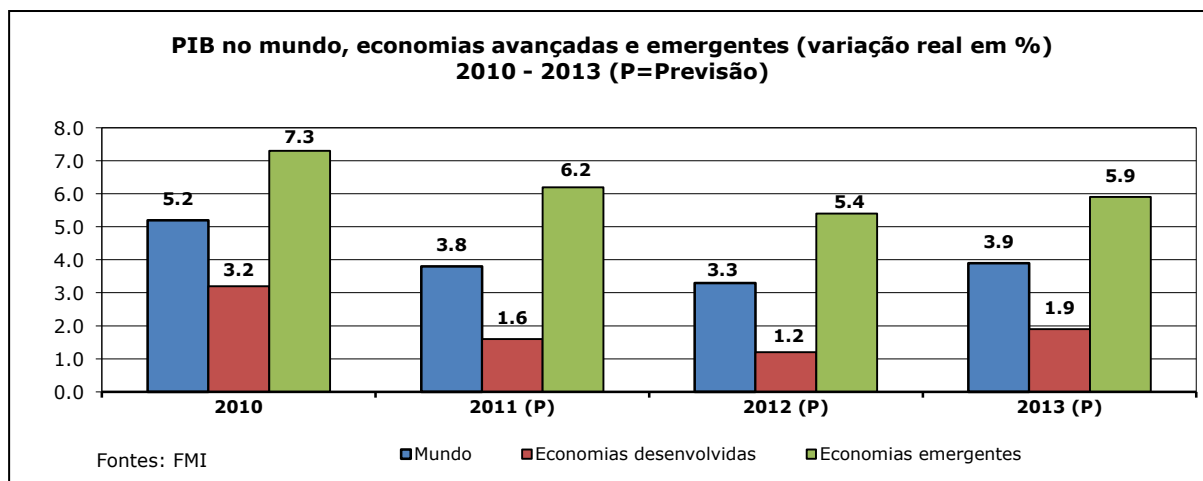


CONJUNTURA ECONÓMICA

- Janeiro 2012 -

MUNDO

No dia 24 de janeiro, o **FMI** reduziu as suas **previsões** de crescimento do **PIB** mundial para 3.3% em 2012 e 3.9% em 2013 (menos 0.7 e 0.6 pontos percentuais face às previsões de setembro, respetivamente), em termos reais, reforçando o abrandamento esperado face a 2011 (3.8%). Desta vez, a revisão em baixa afetou de igual forma as economias emergentes (previsões de crescimento de 6.2% em 2011, 5.4% em 2012 e 5.9% em 2013) e as economias avançadas (1.6%, 1.2% e 1.9%), onde agora se espera uma recessão ligeira na zona euro em 2012 (variação real do PIB de -0.5%, após 1.6% em 2011, recuperando depois 0.8% em 2013). No comunicado das previsões, o FMI defendeu uma consolidação orçamental menos rápida na zona do euro e uma contenção da desalavancagem financeira,¹ em conjunto com o reforço da provisão de liquidez e uma política monetária mais acomodatória. A Diretora executiva do Fundo, Christine Lagarde, sustentou que as principais prioridades da Europa, que está no centro das preocupações globais, deverão ser o crescimento económico, o reforço da integração económica e o aumento dos fundos de socorro aos países em dificuldade.² No que se refere às restantes das economias avançadas, foi reiterada a importância de planos de consolidação orçamental de médio prazo credíveis nos EUA e Japão. Neste ano, as economias com margem orçamental, incluindo as emergentes, deverão estimular o seu crescimento económico para apoiar a retoma global.



Quanto ao **comércio** mundial, a previsão do FMI é de uma subida em volume de 6.9% em 2011, 3.8% em 2012 (menos 2 p.p.) e 5.4% em 2013 (menos 1 p.p.). As **previsões** de crescimento do **Banco Mundial**, divulgadas a 18 de Janeiro, são mais pessimistas do que as do FMI. O Banco Mundial espera um aumento em

¹ A ideia é evitar que a desalavancagem provoque uma redução da oferta de crédito. A este nível, foi ainda defendida a criação de uma entidade pan-europeia para auxiliar a recapitalização dos bancos.

² Na componente multilateral, Lagarde disse que o FMI está preparado para ajudar e está a procurar aumentar os seus recursos em até 500 mil milhões de dólares.

volume do PIB mundial de 2.7% em 2011, 2.5% em 2012 (com variações de 5.4% nas economias em desenvolvimento e 1.4% nas desenvolvidas, incluindo - 0.3% na zona do euro, face a 6.2%, 2.7% e 1.8% nas projeções de Junho) e 3.1% em 2013. Em reflexo, o comércio mundial deverá abrandar de uma subida de 6.6% em 2011 para 4.7% em 2012, acelerando depois para 6.8% em 2013.

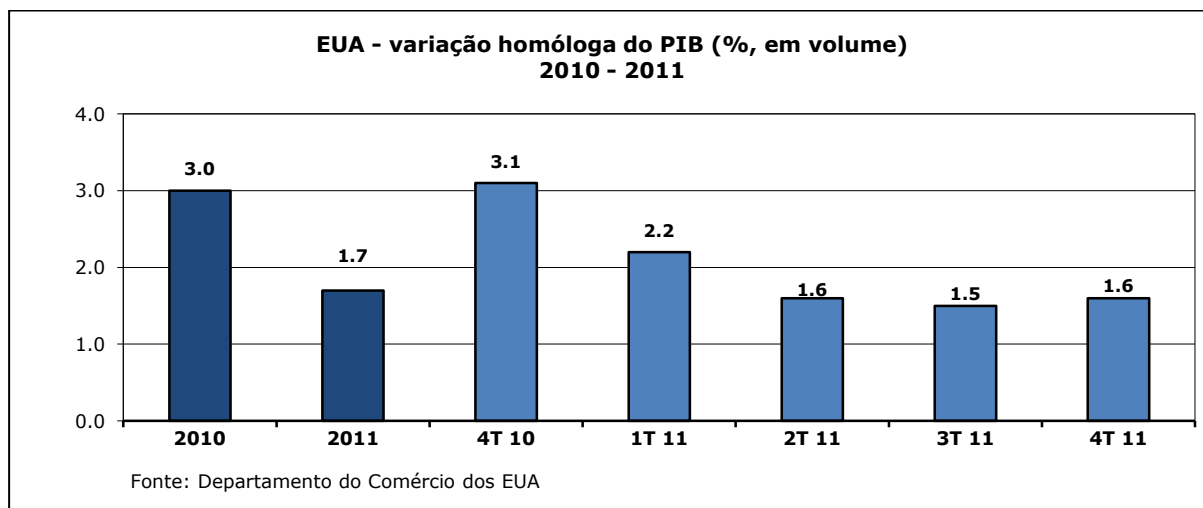
EUA

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

No dia 11 de janeiro, o Presidente norte-americano, após uma reunião com empresas multinacionais, anunciou que a o Governo irá apresentar em breve medidas fiscais que incentivem as empresas a criar **emprego** nos EUA e a trazer de volta postos de trabalho que foram deslocalizados para o estrangeiro, eliminando as vantagens fiscais da deslocalização.

No dia 18, o Secretário do Tesouro, Timothy Geithner, indicou que os EUA não têm intenção de compartilhar em recursos adicionais para o FMI.

No dia 25, o Presidente Obama defendeu, no seu **discurso sobre o Estado da União**, uma reforma fiscal com impostos mais elevados para os cidadãos mais ricos (seguindo a regra de Buffet de quem ganhe mais de um milhão de dólares por ano tenha uma taxa de imposto não inferior a 30%) e uma distribuição mais equitativa dos investimentos. Obama propõe aplicar o dinheiro poupado com a retirada militar do Iraque (que se estima em 440 mil milhões de dólares nos próximos 9 anos) em projetos criadores de emprego, como a melhoria de rede de estradas e de ferrovia. Obama defendeu ainda a aplicação de uma pequena taxa à banca para suportar um programa de alívio dos custos de refinanciamento de crédito hipotecário para as famílias em maiores dificuldades.

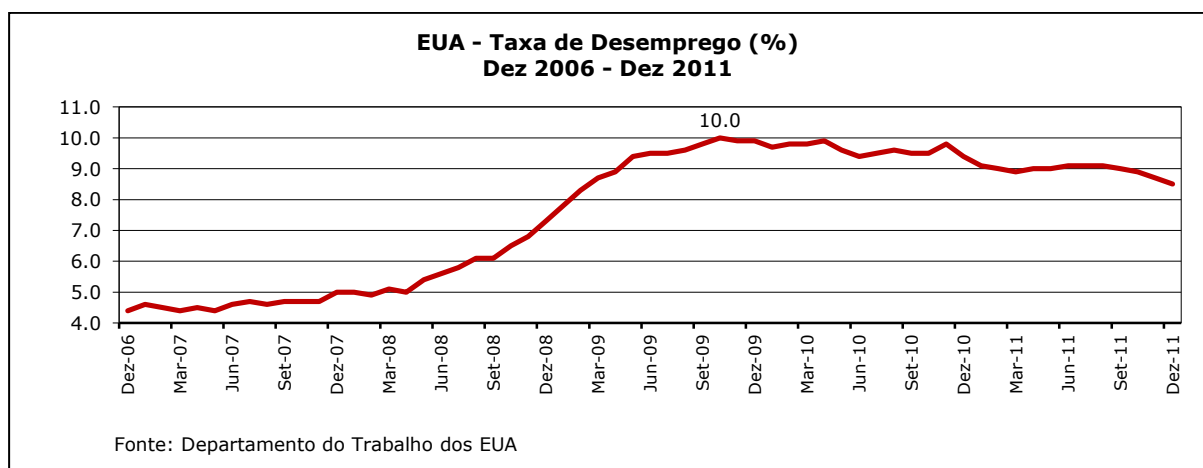


Quanto a **dados de conjuntura**, as primeiras estimativas do **PIB** no **quarto trimestre** de 2011 mostraram uma subida homóloga de 1.6% em volume, ligeiramente acima do trimestre anterior (1.5%), com o abrandamento do consumo privado (de 2% para 1.6%) e das exportações (de 6% para 5.2%) a ser compensado pela aceleração do investimento (de 1% para 7.7%), originada

na subida dos *stocks* (que contrariou o abrandamento da FBCF de 7.6% para 6.6%). No conjunto de **2011**, o PIB cresceu 1.7% em termos reais, traduzindo uma desaceleração face a 2010 (3%), com origem no ajustamento em baixa dos *stocks*, que contrariou a aceleração da FBCF (de 2.6% para 6.6%), uma evolução revertida em parte no quarto trimestre, como já referido. O consumo acelerou de 2% para 2.2%, enquanto as exportações abrandaram menos que as importações (variações de 6.8% e 5%, respetivamente, face a 11.3% e 12.5% em 2010).

O **índice dos indicadores avançados** do Instituto Conference Board (revisto e melhorado com a inclusão de um indicador avançado de crédito) voltou a aumentar em dezembro de 2011, apontando para uma melhoria de andamento da atividade económica no início de 2012, ainda que limitada pelas contribuições negativas dos indicadores de condições de crédito e confiança dos consumidores. Segundo o Instituto, a grande questão que se coloca neste momento é saber se o relativo dinamismo de curto prazo da economia norte-americana é penalizado pelo abrandamento da economia mundial ou se os EUA conseguem fornecer algum suporte ao crescimento global.

A **taxa de desemprego dos EUA** diminuiu pelo quarto mês seguido em dezembro de 2011, para 8.5% (8.7% em novembro), o valor mais baixo desde Fevereiro de 2009. Em 2011, a taxa de desemprego média recuou para 8.9% (9.6% em 2010), traduzindo o mínimo desde 2008.



No dia 25 de janeiro de 2012, a **Reserva Federal (Fed)** manteve os seus principais referenciais de política monetária (taxa *fed funds* entre 0 e 0.25% e estabilização do tamanho do balanço do Banco Central) e o programa de aumento da maturidade da carteira de obrigações, mas anunciou que irá prolongar a política de juros excecionalmente baixos pelo menos até final de 2014, em vez de meados de 2013. Em paralelo, e pela primeira vez, a Reserva Federal estabeleceu uma meta indicativa de inflação de 2%, valor considerado compatível com o seu mandato dual de máximo emprego com estabilidade de preços (por comparação, o BCE tem como objetivo único a estabilidade de preços a médio prazo com o mesmo referencial de inflação de 2%). Esta sinalização, que se enquadra na estratégia de melhoria da comunicação da Fed, constitui uma forma de estimular a atividade económica por via de uma redução esperada das taxas de juro de longo prazo. A decisão teve em conta a perspetiva de um

crescimento modesto da economia norte-americana num futuro próximo e a existência de significativos riscos descendentes decorrentes das tensões nos mercados financeiros globais. A Reserva Federal reduziu as suas previsões de crescimento para 2.2% a 2.7% em 2012 e 2.8 a 3.2% em 2013 (variações homólogas em volume no quarto trimestre). No dia 26, o Presidente da Reserva Federal, Ben Bernanke, revelou que a autoridade monetária está disposta a aplicar um estímulo monetário adicional (muito provavelmente um 3º programa de compras de obrigações do Tesouro) caso o desemprego seja superior ao desejado e a inflação se situe abaixo do novo objetivo de 2%.

EUROPA

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

No dia 2 de janeiro, o novo Governo de **Espanha** anunciou uma derrapagem do défice orçamental de 6% do PIB para 8% ou mais em 2011, exigindo a aplicação de um rigoroso programa de austeridade com efeitos recessivos (as mais recentes previsões do Banco de Espanha, divulgadas no dia 23, apontam para quebra real do PIB de 1.5% em 2012).

No dia 6, a Comissão Europeia exigiu um maior esforço de **consolidação orçamental** à Bélgica, Hungria, Polónia, Malta e Chipre, sob pena da aplicação de sanções. A Bélgica tem sido apontada como uma possível futura vítima de contágio da crise de dívida soberana. Merece também destaque a situação difícil da Hungria, cuja dívida foi classificada como especulativa pelas principais agências financeiras (já contando com o corte de rating da Fitch no mesmo dia), estando, por isso, com muitas dificuldades de financiamento externo e a negociar um empréstimo do FMI.

No dia 9, um **estudo da McKinsey** citado pela agência Bloomberg e pelo jornal "Die Welt" concluiu que, embora todos os países da União Monetária Europeia tenham beneficiado com a participação no euro (elevando em 3.6% o PIB no conjunto da zona euro), a Alemanha é o país que mais ganhou.

Ainda no mesmo dia, a **Alemanha** financiou-se pela primeira vez a uma **taxa de juro negativa** (os investidores pagam para emprestar à Alemanha), num leilão de dívida pública marcado pela alteração do modo de colocação (com as ofertas a serem feitas pelo preço dos títulos em vez do juro) e por uma forte procura.

No dia 11, o Presidente da **Autoridade Bancária Europeia** (ABE), Andrea Enria, admitiu a possibilidade de uma revisão em baixa dos rácios de capital exigidos à banca europeia (rácio Core Tier 1 de 9% até final de junho) "se e quando as políticas que estão a ser implementadas para combater a crise da dívida soberana tiverem efeito sobre o preço dos títulos de dívida governamentais". No dia seguinte, o jornal alemão Handelsblatt, citando um porta-voz da EBA, indicou que os testes de stress financeiro serão provavelmente adiados de julho para o outono ou mesmo para 2013, dando mais tempo aos bancos para obter novo capital, com vista ao cumprimento dos rácios exigidos.

No dia 13, a agência **Standard & Poor's** cortou os *ratings* de dívida soberana à maioria dos países da zona euro (para além de outros países da UE),³ considerando que as iniciativas políticas dos líderes europeus nas semanas precedentes poderão ser insuficientes para resolver na íntegra os problemas sistémicos na zona euro, onde se incluem o aperto das condições de crédito, a tentativa simultânea de redução do endividamento de governos e empresas e uma disputa dos líderes europeus quanto a uma solução adequada para a crise. No dia 16, a mesma agência reduziu também o *rating* do Fundo Europeu de Estabilização Financeira (**FEEF**) em um nível, de AAA para AA+, devido à revisão das notações dos seus membros.

Em **reação**, a **Comissão Europeia** considerou as decisões da agência "inconsistentes" com "as ações decisivas das autoridades europeias em todas as frentes da sua resposta à crise". Por sua vez, o **Presidente do BCE** desvalorizou a importância dada às agências de notação, considerando "que é necessário aprender a funcionar sem dar tanta importância às avaliações". O **responsável pelo FEEF**, Klaus Regling, garantiu que a capacidade de financiamento do FEEF não ficou comprometida com o corte de *rating* da Standard and Poor's, não afetando, por isso, a capacidade para apoiar os países sob programas de ajuda. Os cortes de *rating* não tiveram grande efeito no mercado primário de dívida, tendo-se registado várias colocações bem sucedidas logo após a decisão, designadamente do FEEF, de Espanha e da Grécia. Também no **mercado secundário de dívida** não houve grandes alterações das *yields* logo após a decisão (com exceção de Portugal, por ter implicado a exclusão de índices mundiais de dívida – ver análise das *yields* na seção PORTUGAL).

No dia 20, o Primeiro-ministro de **Itália**, Mario Monti, anunciou um vasto plano de liberalização da economia para promover o crescimento económico e diminuir as pressões no mercado de dívida. A *yield* soberana a 10 anos baixou para perto de 6% ao longo de janeiro, após um valor de 7% no final de dezembro, próximo do registado aquando dos pedidos de auxílio dos atuais países assistidos.

No dia 23, a UE aprovou um **embargo às exportações de petróleo do Irão**, com a proibição imediata de novos contratos e substituição dos existentes até julho, de modo a pressionar o país a rever o seu programa nuclear.

No dia 25, a Comissão Europeia anunciou o **veto ao projeto de fusão das bolsas de Nova Iorque** (NYSE Euronext) e **Frankfurt** (Deutsche Borse), que criaria a maior bolsa a nível mundial, porque a operação levaria à criação de monopólio em alguns segmentos financeiros, segundo a análise de concorrência. No mesmo dia, o jornal inglês Financial Times noticiou que o **BCE** está a ser pressionado pelo FMI a assumir também **perdas com a dívida grega**, uma

³ A agência reduziu em dois níveis as notações da Itália (para o último nível ainda considerado de investimento), Espanha, Chipre e Portugal (passando estes dois últimos países para uma classificação de investimento especulativo) e em um nível os *ratings* de Malta, Eslováquia, Eslovénia, França e Áustria (estes dois últimos países perderam o *rating* máximo AAA). Ainda dentro da zona do euro, foram mantidas as notações da Alemanha, Holanda, Finlândia, Luxemburgo (os únicos países da zona euro que permanecem com *rating* máximo AAA), Bélgica, Estónia, Irlanda e Grécia (que já estava com o *rating* em nível especulativo). Apenas a Alemanha e Eslováquia ficaram com perspectiva estável para as suas dívidas. A perspectiva negativa para os restantes países significa que poderão ver a sua notação reduzida no prazo de 2 anos.

ideia a que a autoridade monetária se opõe liminarmente, embora tenha sido referido que o BCE poderá admitir prescindir de lucros com esses títulos.

Já no dia 27, o mesmo jornal noticiou que a Alemanha propôs ao resto da zona do euro que a Grécia abdique da sua soberania orçamental em favor de um 'comissário do orçamento', uma medida já rejeitada pelas autoridades gregas.

Também no dia 27, a agência de *rating* **Fitch** reduziu a notação de dívida soberana a 5 países da Zona do euro (Itália, Espanha, Bélgica, Eslovénia, e Chipre) com fundamentos semelhantes aos da decisão da Standard & Poor's.

No dia 29, o Presidente da **França**, Nicolas Sarkozy, anunciou uma série de reformas económicas para combater o desemprego antes das eleições presidenciais de maio, onde deverá ser candidato. Entre essas medidas, e com vista a diminuir o custo do trabalho e aumentar a competitividade, destaca-se a desvalorização fiscal (aumento da taxa máxima de IVA de 19.6% para 21.2%, uma componente de 'IVA Social' que compensará a descida das contribuições sociais das empresas) e reformas no mercado de trabalho, incluindo acordos de empresa com a possibilidade de cortes de salário para evitar despedimentos e um aumento do horário semanal de trabalho além das 35 horas. Sarkozy anunciou ainda que a França vai avançar a partir de Agosto com uma taxa de 0.1% sobre as transações financeiras (com uma receita estimada de mil m.e.), uma medida (popular em França) que espera seja seguida na UE.

No dia 30, a reunião informal de membros do **Conselho Europeu** teve os seguintes resultados:

1. Foi ultimado o **Tratado sobre a Estabilidade, a Coordenação e a Governança na União Económica e Monetária**, que será assinado em março por todos os membros da UE27 com exceção do Reino Unido e da República Checa. Paralelamente, será estabelecido um mecanismo com o procedimento a seguir para instaurar no Tribunal de Justiça um processo de incumprimento do Tratado. O Tratado compreende, designadamente:

1.a) um reforço da **disciplina orçamental** ('pacto orçamental') através de um maior automatismo das sanções e vigilância acrescida e, em particular, de uma regra de equilíbrio orçamental (défice estrutural anual não superior a 0.5% do PIB nominal) a incorporar nos sistemas legais nacionais com valor constitucional ou equivalente no prazo de um ano, sob pena de penalizações (até 0.1% do PIB) aplicadas pelo Tribunal de Justiça Europeu. O procedimento de défices excessivos será também mais automático, apenas não se aplicando caso haja uma maioria qualificada de estados membros de votos (em lugar de uma maioria qualificada para a aplicação do PDE), o mesmo sucedendo com a aplicação de sanções;

1.b) um **mecanismo de coordenação**, em que os Estados signatários reportarão os seus planos de emissão de dívida à Comissão Europeia e ao Conselho, coordenando-se entre eles e as instituições europeias antes de apresentar as principais reformas económicas que planeiam levar a cabo;

1.c) ao nível da **governança da zona do euro**, serão realizadas cimeiras regulares, pelo menos duas vezes por ano;

1.d) os **próximos passos** incluem assinatura do Tratado à margem do Conselho Europeu de 1 e 2 de março, entrando em vigor quando for ratificado por, pelo menos, 12 membros da zona do euro;

2. O Tratado que cria o **Mecanismo Europeu de Estabilidade** está pronto a ser assinado, e o objetivo é que entre em vigor em julho de 2012. Este mecanismo permanente de resolução de crises disporá de uma ampla gama de instrumentos e de uma base financeira sólida, segundo o Conselho Europeu. Conforme acordado em dezembro, em março será reapreciada a adequação dos recursos disponíveis ao abrigo do FEEF e do MEE.

3. No que se refere à **Grécia**, foram registados os progressos realizados nas negociações com o setor privado. O Conselho Europeu instou as autoridades gregas e todas as partes interessadas a ultimarem nos próximos dias as negociações sobre o novo programa, que deverá ser subscrito por todos os partidos políticos para o restabelecimento da credibilidade. Os Ministros das Finanças foram instados a tomar todas as medidas necessárias para a implementação do acordo relativo à participação do setor privado e para a adoção do novo programa até meados de fevereiro. Foi ainda reiterado que o acordo relativo à participação do setor privado na Grécia constitui um caso excecional e único.

4. O Conselho Europeu congratulou-se com as mais recentes avaliações positivas dos programas irlandês e português, e sublinhou que os países sujeitos a um programa serão apoiados até que voltem a ter acesso ao mercado, desde que apliquem com êxito os seus programas.

5. Foram também saudadas as medidas decididas e já adotadas pela Itália e pela Espanha para reduzir o défice público e estimular o crescimento e a competitividade, esforços que deverão ser prosseguidos.

6. Para além das decisões tomadas para alcançar a estabilidade financeira e a consolidação orçamental, o Conselho estabeleceu **3 prioridades imediatas** (antes de uma abordagem mas completa no Conselho Europeu de março) **para reforço da competitividade** e modernização das economias, com vista a assegurar o crescimento sustentado, a criação de emprego e a preservação do modelo social. Sempre que possível, esses esforços a nível nacional serão suportados por ações da UE, incluindo a reprogramação de fundos para apoio do emprego e crescimento, dentro dos limites estabelecidos. As três prioridades são:

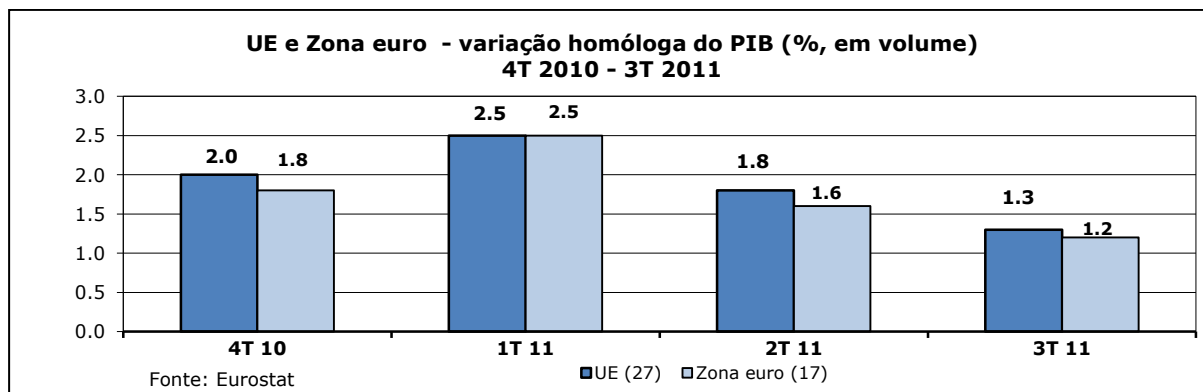
6.a) O **estímulo do emprego, especialmente dos jovens**;

6.b) **Completar o Mercado Único**, onde o Ato do Mercado Único e o Mercado Único Digital constituem prioridades claras;

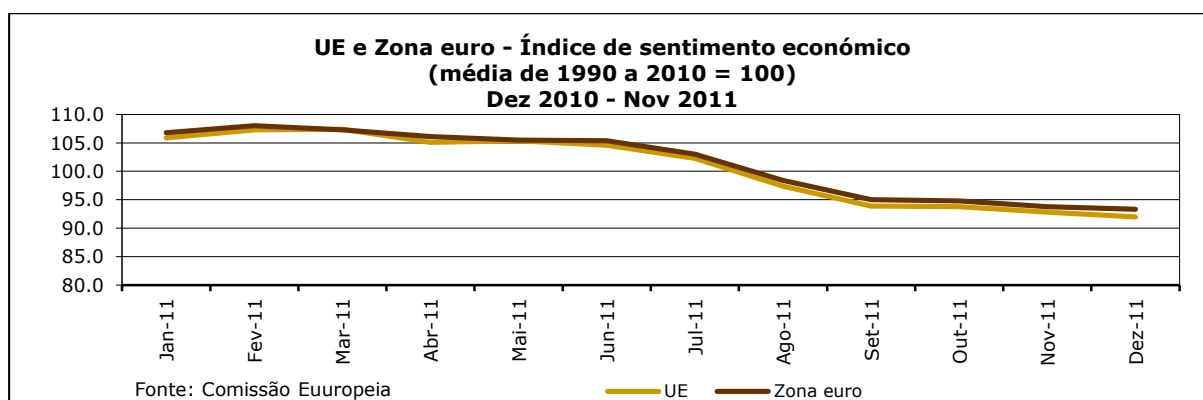
6.c) **Estimular o financiamento da economia, em particular das PMEs**, procurando evitar que a atual crise limite a capacidade das empresas crescerem e criarem emprego. A este nível, foi destacada a recente abertura de linhas de financiamento de longo prazo pelo BCE. Por sua vez, as autoridades nacionais de supervisão e a ABE deverão assegurar que as exigências de recapitalização da banca não conduzem a uma desalavancagem penalizadora do financiamento da economia.

Em relação a **dados de conjuntura**, as terceiras estimativas do **PIB da UE** e da **zona do euro** no terceiro trimestre de 2011 mostraram uma revisão em baixa do crescimento homólogo em volume para 1.2% na zona do euro (menos 0.2 pontos percentuais, p.p., face às anteriores estimativas) e 1.3% (menos 0.1 p.p.) na UE, após 1.6% e 1.8% no segundo trimestre, respetivamente. A variação em cadeia foi revista em baixa para 0.1% na zona do euro (menos 0.1 p.p.), mantendo-se em 0.3% na UE. Dados mais recentes mostraram uma

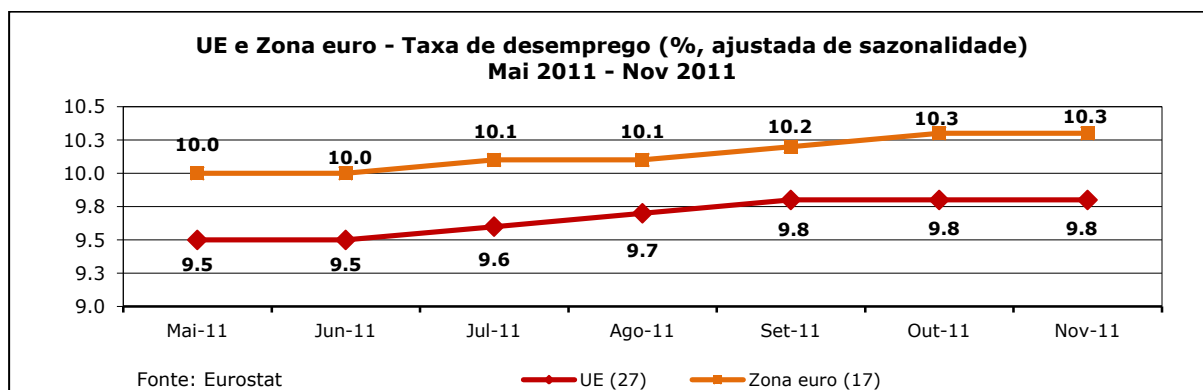
deterioração significativa do andamento homólogo das **vendas a retalho** e da **produção industrial** da UE em novembro de 2011 (variações reais de -1.3% e -0.2%, respetivamente, após -0.1% e 1% em outubro), sugerindo que a atividade económica poderá entrar em contração no quarto trimestre. Isso mesmo é apontado por estimativas preliminares do **PIB da Alemanha** no quarto trimestre (quebra real de 0.25%, não impedindo uma subida estimada de 3% no conjunto de 2011), a maior economia europeia.



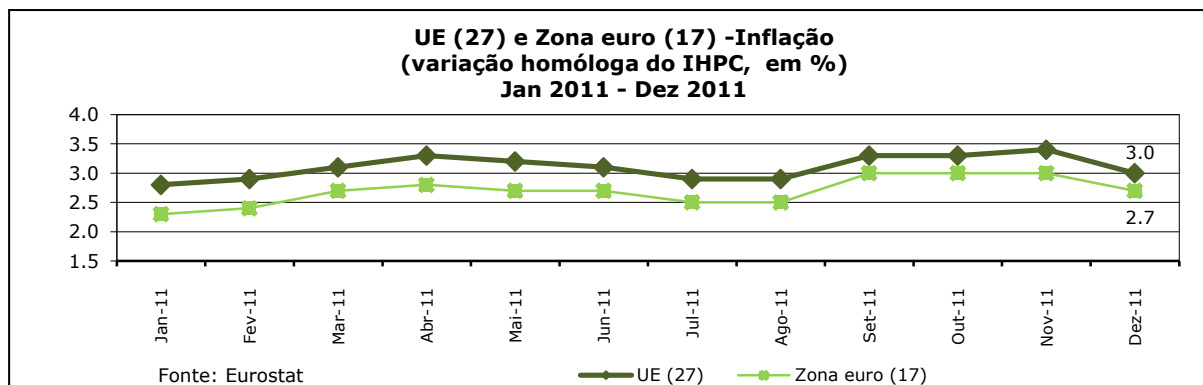
Em termos de indicadores prospetivos, merece destaque o novo recuo dos **índices de sentimento económico** da zona do euro e da UE em dezembro (dados da Comissão Europeia), ainda que com menor intensidade. Os dois índices situaram-se abaixo da média desde 1990 pelo quinto mês seguido, numa trajetória de descida consistente com um quadro recessivo nos próximos meses.



Segundo dados revistos, a **taxa de desemprego** manteve-se em 10.3% na UE e em 9.8% na zona euro em novembro, após vários meses de subida.



A **inflação** homóloga medida pelo IHPC (Índice Harmonizado de Preços no Consumidor) recuou significativamente na zona euro e na UE em dezembro de 2011 (para 3% e 2.7%, respetivamente, após 3.4% e 2.7% em novembro). Em média anual, a inflação registada em 2011 foi de 3.1% na UE e de 2.7% na zona euro (valores iguais aos de novembro), traduzindo máximos de 3 anos.

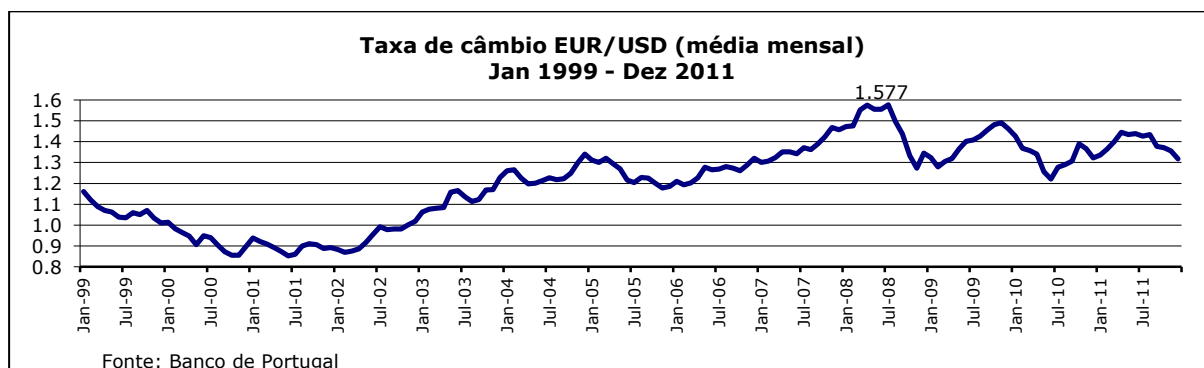


O **Banco Central Europeu** (BCE) deixou as suas **taxas de juro diretoras** inalteradas em mínimos históricos (de 1%, no caso da taxa aplicável às operações principais de refinanciamento) na reunião de 12 de janeiro, após dois cortes seguidos de 0.25 pontos percentuais. Também não houve alterações das **medidas não convencionais**. A este respeito, o Presidente do BCE referiu que a introdução de empréstimos a 3 anos já contribuiu para uma melhoria das condições de financiamento dos bancos e da economia na zona do euro (evitando uma maior contração de crédito nos países onde tal se está a verificar), o que aumentou a confiança, faltando ainda concluir a aplicação das restantes medidas extraordinárias de liquidez anunciadas na reunião anterior. No comunicado da decisão, o BCE continuou a justificar a política expansionista com os significativos riscos descendentes para a atividade económica, que continuará a ser afetada no curto prazo pelas tensões nos mercados de dívida soberana da zona euro, pela queda da confiança, pelo ajustamento dos balanços nos sectores financeiro e não financeiro, e pelo abrandamento da procura global. O BCE espera uma retoma ligeira e gradual da economia europeia ao longo de 2012, suportada pela procura global, pelas baixas taxas de juro e pelas medidas de apoio à banca.

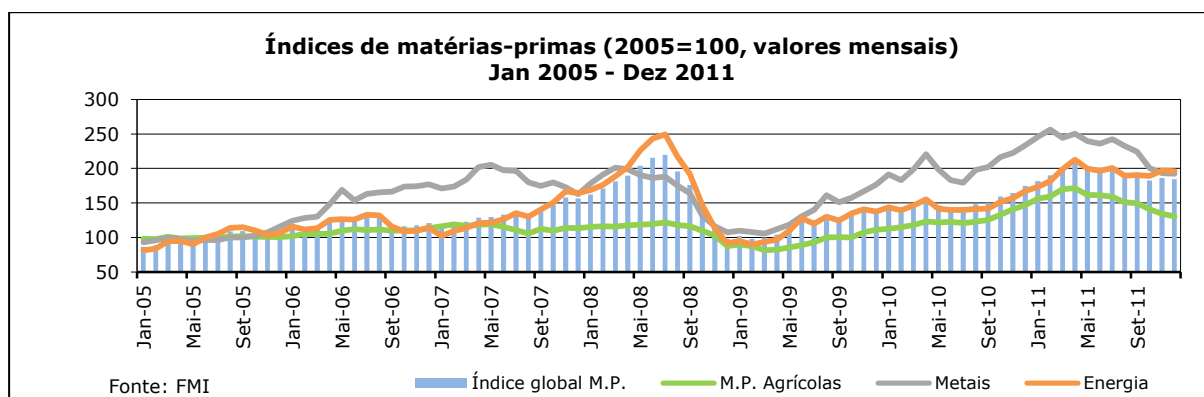
COTAÇÕES INTERNACIONAIS

A cotação média mensal do **euro** face ao dólar depreciou-se de forma mais acentuada em **dezembro** de 2011 (variação de -2.8%, para 1.3179 dólares, um mínimo de 15 meses), a refletir um novo corte das taxas diretoras do BCE e as dúvidas quanto à efetividade da Cimeira Europeia de dia 9 para travar a crise de dívida soberana europeia. No conjunto de **2011**, o euro perdeu 3.2% face ao dólar em comparação de final de ano, embora a cotação média anual tenha registado uma apreciação de 5% face a 2010. Já em **janeiro** de 2012, a cotação diária prosseguiu em perda com os cortes de *rating* da agência Standard & Poor's à maioria dos países da zona do euro, levando o euro a cair para 1.2669 dólares no dia 16. Contudo, o sucesso de vários leilões de dívida soberana na zona euro (com menores taxas de juro), a expectativa de acordo do perdão de dívida à

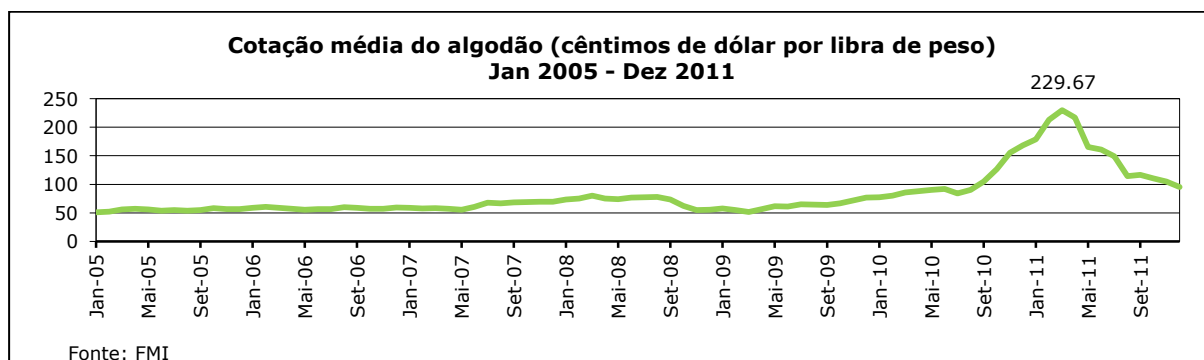
Grécia e a antecipação de medidas decisivas no Conselho Europeu permitiram uma recuperação do euro até 1.311 dólares no dia 30.



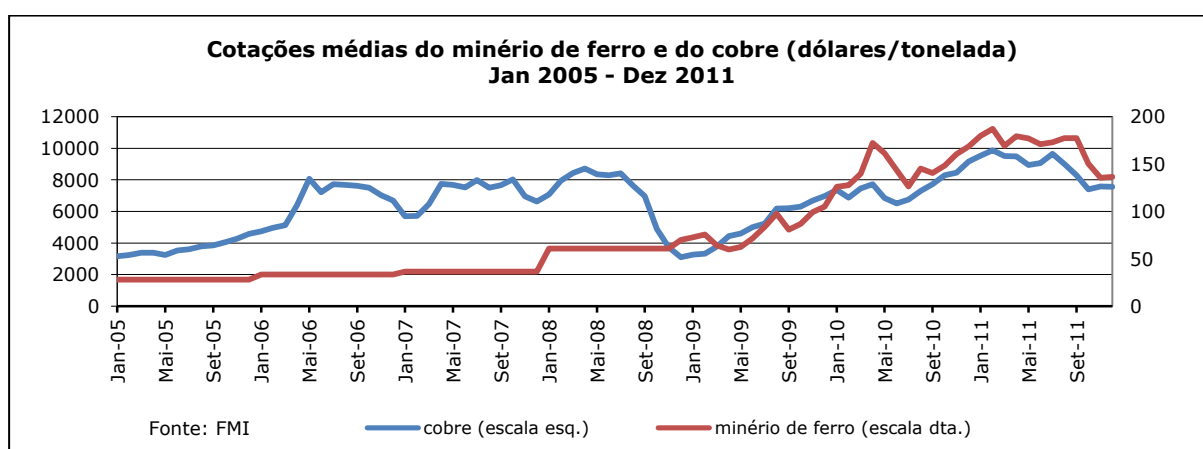
O **índice global de matérias-primas** diminuiu em **dezembro** de 2011 pela quarta vez em cinco meses (variação de -0.9%, após 1.9% em novembro), traduzindo a desvalorização dos índices de energia (-0.5%), metais (-0.6%) e de matérias-primas agrícolas (-2.8%), a refletir a crise de dívida soberana e o abrandamento da economia mundial (e da China em particular). Ainda assim, o índice global de matérias-primas subiu 26.3% em **2011**, em valor médio (após variações de 26.1% e -29.9% nos dois anos anteriores), com subidas de 48.2% nos **metais**, 33.2% nas **matérias-primas agrícolas** e 25.9% na **energia**.



No que se refere às matérias-primas agrícolas, salienta-se a queda agravada da cotação média do **algodão** em **dezembro** (8.8%, para 95.45 cêntimos de dólar por libra de peso), situando-se abaixo de 1 dólar pela primeira vez desde Agosto de 2010, uma evolução que traduz o recuo da procura e a elevação da oferta. Apesar da correção em baixa no final do ano, em **2011** registou-se ainda uma subida acentuada da cotação média do algodão (49.3%, após 65% em 2010).

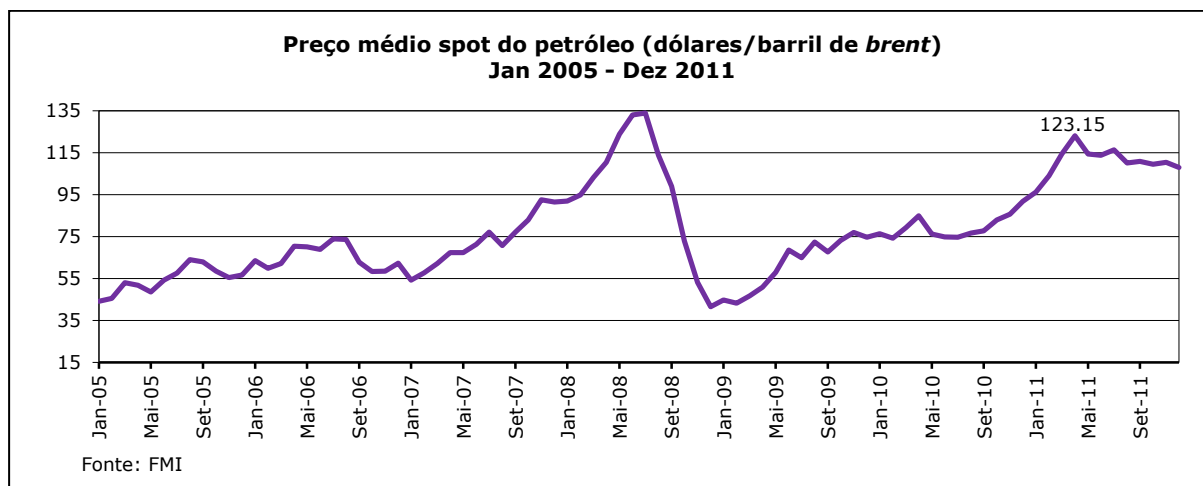


Em relação aos **metais**, o mês de **dezembro** saldou-se por variações mensais pouco significativas dos preços médios do **cobre** e do **minério de ferro** (-0.3% e 0.7%, respetivamente), com os receios em torno da zona do euro a serem contrariados por alguns dados económicos positivos dos EUA. No saldo de **2011**, o preço médio do cobre registou uma subida de 17%, enquanto o minério de ferro valorizou 14.4%, após subidas de 45.9% e 83.4% em 2011, respetivamente. O abrandamento da economia mundial (e da China em particular) foi determinante para a menor valorização dos metais em 2011. Em **janeiro**, destacam-se os anúncios de valores recorde de produção de minério de ferro pela Rio Tinto e a BHP (duas das principais empresas a nível mundial), o que deverá pressionar o preço em baixa. No caso do cobre, pelo contrário, os confrontos no Peru em torno de importantes projetos mineiros poderão atrasar ou mesmo limitar o crescimento da oferta.



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 **brent** recuou 2.3% em **dezembro** (para 107.97 dólares), 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). Apesar do movimento de descida a partir de Abril, a cotação média do barril de brent subiu 39.3% em **2011**, após 28.7% em 2010. Já em **janeiro** de 2012, as tensões em torno do Irão (devido à realização de exercícios militares e à continuação do programa nuclear) levaram a uma subida da cotação diária até 114.66 dólares no dia 14, tendo depois corrigido em baixa (até 109.19 dólares no dia 25) com o corte acentuado das previsões da Agência internacional da Energia referentes à procura de petróleo e o impasse nas negociações de perdão da dívida grega. Contudo, a aprovação do embargo da UE às exportações do Irão e os receios de fecho do estreito de Ormuz em retaliação levaram a uma nova subida da cotação (até 111.57 dólares no dia 27). O FMI estima que uma suspensão das exportações do petróleo iraniano pode encarecer o preço do petróleo em 30%.



PORTUGAL

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

No dia 13 de janeiro, a agência de notação Standard & Poor's diminuiu o **rating** da dívida soberana portuguesa (em conjunto com a maioria dos países do euro e o próprio FEEF, como já referido) em 2 níveis, de BB-/A-3 para BB/B (um nível já considerado investimento especulativo), e com perspetiva negativa, uma decisão que o Governo português considera "infundada" e corresponde a uma "quebra metodológica significativa", porque a agência parece ter substituído a sua análise individualizada por país por uma análise sistémica baseada na área do euro, da qual decorrem avaliações que não refletem adequadamente as realidades nacionais. O Governo reiterou o seu empenho em cumprir o PAEF e os seus compromissos europeus.

O corte de *rating* da dívida nacional não tem impactos imediatos significativos por o financiamento estar assegurado pelo programa de assistência (as atuais emissões de dívida são de curto prazo e correram bem mesmo após a decisão), mas elevou as *yields* nacionais no mercado secundário devido à exclusão de índices mundiais de dívida (o que reduziu a procura), isto porque as outras duas principais agências já haviam reduzido a notação para um nível especulativo. Esta situação poderá atrasar um futuro regresso aos mercados. O impacto mais imediato poderá advir da redução do *rating* do FEEF, isto se se traduzir em taxas de financiamento mais elevadas, pois aumenta diretamente as taxas de juro do programa de assistência a Portugal.

No dia 18, o Governo, as associações patronais e um dos sindicatos (UGT) assinaram no Conselho Económico e Social o **Acordo de Concertação Social** designado de "Compromisso para o Crescimento, competitividade e Emprego". As medidas contemplam, nomeadamente, uma redução das férias e feriados, a possibilidade de um banco de horas individual negociado entre empresa e trabalhador, e a redução para metade do pagamento de horas extraordinárias, o que se traduz numa redução dos custos do trabalho.

Entre os dias 19 e 21, decorreu um **workshop sobre reformas estruturais** em Lisboa com a presença do Governo e de representantes da Troika, que voltaram a colocar em cima da mesa a questão da redução da TSU, para discussão nas próximas avaliações trimestrais do Memorando de Entendimento. O membro do FMI, Hossein Samiel, considera que a desvalorização fiscal deverá “manter-se na agenda” do programa de assistência para facilitar o processo de ajustamento sem uma espiral recessiva de descida de salários. O Primeiro-ministro Passos Coelho reiterou que a medida não pode ser seguida em 2012 por falta de margem orçamental, e salientou que foram encontradas algumas formas alternativas de aumento de competitividade no acordo de concertação social.

No dia 24, o Banco de Portugal (BdP) indicou que até ao final de fevereiro de 2012 irá confirmar a aceitação dos **planos de capitalização dos bancos** nacionais sujeitos ao exercício de *stress test* da ABE (CGD, BCP, ESFG e Banco BPI, que deverão cumprir os rácio Core Tier 1 de 9% até 30 de junho, salvo adiamento), e que foram entregues no dia 20 de janeiro.

No mesmo dia, o BdP divulgou um comunicado sobre a reunião do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros com um **ponto de situação do sistema financeiro e uma análise dos principais riscos**. Segundo o comunicado, o sistema financeiro nacional enfrenta, em primeiro lugar, um risco de financiamento e de liquidez, traduzido em condições de financiamento muito restritivas no médio prazo. Em segundo lugar, o cumprimento das novas metas de solvabilidade exige um reforço dos fundos próprios, seja pela retenção de resultados, alienação de ativos ou pela emissão de novo capital. Cada uma dessas estratégias envolve um conjunto de fatores de risco próprio, mas de um modo geral são dificultadas pelo enquadramento adverso dos mercados financeiros e pela desalavancagem em simultâneo em vários países da zona do euro. Acresce ainda o risco de incapacidade de redução da exposição ao setor público, implicando uma menor concessão de crédito concedido ao setor privado e um efeito negativo sobre a atividade económica.

No dia 27, o Governo Regional da Madeira assinou o **Programa de Ajustamento Económico Financeiro da Região Autónoma** com a República Portuguesa, que irá emprestar à Região até 1 500 m.e. ao longo de um período de vários anos. Os desembolsos (o 1º dos quais, de 19.4 m.e., recebido logo após a assinatura da Carta de Intenções) serão faseados e condicionados pelo cumprimento atempado dos limites e medidas previstas no programa. No Programa, que fora solicitado pelo Governo Regional devido à situação insustentável das contas públicas da Região (défice de 1190 m.e. em 2010, *stock* de pagamentos em atraso de 1932.7 m.e. e uma dívida pública desproporcionada), a Madeira compromete-se a aumentar o seu saldo orçamental regional de -3.1% do PIB da Região em 2012 para -0.8% em 2013, antes de conseguir um excedente orçamental no ano de 2014 e seguintes. O Programa reitera a responsabilidade da Região pelo pagamento da sua dívida e

respetivos encargos, devendo o rácio da dívida no PIB da Região iniciar em 2013 uma trajetória descendente, passando de 81.1% em 2012 para 72.9% em 2015.

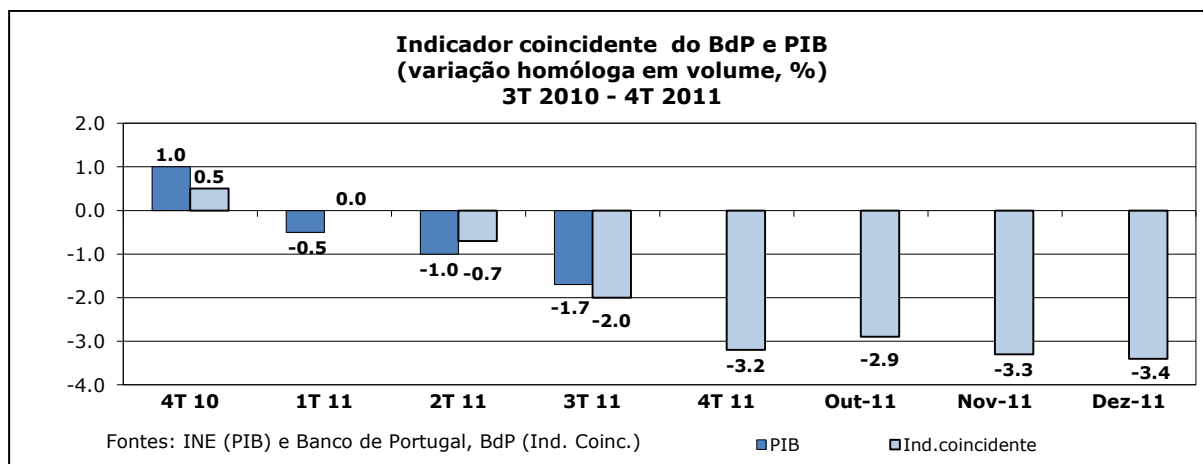
Em relação a **medidas legislativas** importantes do Governo, salienta-se: o diploma com as condições de transferência de fundos de pensões do sector bancário para a segurança Social e a proposta de lei de revisão do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (Conselho de Ministros, CM, de 30 de Dezembro), que simplifica formalidades e procedimentos e institui o processo especial de revitalização de empresas; o lançamento da linha de crédito PME crescimento e a prorrogação da Linha Segura de Crédito à Exportação para 2012 (no dia 5); a concessão de garantia pessoal do Estado de 215 m.e. ao Fundo de Contragarantia Mútuo para cobertura de responsabilidades assumidas a favor de micro empresas e PME (publicação em Diário da República, DR, no dia 9), a renovação extraordinária dos contratos de trabalho a termo certo (DR, dia 10); o reforço da solidez financeira das instituições de crédito (DR, dia 11);⁴ sete contratos de investimento no valor de 611.6 m.e. (DR, dia 12); a proposta de lei para o Regime Jurídico da Concorrência (CM, dia 26), dando cumprimento ao Memorando de Entendimento e promovendo a atualização e eficácia das regras.

As **previsões económicas** mais recentes, divulgadas a 10 de janeiro de 2012 pelo BdP, apontam para uma contração do PIB real de 1.6% em 2011 e 3.1% em 2012 (descidas de 1.9% e 2.2% nas anteriores previsões, respetivamente), recuperando depois 0.3% em 2013. Segundo o BdP, a contração sem precedente da atividade económica no horizonte de previsão traduz uma queda significativa da procura interna, tanto pública como privada, minorada por um crescimento significativo das exportações (variações reais de 7.2%, 4.1% e 5.8% em 2011, 2012 e 2013). Salientam-se as quebras agravadas e sem precedentes, em 2012, do consumo privado (6%) e do investimento (12.8%). O BdP sublinhou ainda que as projeções de crescimento estão rodeadas de grande incerteza, associada à evolução futura das tensões financeiras à escala global e, em particular, à resposta institucional à crise da dívida soberana na área do euro. No que diz respeito ao mercado de trabalho, a contração significativa da atividade económica deverá implicar uma redução do emprego de cerca de 1.8% em 2012 e 0.6% em 2013.

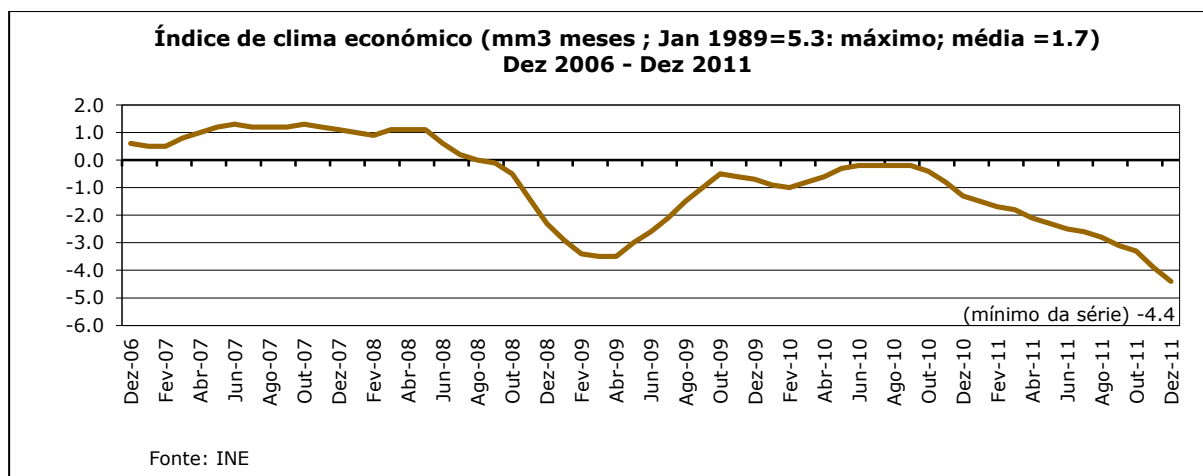
Em relação a **dados de conjuntura**, salienta-se a quebra agravada e muito significativa do indicador coincidente do BdP no quarto trimestre de 2011 (variação homóloga de -3.2%, após -2% no trimestre anterior), apontando para

⁴ Destaca-se no diploma o facto de a obrigatoriedade de Operação Pública de Aquisição cair se for ultrapassado a participação de 33,34% no capital dos bancos, não só para o Estado acionista no âmbito deste programa, mas também para os acionistas privados no ato da recompra das ações do Estado aquando do desinvestimento público. Esta era uma exigência da Associação Portuguesa de Bancos que foi incorporada na versão definitiva do diploma. Salienta-se que falta ainda a publicação da portaria com "os termos e condições do investimento público", incluindo o limite de capital dos bancos a deter pelo Estado e a remuneração desse investimento público, que passa a assumir carácter prioritário na distribuição de lucros.

um andamento semelhante do PIB. O **indicador coincidente do consumo registou uma quebra ainda mais elevada** (4.3%, após uma descida de 3.4% no terceiro trimestre).

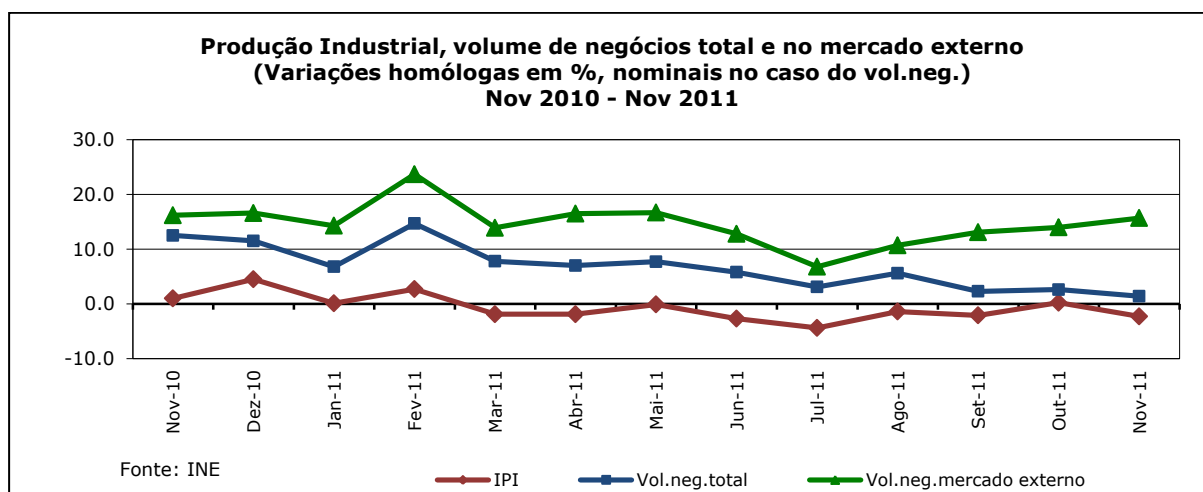


No que se refere a informação avançada, o **indicador de clima económico** do INE registou uma nova queda em dezembro (renovando o mínimo da série, iniciada em janeiro de 1989), o que aponta para um declínio reforçado da atividade económica nos próximos meses. Por componentes, a descida mais acentuada verificou-se no **indicador de confiança da indústria transformadora** (o único ainda acima do mínimo da série), seguido dos indicadores dos **serviços**, do **comércio**, da **construção** e dos **consumidores**.

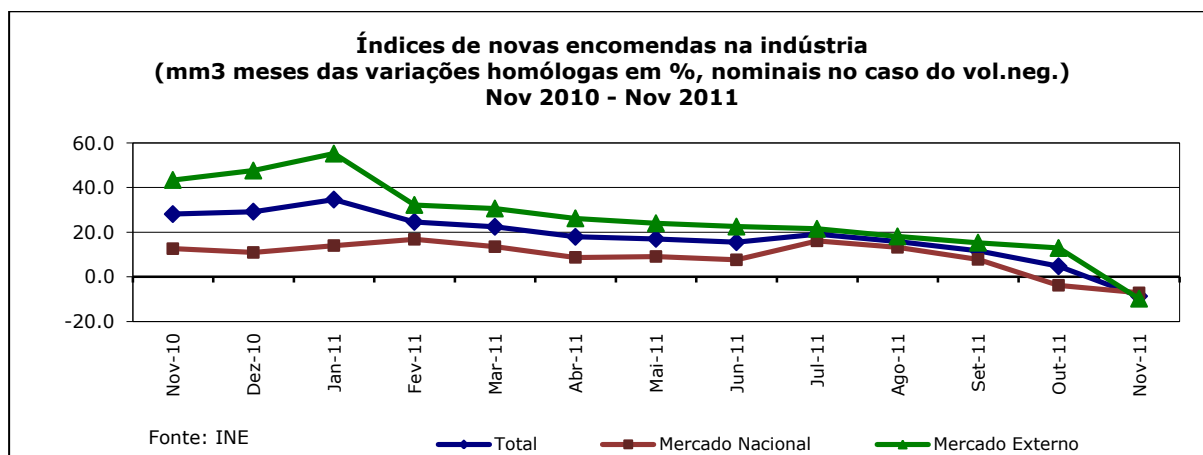


Quanto à **atividade industrial**, salienta-se, em **novembro** (dados revistos):

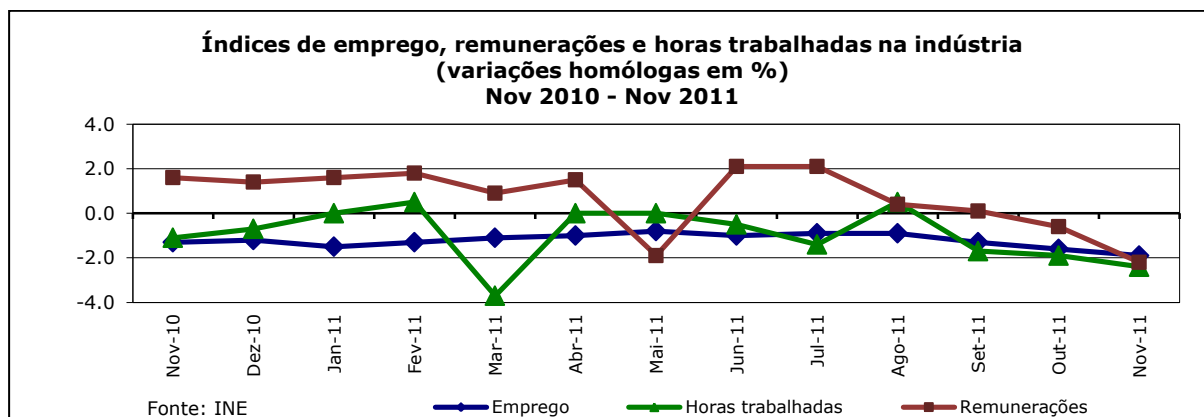
(i) A variação homóloga de -2.3% da **produção industrial** (0.2% em outubro; dados ajustados de efeitos de calendário) e de 1.4% do **volume de negócios**, que se distribuiu entre 15.7% no mercado externo e -7% no nacional (2.6%, 14% e -4% em outubro, respetivamente, em termos nominais); as variações em média anual situaram-se em -0.8% no índice de produção e 6.2% no volume de negócios (1.5% no mercado nacional e 14.4% no mercado externo);



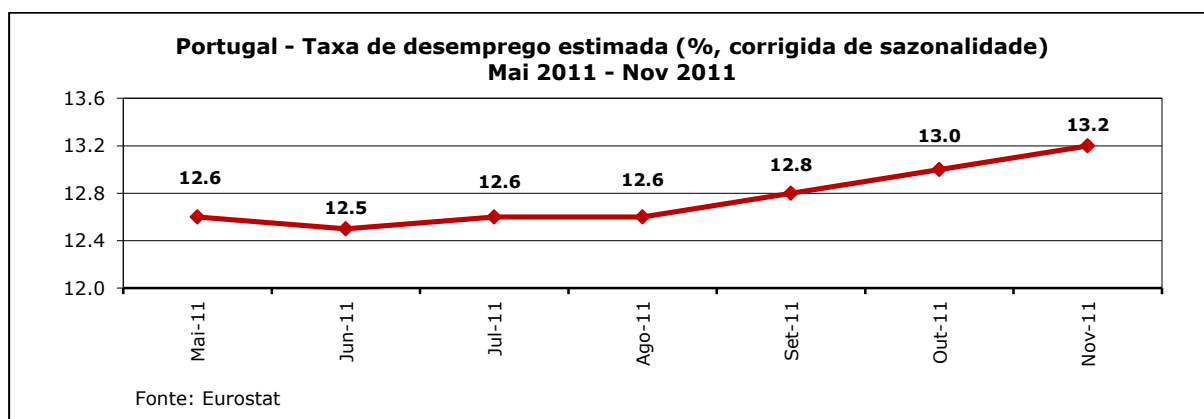
(ii) A variação homóloga de -8.7% das **novas encomendas industriais** no trimestre até novembro de 2011 (4.7% no trimestre até outubro), incluindo variações de -7.2% no mercado nacional (-3.8%) e de -9.8% no mercado externo (12.9%). O INE alerta que a quebra das encomendas decorre, pelo menos em parte, de um efeito de base (ocorrido principalmente no agrupamento de bens intermédios), dado o elevado crescimento verificado no trimestre até Novembro de 2010. Com efeito, as variações mensais (mais voláteis) das encomendas em Novembro foram positivas, especialmente no caso do mercado externo (9.8%, face a 5.8% no mercado nacional), que se espera continue a suportar a atividade industrial num futuro próximo, apesar de alguma perda de dinamismo associada ao abrandamento da procura externa relevante;



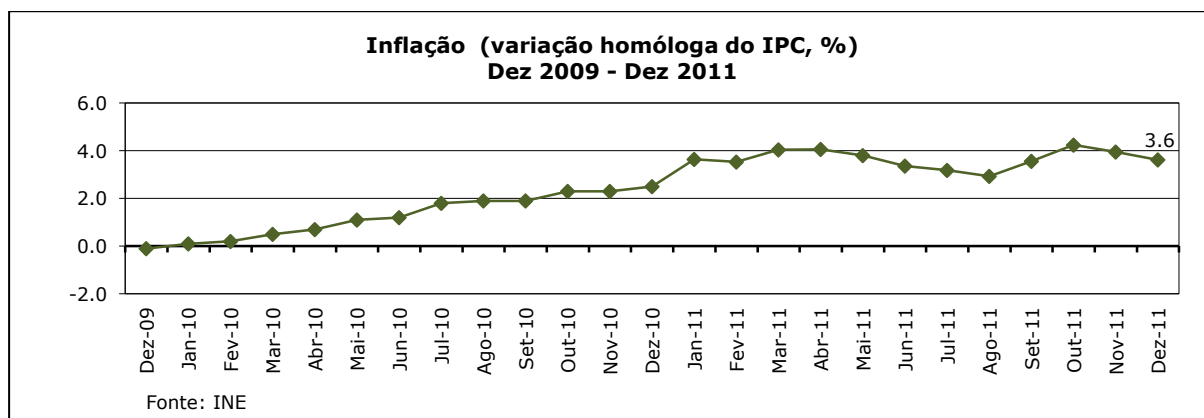
(iii) as variações homólogas de -1.9% no índice de **emprego** industrial, de -2.4% no índice de **horas trabalhadas** e de -2.2% no índice de **remunerações** (-1.6%, -1.9% e -0.6% em outubro, respetivamente, com ajustamento de calendário); em média anual, as variações foram de -1.2%, -1% e 0.6%.



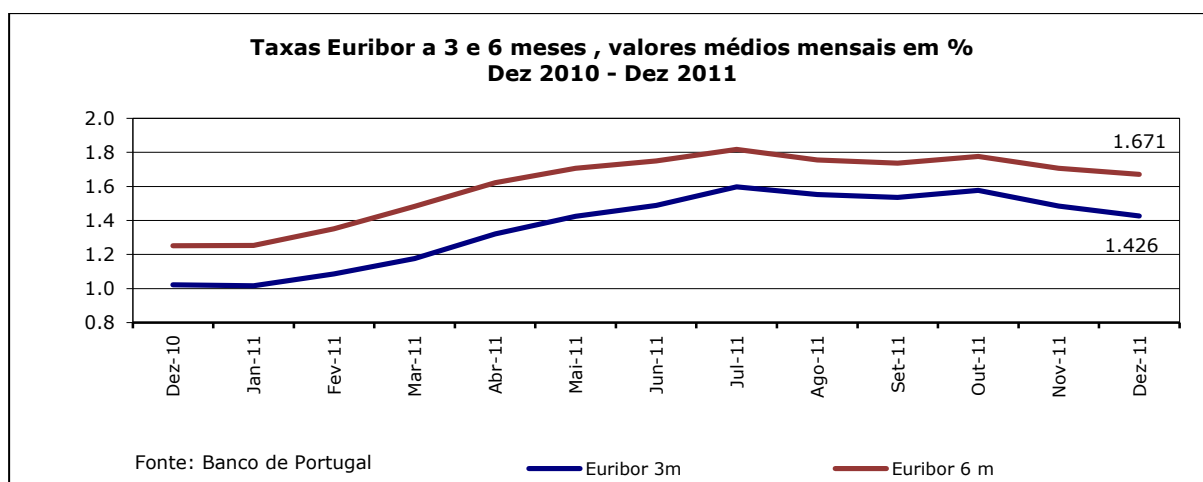
Em novembro, a **taxa de desemprego** portuguesa estimada pelo Eurostat aumentou para um novo máximo de 13.2% (após 13% em outubro; valores corrigidos de sazonalidade, numa série iniciada em 1983), distanciando-se ainda mais da média da zona do euro, que se manteve em 10.3%.



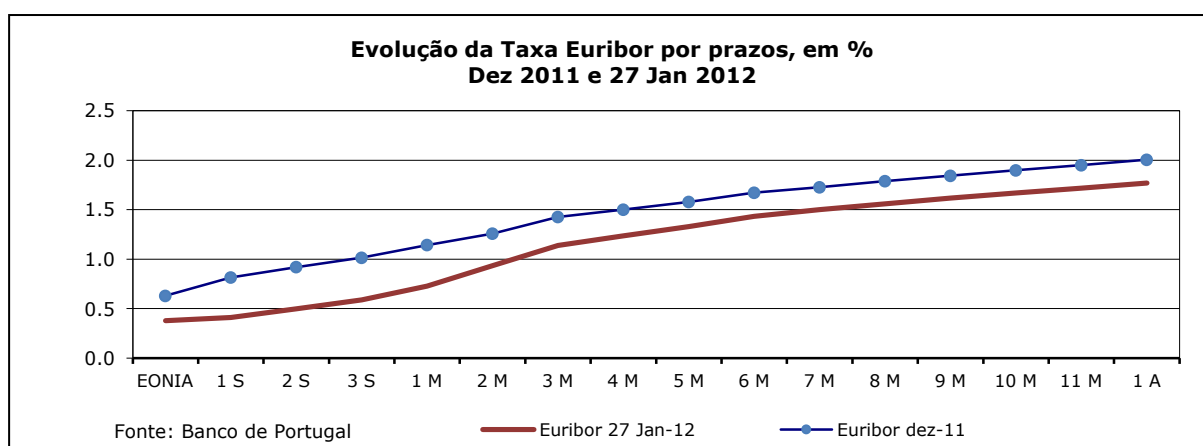
A taxa de **inflação** homóloga aferida pelo IPC diminuiu pelo segundo mês consecutivo em dezembro, para 3.6% (4% em novembro). Excluindo as componentes de energia e alimentação, a taxa de inflação homóloga desceu para 2.3% (2.1% em novembro). A variação média anual do IPC em 2011 foi de 3.7% (1.4% em 2010), um máximo de 10 anos. O IHPC registou uma evolução semelhante à do IPC (variação homóloga de 3.5% e média anual de 3.6%, o 5º valor mais elevado na Zona do euro).



No mercado monetário europeu, as **taxas Euribor** a 3 e 6 meses recuaram pelo segundo mês consecutivo em **dezembro** de 2011, tanto em média mensal (para 1.426% e 1.671%, respetivamente, após 1.485% e 1.706% em novembro) como em comparação de final de mês (1.356% e 1.617%, face a 1.473% e 1.701% no final de novembro), a refletir o novo corte das taxas oficiais do BCE e as medidas de reforço da liquidez na reunião de dia 8. A descida das taxas Euribor na parte final de 2011 não evitou um aumento significativo em comparação de final de ano (0.282 pontos percentuais, p.p., no prazo de 3 meses e 0.298 p.p. nos 6 meses, para 1.356% e 1.617%), que foi impulsionado pela subida das taxas diretoras do BCE em Abril e Julho, ainda no mandato de Jean-Claude Trichet.

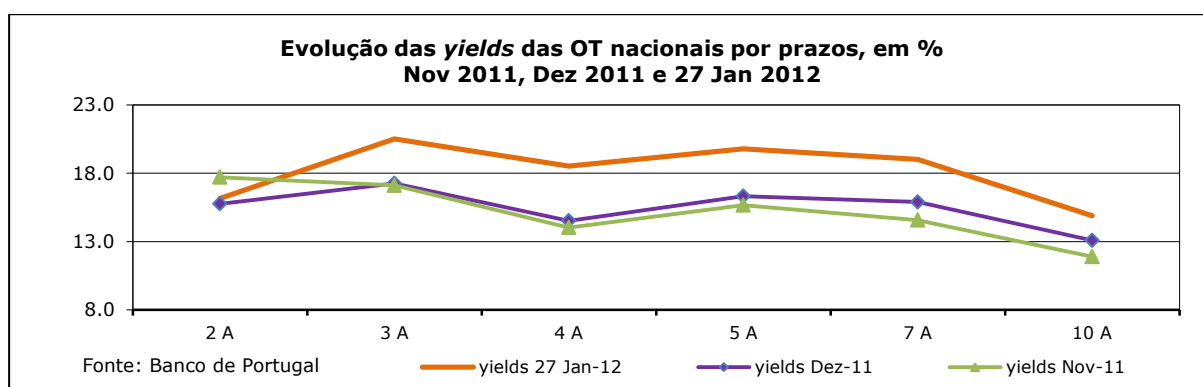


Já em **janeiro** de 2012, as taxas Euribor diárias prosseguiram em queda até dia 27 (para 1.138% no prazo de 3 meses e 1.433% nos 6 meses), em particular nas maturidades mais curtas, o que acentuou a **inclinação da curva de rendimentos**.

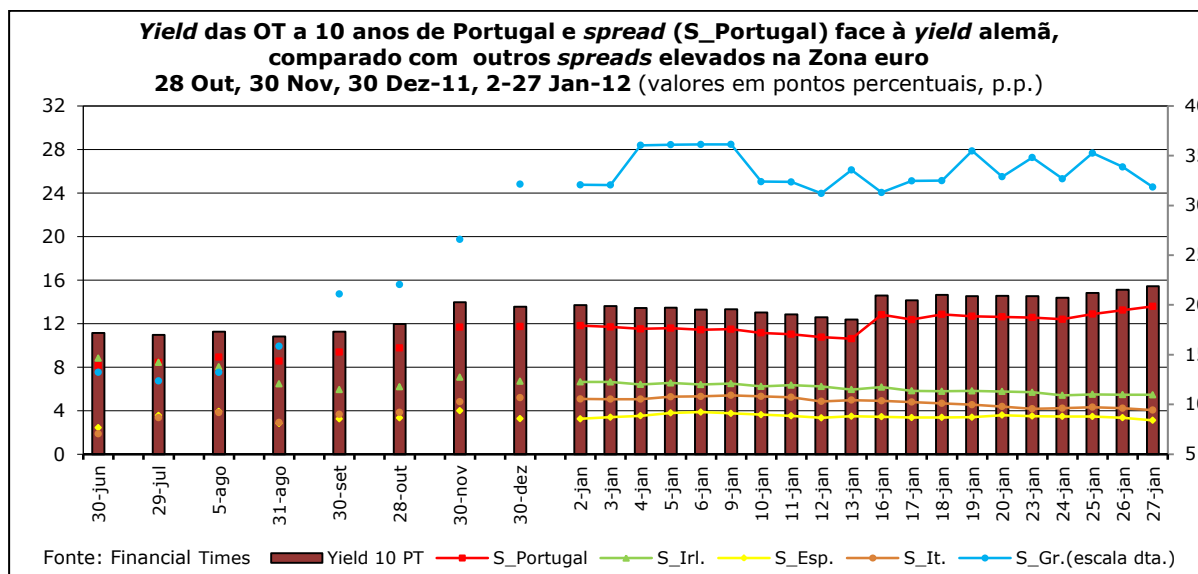


Em **dezembro** de 2011, as **yields** do mercado secundário de dívida pública portuguesa diminuíram em comparação de final de mês (para 14.66% nos 2 anos, 16.4% nos 5 anos e 13.39% nos 10 anos no dia 31, valores duas a três vezes e meia superiores aos registados no final de 2010), sobretudo nas

maturidades inferiores. Esta evolução acompanhou a generalidade dos mercados europeus, traduzindo uma recuperação da procura de dívida soberana pelos bancos europeus com a abertura de linhas de financiamento do BCE a 3 anos. Em média mensal, contudo, a descida das *yields* nacionais apenas ocorreu no prazo de 2 anos (para 15.76%), tendo-se voltado a registar um ligeiro agravamento nos prazos superiores (para 16.32% no prazo de 5 anos e 13.08% nos 10 anos), como se pode observar no gráfico abaixo. Já em **janeiro**, e após um movimento de descida na primeira quinzena do mês (até 11.43% nos 2 anos, 14.82% nos 5 anos e 12.2% nos 10 anos, no dia 13), as *yields* nacionais dispararam com o corte de *rating* da agência Standard and Poor's para o nível de dívida especulativa (o que exclui Portugal de índices mundiais de dívida e reduz a procura dos títulos) e os rumores de que Portugal irá precisar de um novo resgate e reestruturar a dívida, como a Grécia. No dia 27, as *yields* situavam-se em 16.15% nos 2 anos, 19.78% nos 5 anos e 15.31% nos 10 anos, registando máximos históricos nas maturidades de 4 e mais anos.



Na maturidade dos 10 anos, apesar da descida da *yield* nacional em **dezembro** em comparação de final de mês, o **prémio de risco** aferido pelo diferencial face à Alemanha registou um aumento muito ligeiro (11.73 pontos percentuais, p.p., no dia 30 de dezembro, após 11.67 p.p a 30 de novembro), que compara com uma subida acentuada na Grécia e variações pequenas nos outros países vulneráveis (descidas na Irlanda e Espanha e aumento em Itália). Em **janeiro**, depois de uma descida até 10.61 p.p. no dia 13, o prémio de risco nacional aumentou para um máximo de 13.58 p.p. no dia 27, na sequência do corte de *rating* da agência Standard and Poor's e dos rumores de que Portugal irá precisar de um perdão de dívida como a Grécia, isto apesar das autoridades europeias tratarem o caso grego como uma exceção e dos progressos verificados no programa de ajustamento português. Os *spreads* de Espanha, Itália e Irlanda, continuaram uma trajetória de descida mesmo após a decisão da agência, sobretudo nos dois últimos casos (o *spread* de Espanha aumentou no início do mês com o anúncio da derrapagem orçamental, corrigindo depois em baixa com as medidas de austeridade). No caso da Grécia, o prémio de risco oscilou com as notícias de avanços e recuos nas negociações para o perdão de dívida.



Na **bolsa nacional**, o índice de referência PSI-20 recuou pelo décimo mês seguido em **dezembro** (variação de 0.8% em comparação de final de mês, para 5494.27 pontos, face a uma subida de 1% no referencial europeu Euronext-100), tendo encerrado 2011 com uma perda de 27.6% (sensivelmente o dobro da descida registada no Euronext-100) e perto de mínimos desde 2002. Apenas três títulos do PSI-20 encerraram o ano com variações positivas (12.2% na Jerónimo Martins, 9% na EDP Renováveis e 4.9% na Cimpor), com as perdas a oscilarem entre 4% na EDP e 76.6% no BCP. Já em **janeiro**, o PSI-20 manteve uma tendência de descida (até 5434.89 pontos no dia 27, menos 1.1% face ao final de Dezembro), em contraste com a subida do Euronext (4% no mesmo período).

Quanto às **contas externas**, os dados mais recentes da Balança Corrente evidenciaram um défice de 10791 m.e. de janeiro a novembro de 2011, o que traduz uma redução homóloga de 28.6% (4324 m.e.), com melhorias nas principais componentes, exceto na balança de rendimentos. O excedente da Balança de Capital aumentou 38.9% (427 m.e.), para 1524 m.e..

A síntese de **execução orçamental** de janeiro a dezembro de 2011 (em Contabilidade Pública, ótica de caixa) mostrou um défice de 7195 m.e. no subsector Estado (11247.6 m.e. excluindo 3263.1 m.e. de transferência de fundos de pensões da banca e 790 m.e. de sobretaxa extraordinária de IRS), menos 50% que em 2010 (menos 21.2% sem as referidas receitas temporárias). A **receita** do Estado registou um aumento de 5250 m.e., com uma taxa de crescimento de 14.5% (3.3% sem as referidas receitas extraordinárias, abaixo da meta inicial de 6.7%), repartida entre 6% na receita fiscal (3.6% sem a sobretaxa extraordinária de IRS, face a uma meta orçamentada de 4.6%), e 82.5% na receita não fiscal (0.9% sem as transferências de fundos de pensões, muito abaixo da meta orçamental). A **despesa** registou uma variação de 1884 m.e., correspondendo a uma taxa de variação de -3.6%, que compara com uma meta de -1.5%. Esta variação resulta de um aumento de 5.5% na despesa de

capital comparável (após corrigir a antecipação para 2010 da entrega de material militar de 1000 m.e., senão a variação é de -21%), de 21.5% nos juros da dívida e de uma redução de 5% na despesa corrente primária (incluindo variações de -9.6% na despesa com pessoal e -5.3% nas transferências correntes). O saldo positivo dos Serviços e Fundos Autónomos diminuiu em 2011 (1192.1 m.e., para 903 m.e.), com a quebra de 3.7% na despesa (onde se destaca a redução na despesa do SNS) a ser superada pela descida de 7.9% na receita, a refletir a compensação relativa à transferência do Fundo de Pensões da PT, que teve um impacto significativo em dezembro de 2010. Na Segurança Social, o excedente também diminuiu em 2011 (260 m.e., para 429 m.e.), traduzindo variações de -0.3% na despesa e -1.3% na receita. O saldo agregado dos três subsectores referidos melhorou, assim, de -11495 m.e. em 2010 para -5863 m.e., traduzindo uma redução do défice para quase metade.

Na análise da Unidade Técnica de Apoio Orçamental (**UTAO**) da Assembleia da República à execução orçamental de 2011, é salientado que, excluindo medidas extraordinária, "o défice de 2011 foi superior ao orçamento inicial em 1893 milhões de euros", para o que "contribuiu sobretudo a insuficiente execução da receita não fiscal", designadamente a relacionada com a emissão de licenças de rede móvel 4G, e as contribuições para a Segurança Social. Para a UTAO, a suborçamentação das despesas com pessoal e das transferências correntes e de capital "justificou a maioria dos desvios da despesa face ao Orçamento do Estado inicial". Estes desvios terão contribuído para a apresentação da segunda alteração ao OE 2011. No saldo final, contudo, o Executivo cortou na despesa mais do que estava previsto (menos 1700 m.e.), mas a receita também ficou muito aquém do esperado. A UTAO sublinhou ainda que Portugal continua a não cumprir a meta inscrita no Memorando de entendimento de não acumulação de dívidas em atraso, tendo o *stock* de pagamentos em atraso aumentado 760 m.e. entre Junho e Novembro.

CIP/DAE – Nuno Torres
elaborado com informação até 30/01/2012
Conj Econ_Janeiro 2012.docx