o **BEI**, na sequência da deterioração do seu *rating*, começou a exigir um reforço das garantias aos bancos nacionais ou mesmo reembolsos antecipados para manter os empréstimos a projetos de investimento em Portugal.

No dia 16, a Entidade Reguladora de Serviços Energéticos (ERSE) anunciou um aumento médio de 15% das **tarifas de eletricidade**, estimando-se que o custo da energia elétrica suportada pelas empresas aumente entre 15% e 20%.

Nesse mesmo dia, o Banco de Portugal divulgou os resultados da **inspeção da Troika à banca** nacional, que revelaram necessidades de financiamento de 596 m.e. para fazer face a imparidades não cobertas (de um total de 838 m.e. de imparidades identificado), um valor relativamente baixo e acessível de cobrir, não se confirmando os piores receios. Foi também conhecido que as ações dos bancos vão deixar de poder ser aceites como garantia de créditos concedidos por essas mesmas instituições financeiras.

A agência de notação Standard & Poor's baixou também nesse dia para a categoria de "lixo" o **rating** de seis **bancos** portugueses (CGD, BCP, BES, BESI, o BPI e uma sua subsidiária) devido "as novas metodologias de avaliação dos créditos dos bancos", sendo que apenas o BES e o BESI já não se encontram em processo de revisão, pelo que se esperam novos cortes para os restantes bancos.

No dia 20 de dezembro, o FMI completou o **segundo exame regular do Programa de Assistência Financeira a Portugal** e autorizou o desembolso imediato do financiamento previsto. Um dia depois, a Comissão Europeia divulgou também um relatório sobre a segunda revisão do Programa. Nesse relatório, a Comissão destacou o bom progresso realizado pelo Governo português em várias áreas, mas salientou que permanecem desafios muito significativos, com destaque para o cumprimento da meta orçamental de 2012 (de 4.5% do PIB), com vista à recuperação do acesso aos mercados o mais rápido possível. Para limitar os riscos de incumprimento da meta (os riscos de deterioração da procura externa não são controláveis), é necessária uma rápida implementação das reformas previstas de reforço do controlo orçamental. Em paralelo, e tendo em vista que não foi adotada a medida de desvalorização fiscal, deverão ser reforçadas e implementadas rapidamente medidas estruturais nos

mercados laboral e do produto para reduzir os custos laborais, aumentar a flexibilidade, reduzir as barreiras à entrada e diminuir a procura de rendas injustificadas, o que exigirá uma forte determinação do Governo para contrariar a forte oposição dos interesses instalados. A Comissão referiu ainda que continua a prestar auxílio técnico ao Governo em vários domínios e que o envelope financeiro do programa continua a ser suficiente.

Numa conferência de imprensa telefónica da **Troika** sobre a segunda revisão do programa, destaca-se a abertura do FMI para adaptar o programa de ajuda em caso de um agravamento da conjuntura externa, incluindo uma suavização das metas do défice. Realça-se ainda a indicação de que o Governo não deve descartar despedimentos em caso de extinção de entidades públicas.

No dia 20, o **ministro das Finanças** divulgou informação mais recente do que a disponível aquando do segundo exame regular, nomeadamente no que diz respeito ao défice orçamental de 2011, que se situará próximo de 4% do PIB e não em 5.9% como previsto no programa de ajustamento, isto porque se registou uma melhoria da execução orçamental no terceiro trimestre, mas sobretudo porque a transferência dos fundos de pensões da banca para o Estado rendeu mais de 6000 m.e. Sem esta operação, que Vítor Gaspar classificou de "neutra do ponto de vista atuarial", o défice ter-se-ia situado em 7.5% do PIB, e sem as medidas aprovadas no verão (sobretaxa extraordinária em sede de IRS e antecipação da subida da taxa de IVA sobre produtos energéticos), teria sido superior a 8%. No caso do défice estrutural, Gaspar estima que se reduza para 2.9% em 2012, após 7.1%, 10.9% e 9.6% nos anos precedentes. Quanto à gestão financeira da operação dos fundos de pensões, Vítor Gaspar referiu que uma parte servirá para o pagamento de dívidas, o que afetará positivamente a liquidez e disponibilidade de crédito para as empresas privadas. Foi ainda indicado que a absorção de fundos de pensões irá exigir a apresentação de um Orçamento Retificativo em 2012, sem necessidade de medidas de austeridade adicionais. O ministro das Finanças revelou ainda que o Governo está comprometido com a adopção de iniciativas legislativas até final do ano para reforço da disciplina orçamental, onde se verificam problemas fundamentais que impediram o cumprimento do critério indicativo de não acumulação de pagamentos em atraso. Estas questões orçamentais terão lugar de destaque na 3ª avaliação do programa de ajustamento (em fevereiro), assim como a necessidade de assegurar que um adequado financiamento da economia e o aprofundamento da agenda de reformas estruturais, que será discutido com a Troika já numa reunião em janeiro.

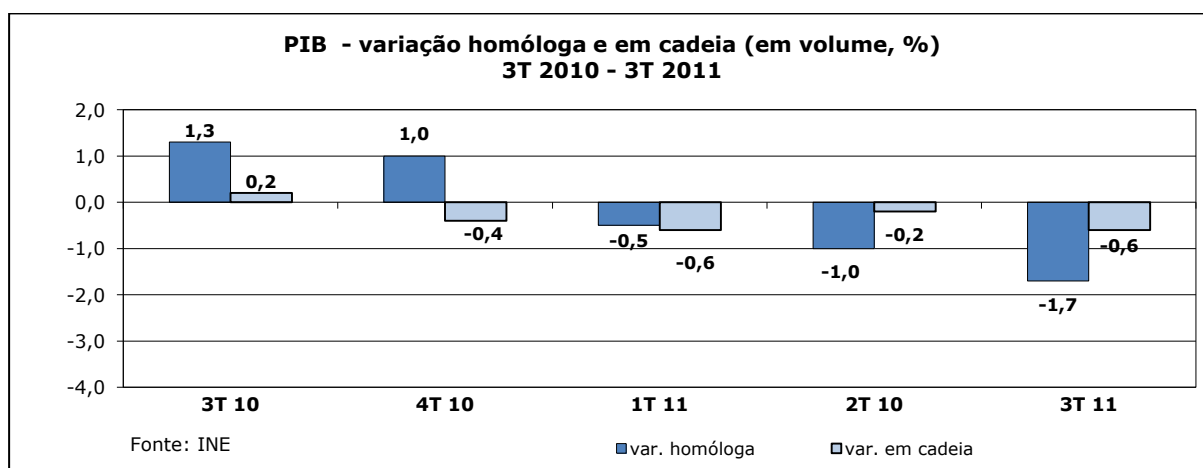
Pela mesma altura, a Comissão Parlamentar de Orçamento e finanças aprovou o alargamento, de 3 para 5 anos, do prazo inicial de participação do Estado no capital dos bancos que solicitem ajuda. Foi ainda aprovada uma proposta de alteração do PSD e do CDS que elimina a referência ao limite de 12 mil milhões de euros, o que poderá levar a alterações do montante. Uns dias mais tarde,

soube-se que o apoio público ao reforço de capital dos maiores bancos privados portugueses poderá ser feito sem que o Estado se torne acionista. Esta alternativa apenas poderá ser usada para colmatar as necessidades de capital resultantes da exposição à dívida pública europeia, impostas aos bancos sujeitos à supervisão da Autoridade Bancária Europeia (CGD, BCP, BES e BPI).

No dia 22, o Governo anunciou que a empresa chinesa China Three Gorges (CTG) foi escolhida para comprar a participação de 21.35% do Estado português no processo de reprivatização EDP, por ter apresentado a melhor proposta no conjunto das vertentes, que envolvem, para além do preço (quase 2.7 mil m.e.), várias contrapartidas (destaca-se o investimento em 2 mil m.e. em parques eólicos da EDP e a melhoria do perfil de crédito da empresa através de linhas de crédito de 4 mil m.e. junto de bancos chineses). A CTG (controlada pelo Estado Chinês) torna-se, assim, o maior acionista da EDP. O Presidente da empresa, Cao Guangjing, considerou que a decisão, resultante de um processo transparente, podrá trazer mais investimento chinês, pois a empresa é muito conhecida na China e os bancos e outras empresas do país poderão seguir a CTG para Portugal. Por exemplo, Guangjing admitiu que possa haver interesse de bancos chineses na compra do BCP.

No dia 27, foram conhecidas algumas das medidas que farão parte do **Programa de ajustamento** da Região Autónoma da **Madeira**, sendo consistentes com o Programa de Assistência da República Portuguesa em vigor.

No dia 29 de dezembro, o Conselho de Ministros aprovou Propostas de Lei para a revisão do **arrendamento urbano** e para a alteração de **regras e procedimentos para evitar pagamentos em atraso** do Estado.



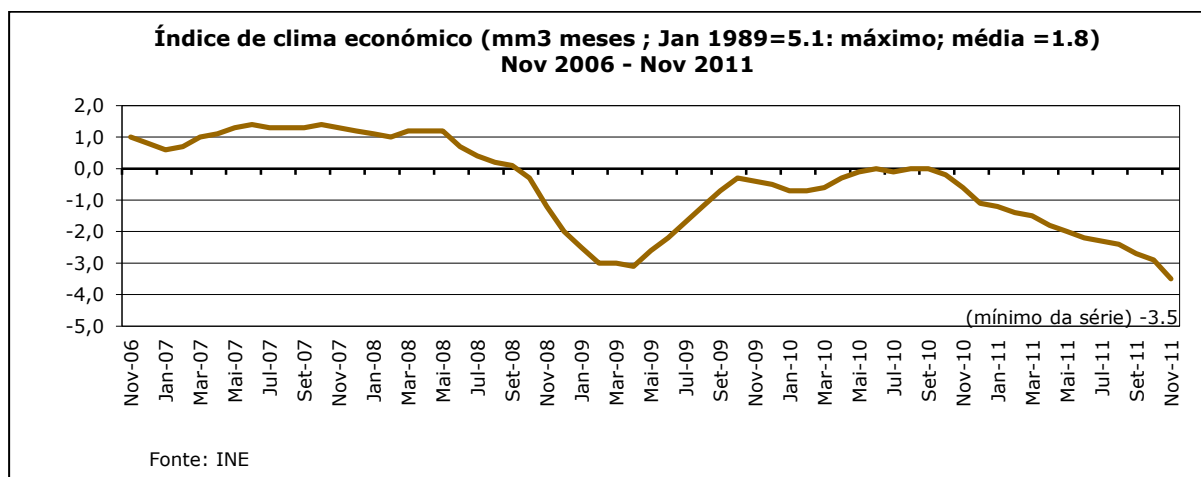
Em termos de **dados de conjuntura**, salientam-se as segundas estimativas do **PIB** português no terceiro trimestre, que confirmaram a variação homóloga em volume de -1.7% (-1% no segundo trimestre) e reviram de -0.4% para -0.6% a variação em cadeia (-0.2% no segundo trimestre). Os novos dados passaram a apresentar informação por componentes de despesa, onde se registam as

variações homólogas de -3.3% no **consumo privado**, -0.4% no **consumo público**, -13.7% na **formação bruta de capital**, 6.5% nas **exportações** e -2.8% nas **importações** (após -3.3%, -3.7%, -12.8%, 8.7% e -4.6% no segundo trimestre, respetivamente).

Ao nível das **contas regionais**, o INE estima que o crescimento real de 1.4% do PIB nacional em 2010 (2.4% em termos nominais) se tenha repartido entre 1.8% em Lisboa, 1.4% no Norte e variações abaixo da média nas restantes regiões (1.1% no Centro, 0.8% no Alentejo e R.A. Açores, 0.4% na R.A. Madeira e 0% no Algarve).

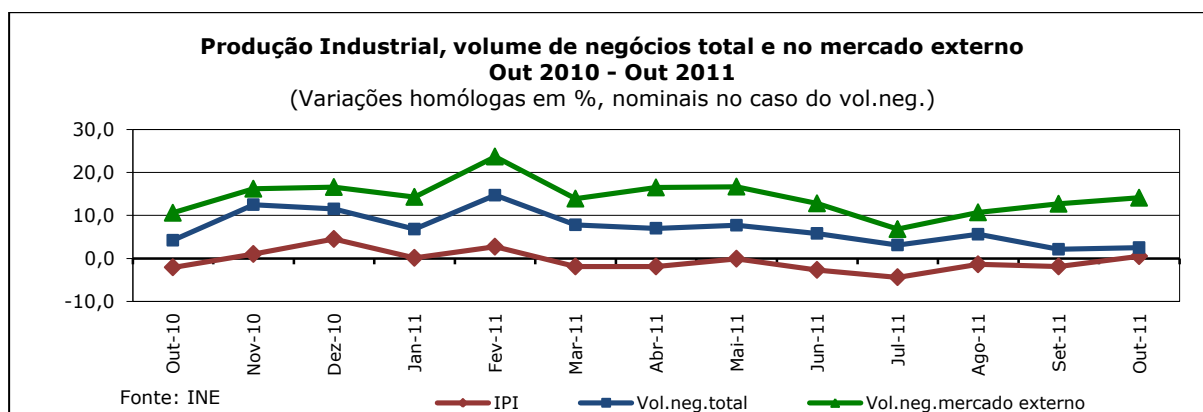
Também em 2010, o **PIB per capita português** aferido à paridade dos poderes de compra (19565.3 euros PPC, face a 16244.6 euros normais) ter-se-á situado em 80% da média da UE27 (após 80% em 2009 e 75% em 2004), o que coloca o país na 18ª posição a nível comunitário, a par com a República Checa, e com o 3º pior valor na zona euro (apenas acima da Eslováquia e da Estónia).

Quanto a informação avançada, destaca-se uma nova descida do **indicador de clima económico** do INE em novembro (a décima sexta seguida, atingindo o mínimo da série, iniciada em janeiro de 1989), que sugere uma quebra mais forte da atividade económica nos próximos meses. Por componentes, a queda mais forte ocorreu nos **indicadores de confiança dos consumidores** e dos **serviços**, seguidos dos indicadores de confiança da **indústria transformadora**, (o único acima do mínimo da série, em 55%), da **construção** e do **comércio**.

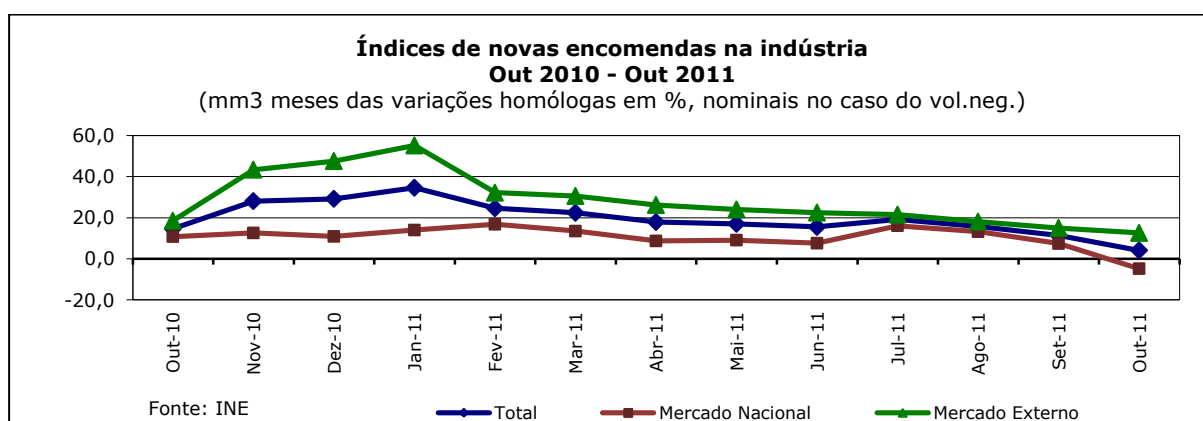


Quanto à **atividade industrial**, salienta-se, em **outubro** (dados revistos):

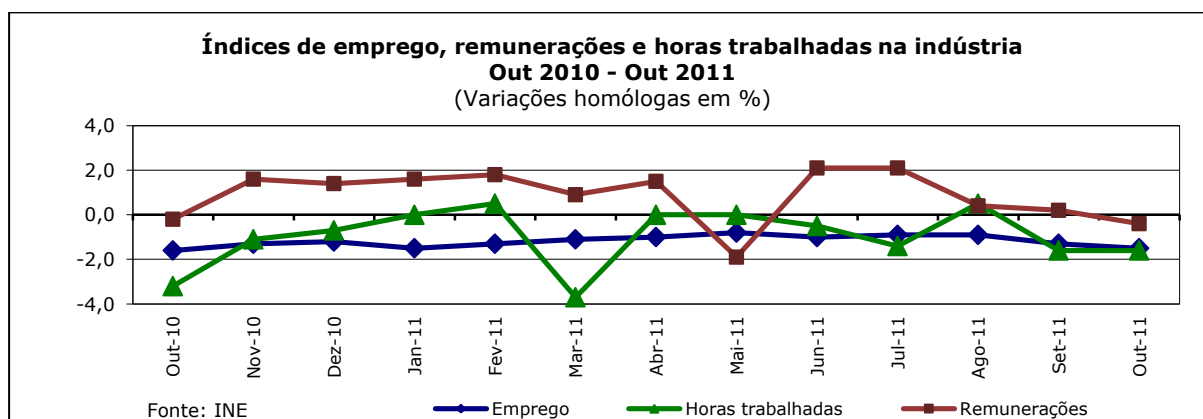
(i) A variação homóloga de 0.5% da **produção industrial** (-1.9% em setembro; dados ajustados de efeitos de calendário) e de 2.5% do **volume de negócios**, que se repartiu entre 14.1% no mercado externo e -4.3% no nacional (2.1%, 12.7% e -4% em agosto, respetivamente, em termos nominais); em média anual, as variações foram de -0.5% no índice de produção e 7.1% no volume de negócios (2.9% no mercado nacional e 14.4% no mercado externo);



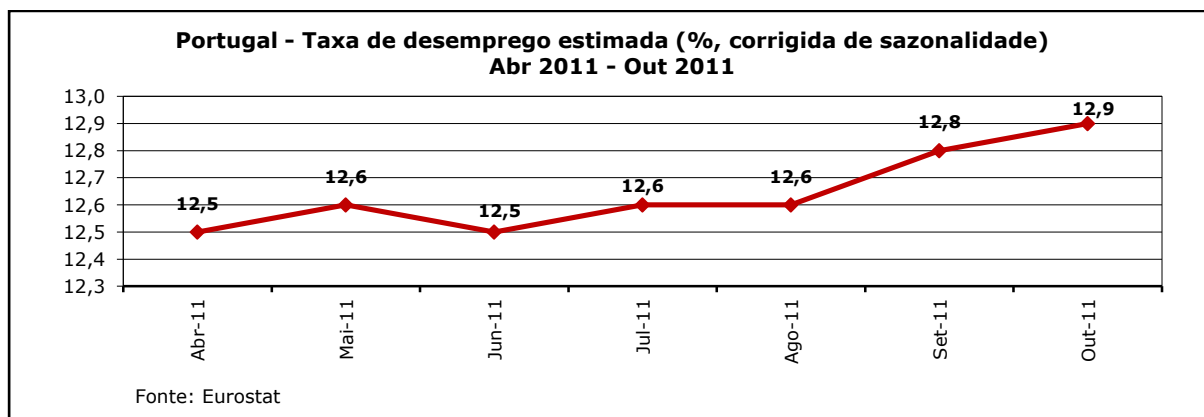
(ii) As **novas encomendas industriais** cresceram 4.1% no trimestre até outubro (16% no trimestre até setembro), em variação homóloga, com variações de -4.8% no mercado nacional (7.4%) e de 12.6% no mercado externo (15%). Apesar do abrandamento acentuado das encomendas, já com uma quebra significativa no mercado nacional, verifica-se ainda um crescimento acentuado no mercado externo, que continuará a suportar a atividade industrial;



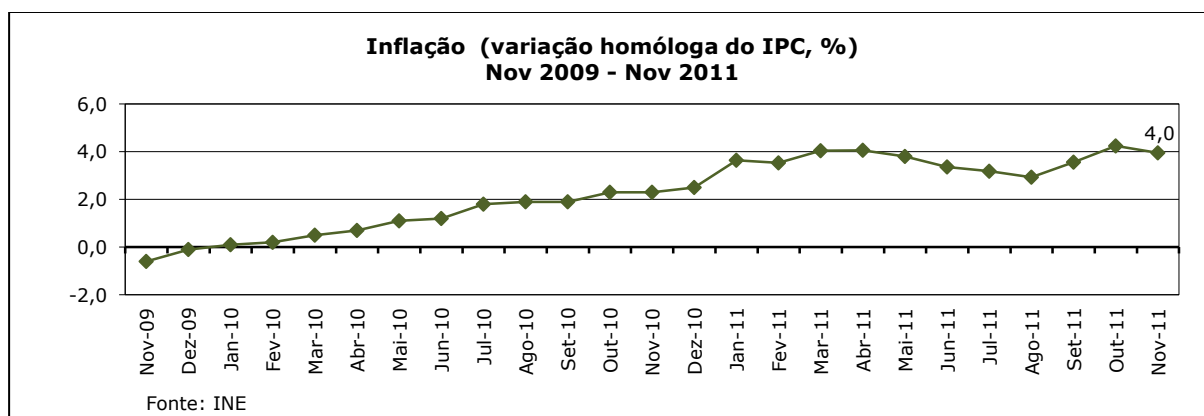
(iii) a variação homóloga de -1.5% no índice de **emprego** industrial, de -1.6% no índice de **horas trabalhadas** e de -0.4% no índice de **remunerações** (-1.3%, -1.6% e 0.2% em setembro, respetivamente, com ajustamento de calendário); em média anual, as variações situaram-se em -1.1%, -0.8% e 1%.



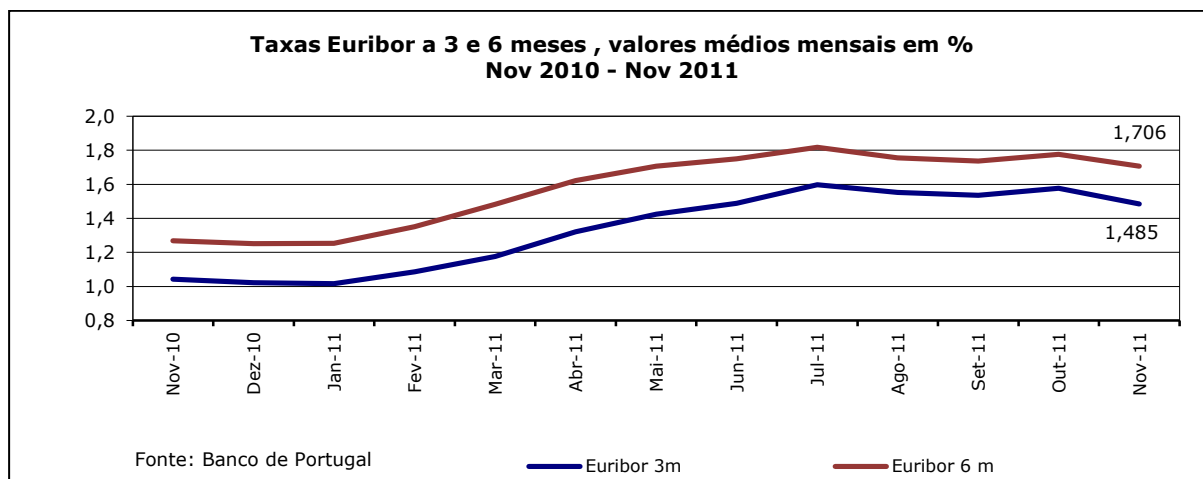
A **taxa de desemprego** portuguesa estimada pelo Eurostat subiu para 12.9% em outubro (12.8% em setembro; valores corrigidos de sazonalidade), que compara com 10.3% na média da zona do euro.



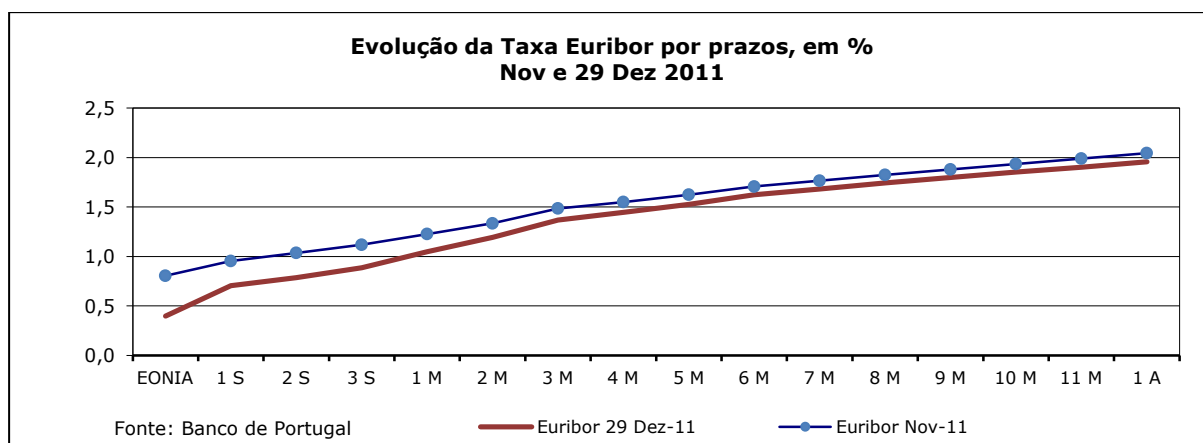
Em novembro, a taxa de **inflação** homóloga recuou para 4% (4.2% em outubro). Sem as componentes de energia e alimentação, a taxa de inflação homóloga recuou para 2.1% (2.5% em outubro). A variação média anual do IPC subiu para 3.6% (3.4% em outubro). O IHPC apresentou uma evolução semelhante à do IPC (variação homóloga de 3.8% e média anual de 3.5%).



No mercado monetário europeu, as **taxas Euribor** a 3 e 6 meses recuaram em **novembro**, tanto em média mensal (para 1.485% e 1.706%, respetivamente, após 1.576% e 1.776% em outubro) como em comparação de final de mês (1.473% e 1.701%, face a 1.591% e 1.788% no final de outubro). Esta evolução traduziu o movimento de queda das taxas de Euribor diárias após o corte das taxas diretoras do BCE no início do mês, movimento esse que se inverteu na parte final de novembro devido à redução de oferta de fundos no mercado interbancário, com o agravamento da crise da dívida soberana a levar os bancos a preferirem o depósito junto do BCE.



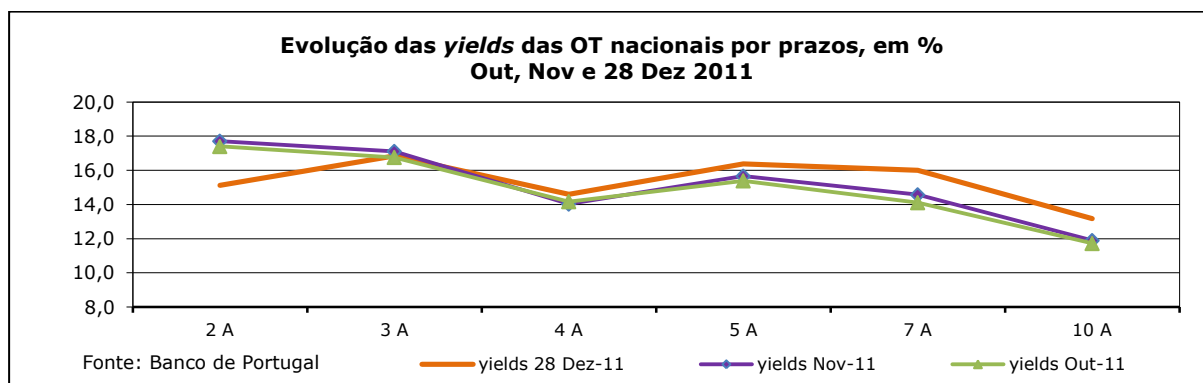
Já em **dezembro**, as taxas Euribor diárias retomaram o movimento de descida (para 1.369% nos 3 meses e 1.625% nos 6 meses no dia 29) com o novo corte das taxas diretoras e as medidas de aumento de liquidez do BCE na reunião de início de mês. A queda das taxas Euribor revelou-se mais acentuada nas maturidades inferiores, o que se traduziu num aumento da **inclinação da curva de rendimentos** do mercado monetário.



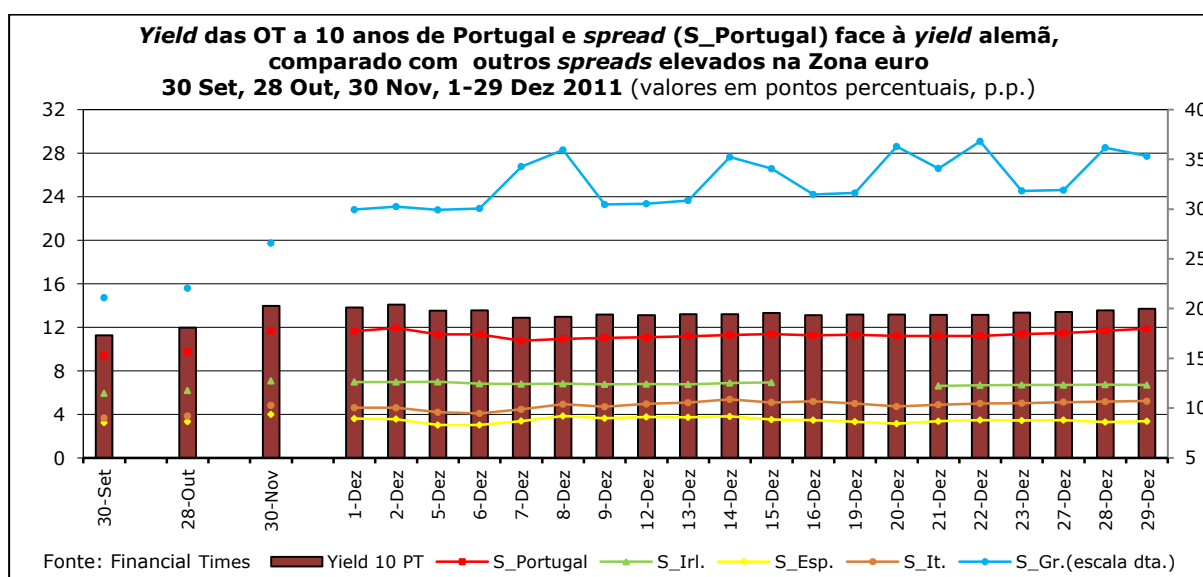
No mercado secundário de dívida pública, as **yields** das obrigações do Tesouro português subiram ligeiramente em novembro (para 17.71% nos 2 anos, um máximo histórico, e 11.89% nos 10 anos, em média mensal, e 18.59% e 13.98% em valores de final de mês, respetivamente), refletindo a forte subida dos valores diários no final do mês devido ao corte do *rating* de Portugal pela agência Fitch, numa forte inversão do movimento descendente observado até então, em resultado da nota positiva da *Troika* na segunda avaliação regular do programa de assistência a Portugal. Por exemplo, a *yield* a 2 anos recuou até 14.42% no dia 23 e aumentou depois para 18.59% no dia 30.

Já em **dezembro**, as *yields* nacionais recuaram em linha com a generalidade dos mercados europeus, sobretudo nas maturidades inferiores, traduzindo uma recuperação da procura de dívida soberana pelos bancos europeus com a abertura de linhas de financiamento do BCE a 3 anos. No prazo de 2 anos, a *yield* nacional desceu até 15.1% no dia 28 de dezembro, tendo-se registado quedas mais modestas nos restantes prazos face ao final de novembro (de

13.98% para 13.17% nos 10 anos, por exemplo), que se traduziram mesmo em subidas na comparação com os valores médios desse mês - ver gráfico abaixo.



Apesar de alguma redução das *yields* europeias em dezembro com o aumento da procura de obrigações, os **prémios de risco** medidos pelo diferencial face ao referencial alemão (*bund*) no prazo de referência dos 10 anos continuaram a aumentar na maioria dos países mais vulneráveis, como a Grécia, Portugal e Itália (embora tenham diminuído na Irlanda e Espanha). No caso de Portugal, o referido diferencial passou de 11.67 pontos percentuais (p.p.) no final de novembro, para 11.87 p.p. no dia 29 de dezembro, uma subida (0.2 p.p.) inferior à registada na Grécia (8.73 p.p.) e na Itália (0.39 p.p.). Faz-se notar que o contexto de crise de dívida soberana foi sendo vincado pelas ameaças de corte generalizado de *ratings* na Europa pelas agências de notação, e que o aumento da procura de obrigações se fez sentir sobretudo nas maturidades mais curtas. Este comportamento refletiu-se também no mercado primário, com a Itália a conseguir reduzir em metade a taxa de juro numa colocação de dívida de curto prazo (numa altura em que ainda se saudava a aprovação do plano de austeridade de Monti no Parlamento Italiano), mas depois a pagar quase 7% (um valor insustentável a prazo) numa colocação a 10 anos já perto do final de dezembro, com a taxa de juro a descer ligeiramente face à anterior emissão nessa maturidade apenas porque não foi colocado todo o montante pretendido.



Nota: não estão disponíveis dados para a Irlanda nos dias 16, 19 e 20 de dezembro.

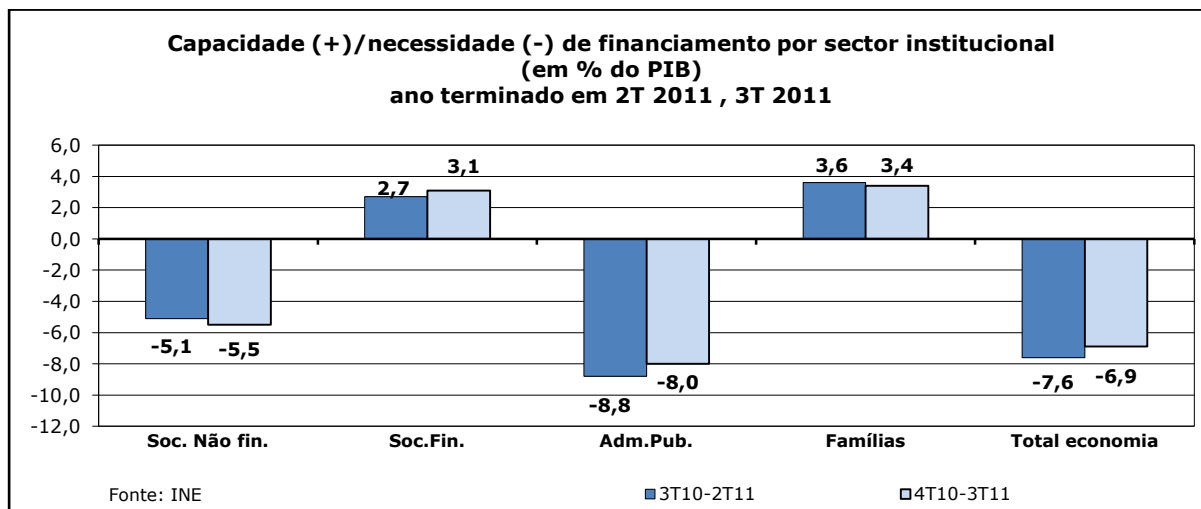
Na **bolsa nacional**, o índice de referência PSI-20 recuou pelo nono mês seguido em novembro (5.7%, em comparação de final de mês, para 5536.32 pontos, face a uma descida de apenas 2.4% no referencial europeu Euronext-100), atingindo mínimos desde 2002. Em **dezembro**, o PSI-20 continuou a recuar até dia 22 (perda de 4.6% face ao final de novembro), mas recuperou parte das perdas até dia 29 (quebra de 0.9% face a dia 30, face a um ganho de 0.2% do Euronext-100 no mesmo período) com a vitória da companhia chinesa CTG no processo de reprivatização da EDP e os rumores de mais entradas de capital chinês em empresas nacionais, nomeadamente no setor da banca.

Quanto às **contas externas**, os dados mais recentes da Balança Corrente revelaram um défice de 10011 m.e. de janeiro a outubro, o que traduz uma redução homóloga de 26.8% (3667 m.e.), com melhorias nas principais componentes, exceto na balança de rendimentos. O excedente da Balança de Capital aumentou 37.3% em comparação homóloga, situando-se em 1317 m.e..

A síntese de **execução orçamental** de janeiro a novembro (em Contabilidade Pública, ótica de caixa) evidenciou uma redução homóloga de 23.6% (3050 m.e.) no défice do subsetor Estado, para 9901.8 m.e. A **receita** aumentou 5.9%, valor que se situa abaixo da meta orçamental de 6.7% devido a receitas não fiscais abaixo do esperado, tendo a receita fiscal aumentado acima do previsto (5.7%, face a uma meta de 4.6% para o ano). A **despesa** registou uma variação de -2.5% (1.3% na despesa de capital, 21.2% nos juros da dívida e -5.9% na despesa corrente primária, incluindo variações de -10.2% na despesa com pessoal e -5.4% nas transferências correntes), que compara com uma meta de -1.5%. O saldo positivo dos Serviços e Fundos Autónomos também melhorou em termos homólogos (574.5 m.e.), mais do que compensando a queda do excedente da Segurança Social (em 241.1 m.e.). Desta forma, o saldo agregado destes subsetores mais o subsetor Estado melhorou 3383.7 m.e. (de -11281.2 para -7897.6 m.e.). Note-se que estes dados, numa ótica de caixa, diferem da lógica de compromisso da contabilidade nacional em que são assumidas as metas orçamentais, e são fortemente influenciáveis por fatores pontuais, nomeadamente diferenças no padrão intra-anual de execução das rubricas.

Salienta-se ainda a divulgação pelo INE (no dia 30 de dezembro) das **contas nacionais trimestrais por setor institucional**, que mostraram uma redução das necessidades de financiamento da economia para 6.9% do PIB no ano até ao terceiro trimestre de 2011 (face 7.6% do PIB no ano até ao segundo trimestre), numa análise em média móvel de 4 trimestres que atenua a sazonalidade dos dados. O acréscimo da capacidade de financiamento das sociedades financeiras e a redução das necessidades de financiamento das administrações públicas (resultante da redução do consumo final, em particular das remunerações, e do aumento dos impostos) mais do que compensaram a subida das necessidades de financiamento das sociedades não financeiras (minorada pela diminuição do

investimento) e a queda da capacidade de financiamento das famílias (face a uma redução do rendimento disponível superior à registada no consumo).



Tomando agora como referência valores trimestrais, o **défi ce das administrações públicas reduziu-se para 3.8% do PIB (42997.9 m.e.) no terceiro trimestre de 2011**, após 9% e 7.7% nos dois trimestres anteriores (dados sem ajustamento de sazonalidade), o que traduz um valor médio de 6.8% no conjunto dos três primeiros trimestres de 2011.