

Análise Mensal

12 de Abril de 2011

Mercados Financeiros

DINÂMICA POSITIVA

- ▶ Os dados globais reforçam a consolidação do bom momento da economia mundial. Nos EUA, o mercado de trabalho, até recentemente, o elo mais fraco da retoma económica, demonstra sinais de vitalidade, com queda significativa da taxa de desemprego. Falta a recuperação do mercado imobiliário, que tenderá a prolongar-se. O efeito do encerramento de fábricas no Japão poderá interromper o fornecimento de componentes e peças para equipamentos electrónicos e automóveis, mas não se antecipa perturbações no ciclo económico global. O sobre-aquecimento continua a dominar as preocupações nas economias emergentes, muito embora as autoridades estejam a adoptar políticas monetárias restritivas. A inflação revela aceleração, sobretudo induzida por subidas de preços de energia e matérias-primas. Efeitos de segunda ordem, os responsáveis pela geração de tensões inflacionistas, permanecem afastados.
- ▶ O euro mantém o seu ascendente face ao dólar, a despeito da crise da dívida soberana, impulsionado pelo movimento esperado de normalização de taxas directoras por parte do Banco Central Europeu (BCE). Recentemente, as autoridades americanas reconheceram o impacto assumido da política monetária expansionista no enfraquecimento da moeda local, apoiando a retoma económica. Perante o enquadramento de políticas económicas nos dois lados do Atlântico, apesar das boas perspectivas de crescimento para os EUA, superiores às europeias, o euro deverá permanecer forte face à moeda norte-americana.
- ▶ O BCE inaugurou o processo de normalização da taxa de refinanciamento, devendo trazê-la para 2% ao longo dos próximos três trimestres. Nos EUA, discute-se a possibilidade das medidas quantitativas não serem prolongadas para além de Junho, embora subida da taxa de referência esteja fora das previsões. Deste modo, as taxas de juro de curto prazo na Europa deverão continuar a subir acompanhando os movimentos do BCE. Nos EUA, este percurso ainda não está a ser trilhado; porém, a eventual interrupção da política quantitativa tenderá a implicar uma reavaliação das expectativas de evolução das taxas de juro de curto prazo.
- ▶ As curvas de rendimentos na Europa e EUA deslocaram-se para cima, tendo-se reduzido a sua inclinação. Esta diminuição do gradiente decorre de expectativas de subida de taxas de juro de curto prazo, embora com estabilização da inflação. O mercado de dívida a taxa fixa é um segmento afectado pelo aumento das taxas de juro de curto prazo e pelo fortalecimento das expectativas económicas, que favorecem maior tomada de risco. O grande elemento perturbador no mercado de dívida pública continua a ser a crise soberana europeia, com a forte deterioração dos *spreads* portugueses. Os novos mecanismos de resolução continuam a ser entendidos pelos investidores como insuficientes para a debelação desta ou crises idênticas.
- ▶ A dívida diversa encontra-se, presentemente, a transaccionar com níveis de prémio de risco sem significativa possibilidade de ganhos. A atracção da rendibilidade perdeu-se nos últimos tempos, enquanto a aversão ao risco aumentou, favorecendo activos mais arriscados como as acções. Estes argumentos poderão igualmente explicar a dinâmica de curto prazo que se adivinha no que respeita à dívida pública de países emergentes.
- ▶ O mercado accionista acaba de viver o seu melhor primeiro trimestre em mais de uma década e os argumentos fundamentais continuam a ser-lhe favoráveis. Os resultados das empresas e a actividade económica de base apresentam-se optimistas. As empresas continuam a dispor de elevados meios libertos, os quais têm promovido o movimento de fusões e aquisições e de compra de acções próprias. São uma classe de activos menos sensível à subida de taxas de juro (significam que a actividade económica melhora: bom sinal para a vida das empresas) e mais resistente à eventual aceleração da inflação.

Cristina Casalinho
Paula Gonçalves Carvalho
Agostinho Leal Alves
Susana de Jesus Santos
Teresa Gil Pinheiro

DINÂMICA POSITIVA

A actividade económica revela sinais de vitalidade. A inflação acelera sobretudo por via da subida de preços de energia e matérias-primas. As autoridades europeias apostam em readquirir margem de manobra ao nível da política monetária, elevando a sua taxa directora. Nos EUA, este debate encontra-se ainda atrasado. As taxas de juro de curto e longo prazo deverão continuar a subir, mais na Europa que nos EUA, devendo as curvas de rendimento reduzir a inclinação. Os principais argumentos económicos favorecem as acções, mas não nos podemos esquecer do contexto de incerteza relativamente aos efeitos depressivos do aumento de preços bem como as estratégias de consolidação fiscal e normalização das taxas de juro. Ao nível das economias emergentes, está por assegurar a capacidade das autoridades em promover um arrefecimento controlado.

DEPARTAMENTO DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS

Cristina Casalinho
Paula Gonçalves Carvalho
Susana de Jesus Santos
Teresa Gil Pinheiro

Dir. Coordenadora
SubDirectora

ANÁLISE TÉCNICA
Agostinho Leal Alves

Tel.: 351 21 310 11 86

Fax: 351 21 353 56 94

Email: deef@bancobpl.pt

www.bancobpl.pt

www.bplinvestimentos.pt/Research

ÍNDICE	Pág.
Principais Economias: Perspectivas e factores de risco	04
Principais Mercados: Recomendações	06
TEMAS ECONÓMICOS EM DESTAQUE	
ECONOMIA NO RESTO DO MUNDO SOMA E SEGUE... EMBORA OS SINAIS DE ABRANDAMENTO DESPONTEM	07
PORTUGAL - RISCOS ACENTUADOS PARA O CENÁRIO DE MÉDIO PRAZO	09
PORTUGAL - REVISÃO EM ALTA DO DÉFICE E DÍVIDA PÚBLICA	11
BANCO DE ESPANHA: RETOMA COM RISCOS NEGATIVOS	12
LATAM: POR ENQUANTO INDIFERENTE ÀS TURBULÊNCIAS DO MUNDO	14
MERCADOS FINANCEIROS EM REVISTA	
MERCADO CAMBIAL	
A ATRAÇÃO DE MOEDAS ALTERNATIVAS	17
MOEDAS DOS EMERGENTES: REGRESSO DO RISCO PODE SER PREJUDICIAL	18
MERCADO MONETÁRIO	
ABREM-SE NOVOS CICLOS	19
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA	
OS MERCADOS <i>NICHT LIEBEN</i> PORTUGAL	20
MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA	
CRISE DA DÍVIDA PÚBLICA PERIFÉRICA PENALIZA EMPRESAS PORTUGUESAS	22
MERCADOS ACCIONISTAS	
A TENDÊNCIA COMPRADORA MANTÉM-SE	23
MERCADO DE COMMODITIES	
REGRESSOU A SUBIDA DOS PREÇOS	24
PREVISÕES	
Previsões Económicas do BPI	25
Previsões Económicas Previsões Económicas dos Mercados Emergentes	26
Previsões para as Taxas de Câmbio Previsões para as Taxas de Juro	27
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	28
Previsões para as Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes Previsões para as Taxas de Juro dos Mercados Emergentes	29
OPINIÃO	
O QUE A GRÉCIA PODE ENSINAR A PORTUGAL SOBRE UM PROGRAMA DE APOIO INTERNACIONAL?	31
DO FUNDO EUROPEU DE ESTABILIDADE FINANCEIRA AO MECANISMO EUROPEU DE ESTABILIDADE	38
ESTIMATIVA DAS NECESSIDADES IMEDIATAS DE LIQUIDEZ E DO CUSTO COM OS JUROS DA DÍVIDA PÚBLICA EM 2011 (*)	40
PORTUGAL - PROGRESSOS NA CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL	45
MERCADO DO PETRÓLEO - ACTUALIZAÇÃO DO ARTIGO DE NOVEMBRO DE 2010	50
BASES DE DADOS	55

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

- Global** A actividade económica global continua a assentar sobretudo no dinamismo das maiores economias emergentes (com a China e Brasil à cabeça), e na recuperação moderada dos principais blocos económicos do Ocidente (EUA e UEM). O ciclo de produção manufactureira/comércio internacional permanece em marcha mas algumas tendências, nomeadamente dos índices de confiança, parecem não ser sustentáveis, podendo avizinhar-se uma fase de correcção. Os recentes acontecimentos no Japão (sismo e maremoto seguido por acidente nuclear) acentuam esta possibilidade, dado o peso do país como fornecedor importante de componentes industriais. Assim, após o dinamismo considerável dos primeiros três meses do ano, poderá ocorrer uma desaceleração da actividade.
- O movimento de alta dos preços dos bens alimentares e principais matérias-primas, sobretudo o petróleo, induzirá o aumento generalizado das taxas de inflação em 2011, devendo posteriormente retroceder, reflectindo folgas significativas que ainda persistem. Todavia, a escalada do preço do petróleo e a sua sustentação em níveis historicamente elevados poderão no limite causar recessão entre as economias importadoras líquidas, tal como aconteceu no passado.
- Riscos:** São sobretudo negativos para o crescimento e de subida para a inflação. Relacionam-se com a capacidade ou não da zona euro encontrar soluções para a crise da dívida soberana; com o êxito dos estímulos fiscais norte-americanos e recuperação do mercado de trabalho; com o impacto na procura agregada da tendência de subida acentuada de preços dos bens alimentares e energéticos; e, por fim, com as consequências dos acontecimentos de Março no Japão e com a capacidade das autoridades chinesas em conterem os riscos de sobreaquecimento.
-
- EUA** Em 2011, o crescimento económico deverá rondar 3% em termos médios anuais, ainda que em grande parte assente nas sucessivas medidas de apoio ao crescimento.
- O Orçamento da Administração norte-americana para 2012 projecta que o deficit público este ano alcance 10.9% do PIB, o maior desequilíbrio de sempre, reflectindo já a expectativa de desaceleração da receita.
- Relativamente aos indicadores económicos recentes, pela negativa, destacam-se os indicadores do mercado imobiliário, pois os preços aceleram a queda e a actividade retrai-se de novo; pela positiva, ainda que careça de confirmação, salienta-se o mercado de trabalho.
- Riscos:** O facto de a consolidação fiscal não fazer parte das prioridades da Administração Norte-americana poderá constituir um dos principais elementos de incerteza e factor de risco para os próximos anos (a trajectória da dívida torna-se insustentável a partir de 2020, quando a geração dos baby-boomers entra na idade de reforma). Outros factores de incerteza prendem-se com a recuperação do mercado imobiliário e de trabalho.
-
- Japão** O Governo nipónico estima que os danos públicos e privados infligidos directamente pelo sismo/maremoto ascenderão a JPY 16-25 biliões, equivalente a cerca de 3 a 4% do PIB. O impacto na actividade económica é ainda incerto, pois a reconstrução de todas as infra-estruturas destruídas arrastar-se-á e, a curto prazo, importa também resolver estrangulamentos importantes transversais a toda a economia, por exemplo a escassez de electricidade.
- No curto prazo, o impacto será certamente negativo, atendendo à interrupção de uma parte significativa da actividade industrial; a médio prazo, toda a actividade de reconstrução poderá induzir um estímulo, ainda que pontual, à actividade económica.
- Discute-se a forma de financiar os custos de reconstrução. Dados os constrangimentos conhecidos da economia nipónica, que ainda balança à beira da deflação, parece pouco provável um aumento de impostos para financiar este acréscimo de despesa. Pelo que a opção deverá recair sobre o agravamento da Dívida Pública (estimada em torno dos 220% do PIB), o que poderá despertar alguns receios entre os investidores internacionais.
- Riscos:** a globalidade do impacto dos acontecimentos de 11 de Março poderá estar a ser sub-estimada, incluindo a questão energética dada a importância da energia nuclear como fonte de energia primária.
-
- A.Latina** A região apresenta perspectivas de crescimento fortes para 2011, continuando a beneficiar de uma aceleração da procura interna em alguns países, que ainda reflecte o efeito desfasado das medidas de estímulo implementadas na crise; enquanto que outras economias beneficiam de um cenário favorável em termos da procura mundial de *commodities*.
- Riscos:** Na vertente doméstica, há a destacar o risco inflacionista, que decorre do forte crescimento dos países da região, o que tem obrigado à subida de taxas de juro por parte de vários bancos centrais. Este factor poderá ser exacerbado pelo efeito da forte subida do preço do petróleo. A isto acresce o risco de deterioração dos termos de troca, fortemente dependentes da evolução da procura chinesa.
-

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco (continuação)

-
- Zona Euro** Nos países do centro da Europa, nomeadamente Alemanha e França, o teor dos indicadores económicos permanece muito positivo. O comportamento dos índices prospectivos, conjugado com dados parcelares de actividade e de confiança, sugerem que ambas as economias poderão registar um ritmo muito expressivo de crescimento nos primeiros meses do ano: em torno de 1% em cadeia. Recorde-se que a primeira estimativa do PIB Europeu relativamente ao 1T11 deverá ser apenas divulgada no decorrer do mês de Maio.
- Na Alemanha, os indicadores de actividade mais recentes parecem confirmar o alastramento do ciclo de expansão à procura interna, designadamente ao consumo e investimento privados.
- Pela negativa, continuam a evidenciar-se as economias periféricas afectadas pela crise de dívida soberana da Europa.
- Riscos:** Alteração prematura ou demasiado agressiva da política monetária na Europa, regresso da turbulência aos mercados financeiros, aumento das restrições ao financiamento; arrefecimento externo mais acentuado.
-
- R. Unido** A estimativa final para o crescimento da economia no último trimestre de 2010 confirmou uma contracção de 0.5% em cadeia. No conjunto do ano, a economia avançou 1.3%, depois de no ano anterior ter registado uma contracção de cerca de 5%. Os dados relativos ao primeiro trimestre sugerem o retorno a taxas de crescimento positivas. Com efeito, os indicadores de actividade dos sectores das manufacturas e serviços sugerem robustez da actividade do lado da oferta. No sector das manufacturas, o respectivo PMI desacelerou para 57.1 em Março contra 60.9 em Fevereiro, mantendo-se, todavia, em níveis elevados. Também relevante é o facto do sub-índice que avaliam o mercado de trabalho e as exportações continuarem em níveis robustos. No sector dos serviços, o PMI melhorou para 57.1 contra 52.6. Ainda assim, persiste alguma incerteza quanto à evolução da actividade, sobretudo, no que se refere à evolução do consumo. A taxa de inflação continua a apresentar uma tendência ascendente, tendo atingido 4.4% em Fevereiro.
- O Banco de Inglaterra poderá anunciar o primeiro movimento de subida de taxas na reunião do comité de política monetária de Maio. Possivelmente o aumento será de 25 pontos base, colocando a taxa *repo* em 0.75%. Apesar da inversão do ciclo, as taxas manter-se-ão em níveis considerados acomodatórios durante 2010, não restringindo o crescimento.
- Riscos:** Receios de formação de um clima de maior instabilidade no sector financeiro - os inquéritos realizados ao mercado de crédito continuam a revelar fraqueza na oferta/procura de crédito - poderá pesar nas decisões do banco central.
-
- Portugal** O quadro de indicadores económicos recentes aponta no sentido de travagem da procura interna, mantendo-se o sector externo e os sectores domésticos mais expostos ao exterior com comportamento mais favorável.
- O cenário de recessão em 2011 afigura-se inevitável. Portugal depara-se com uma crise de liquidez, associada ao despertar de percepções junto dos investidores não-residentes de dificuldades em sustentar os actuais níveis de endividamento. A superação desta crise implica a redução imediata das necessidades de financiamento da economia nacional e, conseqüentemente, a contracção da procura interna. O Estado português deverá concretizar as medidas de austeridade propostas para 2011. As famílias, com diminuição do rendimento disponível, deverão retomar uma tendência mais inequívoca de incremento da poupança. As empresas continuarão a dar o seu contributo mediante retracção do investimento. Ou seja, dificilmente Portugal evitará uma contracção do produto. As perspectivas são de que a queda do PIB ronde os 1.5%.
- A crise política e a tomada de consciência por parte da generalidade dos agentes económicos (famílias e empresas) da gravidade da situação em termos de cumprimento imediato das responsabilidades do Estado, deverão pesar significativamente sobre o andamento da confiança nos meses mais próximos, podendo a contracção da actividade exceder as actuais expectativas.
- Destaque para a revisão do cenário do Banco de Portugal para a economia portuguesa, que antecipa uma queda do produto em 1.4% este ano e uma ligeira recuperação de 0.3% em 2012. Todavia, os riscos são acentuadamente negativos, dada a necessidade de reforçar as medidas de consolidação orçamental (sobretudo em 2012) e a probabilidade de que as condições de financiamento bancário se tornem mais restritivas.
- Riscos:** A aceleração do processo de consolidação fiscal poderá gerar um impacto mais negativo que o previsto, a curto prazo, ainda que a médio prazo deva suportar a actividade económica.
-

Principais Mercados: Recomendações

M. Cambial	Os principais câmbios deverão continuar a evoluir ao sabor dos dados económicos relevantes, formando-se expectativas quanto ao cenário económico e às políticas monetárias necessárias. Neste âmbito, a diferença nas políticas monetárias dos dois lados do Atlântico tem sido determinante para a evolução do EUR/USD, que tem formado uma dinâmica de curto prazo de subida. Assim, nas operações intra-diárias deverá privilegiar-se este movimento ascendente; na actuação de curto e médio prazo, para além de se aconselhar atenção redobrada nos níveis de suporte e de resistência construídos, aconselha-se a aposta na formação de movimentos de correcção em consequência possíveis tomadas de proveitos. De facto, a actual situação de exaustão de sobrecomprado de euros (sobrevendido de dólares) dá indicação do surgimento para breve de um movimento de correcção após o registo de novos valores máximos. No USD/JPY, após as intervenções no âmbito do G-7, começou a desenhar-se a inversão de tendência prevista por nós, havendo espaço para prosseguir a correcção do valor do iene. O mesmo se passa no EUR/CHF. O CHF é nitidamente uma moeda sobreavaliada.
M. Monetário	Até ao final do ano, antecipamos que o BCE anuncie dois aumentos de 25 pontos base, colocando a taxa directora em 1.75%. A actual avaliação das taxas de juro implícitas na curva de rendimentos de curto prazo incorpora um cenário idêntico (os futuros da taxa Euribor incorporam a subida de 50 pb até Dezembro). Dada a actual estrutura da curva de rendimentos, recomendamos aplicações por prazos mais curtos e recurso a financiamento nos prazos longos.
Dív. Púb.	Apesar da recente subida das taxas de juro nos principais mercados, Alemanha e EUA, não se espera que esta tendência acentuada de subida se mantenha, sendo expectável, sobretudo, um aumento gradual das taxas de juro. Mais que deslocamento para cima das curvas de rendimentos, nos próximos tempos, antecipa-se uma redução da inclinação das curvas de rendimento, porque o que ainda determina a elevação das taxas de curto prazo é a necessidade da sua normalização e não uma política monetária restritiva. Se assistirmos a uma execução orçamental em linha com o orçamentado, podemos também assistir uma descida gradual dos diferenciais de taxa de juro nos países periféricos.
Dív. Div.	As condições de acesso ao mercado mantêm-se favoráveis, persistindo um clima de elevada liquidez e baixas taxas de juro. O nível de emissões apresenta-se elevado, particularmente emissões do sector financeiro, que possui abundantes necessidades de refinanciamento. No cenário central, antecipa-se a manutenção deste ambiente favorável. As empresas com maior exposição ao ciclo, principalmente aos mercados emergentes, EUA e Alemanha poderão beneficiar de uma diminuição da aversão do risco. Da mesma forma, as empresas de mercados periféricos com maior exposição à actividade internacional poderão vir a beneficiar de melhores condições de acesso a financiamento externo, melhoria condicionada pela evolução do mercado de dívida soberana.
Acções	Acredita-se que as acções continuam a apresentar potencial de valorização, na medida em que: a retoma económica se manifesta sustentável (embora os ritmos de crescimento no mundo desenvolvido sejam mais lentos que em recuperações passadas); as condições de liquidez são propícias; os balanços das empresas são robustos; antecipa-se intensificação de actividade corporativa ao nível de fusões e aquisições, compra de acções próprias ou aumento de dividendos; e existe valor relativo face às alternativas tradicionais. No curto prazo, a gestão das carteiras deverá continuar a ser à vista, de acordo com o sentimento de mercado em geral e dos vários sectores em particular, que evolui de acordo com as informações macro e microeconómicas mais relevantes. Os resultados do 4ºT10 e da totalidade de 2010 confirmam que há potencial de crescimento no sector financeiro, energia (petróleo e gás), bens industriais e tecnológicas.
M. Emerg.	Embora sejam grandes os riscos de intervenção das autoridades locais contra as suas moedas, para além de poderem ser introduzidas medidas adicionais de controlo de liquidez e de entrada de capitais, confirma-se a firmeza das moedas das economias emergentes. Deste modo, não nos parece ser necessário a introdução de coberturas nas operações de troca (quanto muito coberturas parciais). Continuamos a encarar estas moedas como investimento, no contexto de uma carteira diversificada, em linha com a manutenção dos fortes fluxos de capitais previstos para 2011. Entretanto, será necessário observar as consequências da actual escalada dos preços das matérias-primas e ainda a situação no Médio Oriente: incerteza quanto ao andamento económico em várias partes do mundo poderá fazer diminuir o investimento externo.
Commodities	Com o acentuar das expectativas relativamente ao ciclo de alta dos preços das matérias-primas em 2011 (agora com o surgimento do factor geoestratégico), a prática defendida continua a ser a de constituição de <i>stocks</i> , aproveitando os normais e habituais períodos de correcção dos preços, quando tal for física e economicamente possível. É o caso dos bens alimentares, dado o risco de regresso à pressão nos preços. Deverão acentuar-se as operações de cariz mais financeiro/especulativo. Os metais preciosos poderão continuar a ser, por mais algum tempo, investimentos de refúgio.

ECONOMIA NO RESTO DO MUNDO SOMA E SEGUE...EMBORA OS SINAIS DE ABRANDAMENTO DESPONTEM

Se excluirmos os recentes trágicos acontecimentos no Japão, as dificuldades sentidas nos países periféricos da UEM afectados pela crise de dívida soberana, e o conflito que grassa no Norte de África, **os sinais e as principais tendências observadas nas principais zonas económicas mundiais - EUA e União Europeia - continuam auspiciosos. De facto, alguns índices de confiança persistem em atingir novos máximos, o que só por si poderá indiciar a proximidade de uma certa exaustão da tendência.**

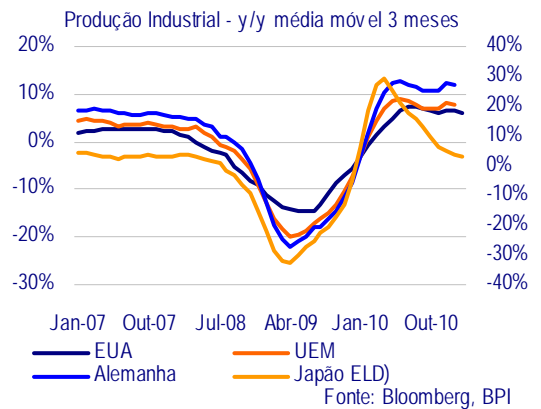
Nos Estados Unidos, o mercado imobiliário parece estar a ensaiar uma nova fase de ajustamento (leia-se, queda), pois os indicadores de actividade recuaram de novo para níveis mínimos e os preços estão em queda desde Outubro: o índice S&P Case Shiller compósito das 20 maiores cidades, recuou 3% em Janeiro. Todavia, **nos restantes sectores da actividade económica os indícios são mais auspiciosos, nomeadamente no mercado de trabalho:** em Março, a criação de emprego excedeu as expectativas, +216 mil postos de trabalho, a maior parte dos quais no sector privado, e a taxa de desemprego resvalou para 8.8% um valor ainda elevado mas abaixo dos valores recorde recentes. Entretanto, **o consumo e rendimento das famílias têm evoluído também favoravelmente. De destacar a revisão em alta da taxa de crescimento do PIB no último trimestre de 2010, para 3.1% (valor final) face a 2.8% anterior,** graças a um reforço dos níveis de investimento por comparação com o relatório preliminar, quer relativamente a estruturas empresariais quer investimento imobiliário.

As consequências globais dos acontecimentos de 11 de Março no Japão - sismo seguido de maremoto e acidente nuclear - continuam ainda por aferir, podendo reflectir-se negativamente sobre a actividade industrial num futuro não muito distante, não só nos Estados Unidos como nos países em que o sector industrial mais contribui para a actividade económica, nomeadamente a Alemanha. De facto, o Japão é um importante fornecedor de componentes industriais, nomeadamente na indústria automóvel. Este impacto deverá ser diluído no tempo atendendo à existência de alguns stocks, ainda que este factor tenha um impacto imprevisível dada a tendência de redução ao mínimo.

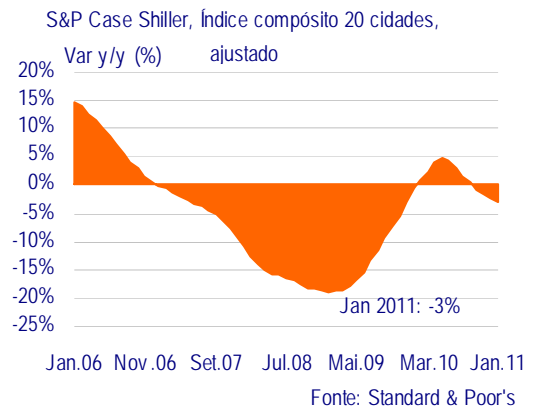
Os efeitos desta catástrofe na economia nipónica são ainda difíceis de antever, tal a dimensão dos danos não só físicos como também humanos. **O Governo nipónico estima que os danos públicos e privados infligidos directamente pelo sismo/maremoto ascenderão a JPY 16-25 biliões, equivalente a cerca de 3 a 4% do PIB.** O impacto na actividade económica é ainda incerto pois a reconstrução de todas as infra-estruturas destruídas - pontes, estradas, vias férreas, estruturas de saneamento, etc - arrastar-se-á durante um período alargado e, a curto prazo, importa também resolver estrangulamentos importantes transversais a toda a economia, por exemplo a escassez de electricidade. No curto prazo, o impacto será certamente negativo, atendendo à interrupção de uma parte significativa da actividade industrial; a médio prazo, toda a actividade de reconstrução poderá induzir um estímulo, ainda que pontual, à actividade económica. No próximo World Economic Outlook de Abril, o FMI deverá já incluir uma estimativa mais apurada destes impactos.

A questão coloca-se também na forma que será escolhida para o financiamento dos custos com a reconstrução do país, sobretudo atendendo a que as autoridades deverão continuar a ter presente a necessidade de o enquadrar num plano de médio prazo de redução do endividamento público. Dados os constrangimentos conhecidos da economia nipónica, que ainda balança

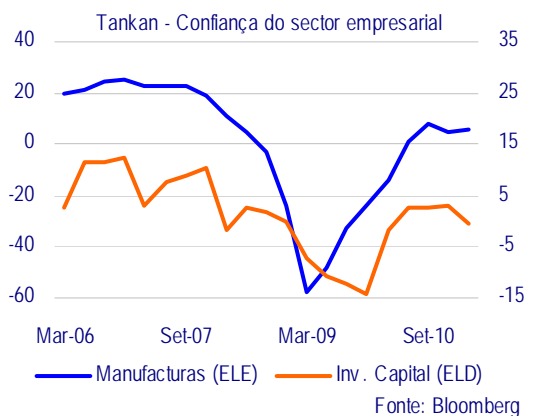
O sector Industrial mantém ritmos de expansão expressivos: Japão 3%; EUA 6.3%; UEM 7%; Alemanha 12%



EUA: Preços das casas ensaiam nova correcção e registam quedas crescentes desde Outubro; em Janeiro corrigiram 3%



Japão : O índice Tankan, que afere a confiança do sector empresarial, ainda não deverá reflectir na sua plenitude os acontecimentos de 11 de Março



Temas económicos em destaque

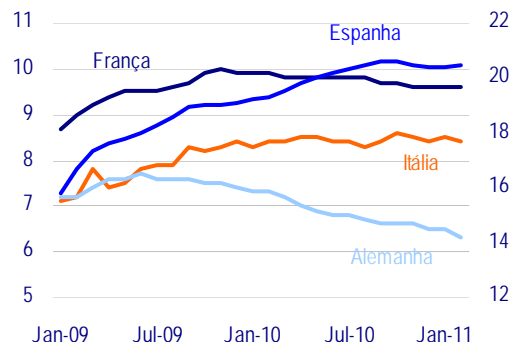
ECONOMIA NO RESTO DO MUNDO SOMA E SEGUE...EMBORA OS SINAIS DE ABRANDAMENTO DESPONTEM (continuação)

à beira de uma situação de deflação, parece pouco provável um aumento de impostos para financiar este acréscimo de despesa. **Pelo que parece inevitável que a opção recala sobre o agravamento da Dívida Pública (estimada em torno dos 220% do PIB), tanto mais que as famílias ainda vão dispor de uma ampla poupança para acomodar esse aumento.**

▫ **Nos países do centro da Europa, nomeadamente Alemanha e França, o teor dos indicadores económicos permanece muito positivo**, embora alguns índices prospectivos pareçam ter indiciado uma tendência de correcção. De facto, descontando a recente tendência de sobre-estimação da actividade económica pelos habituais indicadores avançados (IFO, PMI, INSEE, etc, cujo comportamento e correlação histórica com o PIB sugerem ritmos de expansão na ordem dos 5-6%), **o seu comportamento recente conjugado com dados sectoriais parcelares de actividade e de confiança sugerem que ambas as economias poderão registar um ritmo muito expressivo de crescimento nos primeiros meses do ano: em torno de 1% em cadeia.** Recorde-se que a primeira estimativa do PIB Europeu relativamente ao 1T11 deverá ser apenas divulgada no decorrer do mês de Maio.

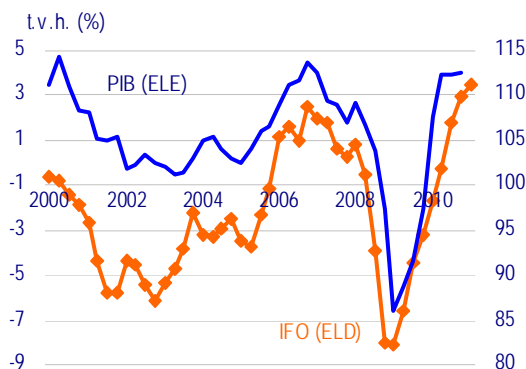
▫ **De destacar, no sentido positivo, que os indicadores de actividade mais recentes parecem confirmar o alastramento do ciclo de expansão à procura interna, designadamente na Alemanha. Relativamente ao consumo privado,** é de destacar o ritmo de expansão da actividade de retalho, das vendas e registo de automóveis e também dos índices de confiança do consumidor, que alcançou valores máximos de 3 anos em Março. As perspectivas são favoráveis atendendo também à tendência aparentemente sustentada de melhoria no mercado de trabalho. Refira-se que a correlação mais fraca que o habitual entre as duas variáveis - emprego e consumo das famílias - é sobretudo explicada pela maior flexibilização do mercado de trabalho desde as chamadas Reformas Hartz, introduzindo maior flexibilidade do ponto de vista do empregador mas também aumentando o grau de precariedade ou limitando os rendimentos auferidos - reforço da possibilidade de trabalho por tempo parcial, contractos temporários, etc. Refira-se ainda que **as intenções de realizar novas contratações continuam a aumentar, segundo o Ministério da Economia alemão. A tendência prospectiva para o investimento é também favorável:** a taxa de utilização da capacidade instalada regressou a um patamar normal e as empresas revelam intenção de continuar a investir, sobretudo na expansão da capacidade, de acordo com a mesma fonte. Verificam-se igualmente boas perspectivas para o sector da construção, onde os indicadores têm registado uma melhoria gradual, sobretudo no que diz respeito ao segmento de estruturas empresariais.

UEM: A taxa de desemprego desce rapidamente na Alemanha, contrastando com os restantes estados-membros, onde se nota apenas estabilização.



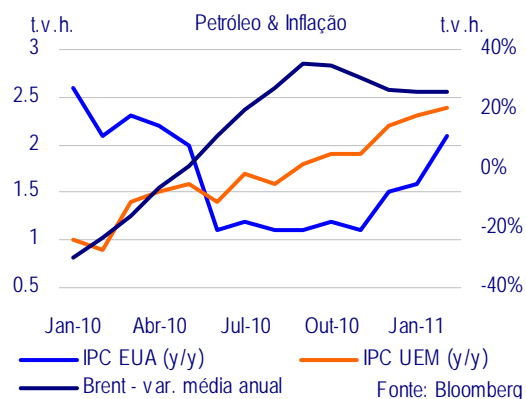
Fonte: Bloomberg

Alemanha: Os indicadores avançados apontam para crescimento em torno de 1% (em cadeia) no 1T11



Fonte: Bloomberg

Risco Inflação: O aumento sustentado dos preços do petróleo (acima de 20%, homólogo desde Agosto) reflecte-se na tendência de subida da inflação.



Fonte: Bloomberg

PORTUGAL - RISCOS ACENTUADOS PARA O CENÁRIO DE MÉDIO PRAZO

□ O Banco de Portugal reviu em baixa as previsões de crescimento para 2011 e 2012 enfatizando que os riscos permanecem negativos para a actividade económica. As actuais previsões apontam para uma queda do PIB de 1.4% este ano e uma ligeira recuperação em 2012, de 0.3%.

□ A autoridade monetária enfatiza o facto de o actual cenário apenas considerar as medidas de consolidação orçamental já aprovadas, ou seja, as que decorreram do Orçamento para 2011. A necessidade de medidas de consolidação orçamental adicionais de carácter permanente para o alcance das metas acordadas com a Comissão Europeia é um dos elementos de risco ao cenário, sobretudo em 2012. Segundo o BdP, "a adopção dessas medidas implica uma nova contracção significativa da actividade económica, à semelhança do projectado para 2011".

□ Outro dos factores de risco enfatizado é "o inevitável processo de desalavancagem do sector privado, incluindo do sistema bancário". O recurso ao financiamento tornar-se-á mais restritivo, aumentando os riscos negativos para a actividade.

□ Em suma, a probabilidade de que ocorra uma nova queda da actividade económica em 2012 é muito significativa, atendendo ao esforço adicional necessário para o alcance das metas orçamentais e também atendendo às alterações previstas no ambiente financeiro. O BdP refere que estes ajustamentos não estarão certamente concluídos em 2011 e a sua concretização - consolidação orçamental e redução dos níveis de endividamento - afigura-se fundamental para a redução efectiva das necessidades de financiamento externo. De facto, note-se que não obstante a queda significativa antecipada da procura interna no período em análise, as necessidades de financiamento da economia, medidas pelo saldo conjunto da Balança Corrente e de Capital, mantêm-se quase estável acima dos 8%.

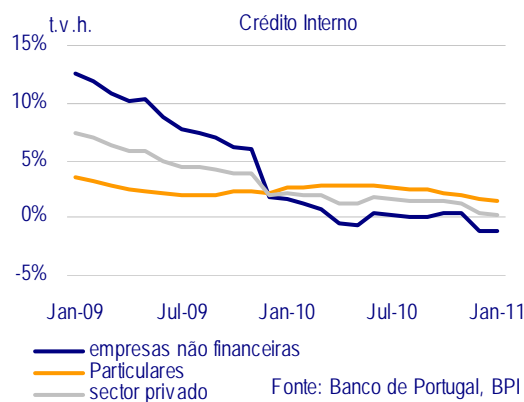
Projeções do Banco de Portugal 2011-2012 Taxa de variação anual, em %

	BE Primavera 2011			BE Inverno 2010		
	2010	2011 p	2012 p	2010	2011 p	2012 p
Produto Interno Bruto	1.4	-1.4	0.3	1.3	-1.3	0.6
Consumo Privado	2.0	-1.9	-1.0	1.8	-2.7	-0.5
Consumo Público	3.2	-6.6	-1.0	3.2	-4.6	-1.0
Formação Bruta de Capital Fixo	-4.8	-5.6	-1.3	-5.0	-6.8	-0.4
Procura Interna	0.8	-3.6	-1.0	0.5	-3.6	-0.5
Exportações	8.7	6.0	6.5	9.0	5.9	6.1
Importações	5.3	-1.6	2.0	5.0	-1.9	2.4
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)						
Exportações líquidas	0.5	2.5	1.4	0.7	2.5	1.1
Procura interna	0.9	-3.9	-1.1	0.6	-3.9	-0.6
do qual: Variação de Existências	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	0.2	0.0
Balança Corrente e de Capital (% PIB)	-8.7	-8.9	-8.3	-8.8	-7.1	-7.0
Balança de Bens e Serviços (% PIB)	-6.5	-5.5	-3.7	-6.4	-3.9	-2.9
Índice Harmonizado de Preços no Consumidor	1.4	3.6	2.0	1.4	2.7	1.4

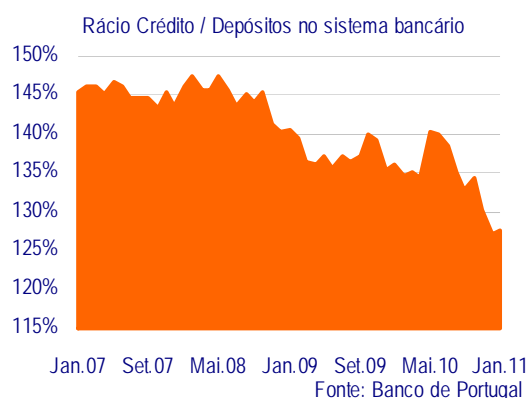
Fonte: Banco de Portugal.

□ Relativamente às componentes da procura e factores condicionantes, algumas observações a destacar são: a expectativa de queda do rendimento disponível real das famílias em 3.4%; a acção conjunta da elevada incerteza, fracas perspectivas de evolução da procura e ambiente de financiamento mais restritivo como elementos determinantes da queda expectável do investimento (-5.6%); a recuperação das exportações assente no crescimento dos mercados destino num quadro de estabilidade de quota de mercado, referindo que a melhoria

No crédito a particulares, a tendência de desaceleração mantém-se; e o crédito a empresas já se encontra em retracção



O processo de desalavancagem do sistema bancário ganhou maior ímpeto desde meados de 2010



Temas económicos em destaque

PORTUGAL - RISCOS ACENTUADOS PARA O CENÁRIO DE MÉDIO PRAZO (continuação)

sustentada de competitividade exige a adopção de "conjunto abrangente de reformas de carácter estrutural"; nova contracção do emprego em 2011 (0.1%) e 2012 (0.3%), mais pronunciada no sector público em linha com a redução do número de efectivos da Função Pública.

▫ **Relativamente à inflação, o Banco de Portugal reviu em alta a sua previsão para 3.6% que compara com 2.7% antes.** O aumento da tributação indirecta em Julho de 2010 e Janeiro de 2011 e a actualização dos preços de alguns bens e serviços regulados, contribui com cerca de 2 pontos percentuais para a variação dos preços em 2010 e 2011, segundo o BdP.

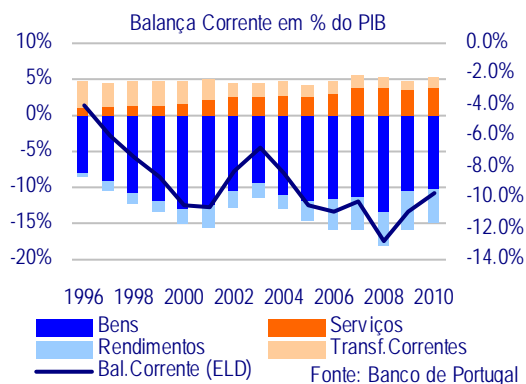
▫ Vale a pena ainda recordar **o cenário macroeconómico implícito na proposta do chamado PEC IV** - o Programa de Estabilidade e Crescimento para 2011-14 proposto pelo Governo demissionário, optimista para 2011 dada a menor queda esperada da actividade económica. Relativamente a 2012, é interessante verificar **a expectativa completamente distinta relativamente ao comportamento das componentes** apesar da mesma previsão para a taxa de variação do PIB: +0.3%. Destaca-se ainda um **cenário para o desemprego pouco realista** nas actuais circunstâncias, bem como **o cenário para a inflação, desajustado** perante o impacto do aumento da tributação, aumentos dos preços regulados e aumento dos preços dos bens energéticos.

Ministério das Finanças - Cenário de Médio e Longo Prazo 2011-14

	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
PIB real	1.4	-0.9	0.3	0.7	1.3
Consumo Privado	2	-1.1	-0.3	-0.1	0.3
Consumo Público	3.2	-6.8	-4.9	-2.6	-0.9
Formação Bruta de Capital Fixo	-4.8	-4.2	-2.7	-0.8	2.1
Exportações	8.7	5.6	5.2	5	4
Importações	5.3	-1.1	-0.4	1.2	1.6
Preços ao consumidor (média)	1.4	2.7	2.1	2.1	2.1
Taxa de desemprego	10.8	11.2	10.8	10.4	9.8
Défice Público (% PIB)	-7.3	-4.6	-3	-2	-1
Dívida Pública (% PIB)	82.4	87.9	88.1	87.4	85.3
Necessidades Líquidas de Financiamento (Bal. Corrente + Bal. Capital) % do PIB	-8.4	-8.3	-7	-5.8	-4.9

Fonte: Ministério das Finanças, Programa de Estabilidade e Crescimento 2011-14.

A tendência desde 2008 é favorável mas o défice da Balança Corrente permanece ainda muito elevado: 9.7% do PIB em 2010



PORTUGAL - REVISÃO EM ALTA DO DÉFICE E DÍVIDA PÚBLICA

□ O saldo final das Administrações Públicas em 2010 fixou-se em 8.6% do Produto Interno Bruto. Este é o valor que releva em termos oficiais, englobando já todas as medidas extraordinárias que afectaram as contas públicas este ano. Nomeadamente:

1. **A inclusão do Fundo da Portugal Telecom na esfera da Caixa Geral de Aposentações**, entidade que integra os Serviços e Fundos Autónomos. Em sede de contabilidade nacional, o valor englobado ascendeu a EUR 2 800 milhões embora em termos de saldo de caixa apenas tenha sido incluído EUR 1 900 milhões.

2. **A consideração da despesa extraordinária com a aquisição de material militar (submarinos)**, que não estava prevista no Orçamento de 2010. A despesa representou 0.6% do PIB.

3. **O apoio ao sector bancário decorrente da crise financeira despoletada em final de 2008**, designadamente a incorporação do Banco Português de Negócios (BPN) na CGD, representando um custo de EUR 1800 milhões (1.1% do PIB) e a execução de garantias relacionadas com o Banco Privado Português (cerca de 0.3% do PIB);

4. **Finalmente**, revisões metodológicas aplicadas pela União Europeia e o Eurostat à contabilização dos saldos das Administrações Públicas (AP's) determinaram **a inclusão de algumas empresas de transportes** (REFER, Metropolitano de Lisboa e Metro do Porto) **na esfera das AP's, com implicações retroactivas no défice e dívida pública**. Em termos de défice, o impacto desde 2007, segundo o INE, foi de cerca de 0.5% (0.4% em 2007).

Reporte do Défice e da Dívida das Administrações Públicas (% do PIB)

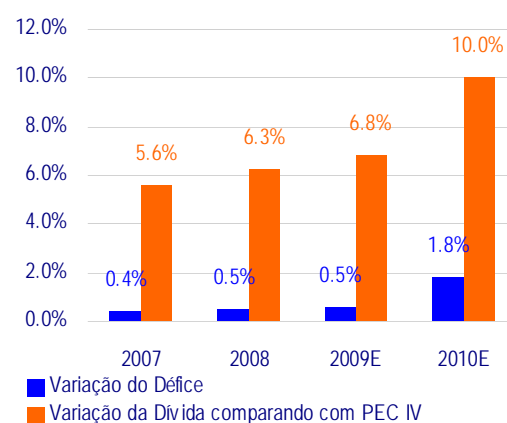
	2007	2008	2009E	2010E	2011F
Rácio Capacidade/Necessidade Líquida de financ. no PIB pm	-3.1%	-3.5%	-10.0%	-8.6%	-4.6%
Rácio Dívida Bruta das Administ. Púb. (consolidada no PIB pm)	68.3%	71.6%	82.9%	92.4%	97.3%
Rácio Capacidade/Necessidade Líquida de financiamento no PIB pm antes das alterações de metodologia (PDE)	-2.7%	-3.0%	-9.5%	-6.8%	-

Fonte: INE.

□ Nos quadros e gráficos estão reflectidas as alterações introduzidas no decorrer da apresentação do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE), por comparação com os níveis estimados ou projectados no PEC 2011-14 ou a última estimativa oficial (caso de 2010).

□ **Relativamente ao ano de 2010, o défice antes destas alterações metodológicas introduzidas pelo Eurostat e o apoio ao sector bancário, teria ficado abaixo da meta de 7.3%, alcançando 6.8%**, de acordo com o INE (e também indo ao encontro das nossas anteriores estimativas). **O défice, excluindo o apoio ao BPN e BPP, situar-se-ia em 7.3% do PIB** (6.8% acrescidos de 0.5% resultantes das reclassificações); finalmente, **excluindo todas as medidas extraordinárias (despesa, receitas) e o apoio ao sector bancário, fixar-se-ia em 8.3%**. De facto, **a reclassificação das empresas do sector dos transportes não deve ser considerada como medida extraordinária** pois trata-se de uma alteração permanente, com impacto retroactivo e com influência nas contas do Estado no futuro. O que significa que os saldos deficitários das empresas de transportes referenciadas, por terem vindo a assumir um carácter praticamente permanente, serão assumidos como fazendo parte das responsabilidades das AP's pois as empresas, individualmente, não são sustentáveis.

Variação da Dívida Pública e do défice - PEC IV face a PDE



Fonte: INE, Eurostat, MFAP

Saldo das contas públicas em 2010 - Receitas/Despesas extraordinárias e Impacto de alterações de critério pelo Eurostat

	Variação do saldo EUR Milhões	Em % do PIB
Fundo Pensões PT	2,800	1.7%
Submarinos	-1,001	-0.6%
Inclusão BPN na CGD	-1,800	-1.1%
Execução garantias BPP	-450	-0.3%
Reclassificação empresas transporte(*)	-793	-0.5%
Total	-1,244	-0.7%

Saldo Orçamental Final (INE PDE)	-8.6%
Saldo Orçamental sem apoio ao sector bancário	-7.3%
Saldo Orçamental sem medidas extraordinárias e apoio ao sector bancário, incluindo reclassificação do sector transportes*	-8.3%

Fonte: INE, MFAP, BPI.

Nota: (*) - alteração com carácter permanente.

Paula Carvalho



Temas económicos em destaque

BANCO DE ESPANHA: RETOMA COM RISCOS NEGATIVOS

□ O Banco de Espanha manteve a estimativa de crescimento de 2011 em 0.8% e publicou a primeira previsão para 2012, antecipando um avanço de 1.5%. A gradual retoma beneficiará de um contributo mais positivo da procura externa. Com efeito, o banco central espera que esta contribua com 1.3 pontos percentuais para o avanço do PIB em 2011, ou seja mais 0.3 pp do que há um ano atrás. Em 2012, este contributo reduzir-se-á para 0.3pp, reflexo da aceleração das importações associado à recuperação da procura interna privada.

□ A evolução da procura interna continuará condicionada para necessidade de correcção de desequilíbrios nos sectores público e privado. **Do lado das administrações públicas**, o compromisso de redução do défice público reflectir-se-á em contributos negativos para o crescimento tanto do consumo como do investimento públicos. Ainda assim, o cenário traçado pelo banco central sugere, aliás como já tem vindo a ser antecipado, a necessidade de **reforço das medidas de austeridade** de forma a cumprir as metas impostas pela Comissão Europeia. De facto, **as estimativas para a evolução do défice público traçados pelo banco central superam os níveis estimados do governo em 0.2 pp este ano e em mais 0.8 pp em 2012.**

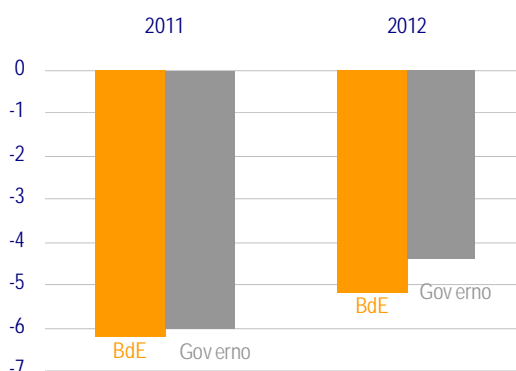
Projeções do Banco de Espanha 2011-2012 Taxa de variação anual, em %

	2010	Março 2011 2011 p	2012 p	Var. prev. Mar 2010 2011 p
Produto Interno Bruto	-0.1	0.8	1.5	0.0
Consumo Privado	1.2	0.7	1.0	-0.3
Consumo Público	-0.7	-1.1	-0.9	-1.0
Formação Bruta de Capital Fixo	-7.6	-3.1	3.6	0.4
Investimento em bens de equipamento	1.8	2.9	6.7	1.8
Investimento em construção	-11.1	-7.5	1.3	-0.4
Procura Interna				
Exportações	10.3	8.0	6.1	3.2
Importações	5.4	2.7	4.9	2.0
Contributo para o crescimento do PIB (em p.p.)				
Exportações líquidas	1.0	1.3	0.3	0.3
Procura interna	-1.2	-0.5	1.2	-0.3
do qual: Variação de Existências				
Nec. Financiamento da economia (% PIB)	-3.9	-3.7	-3.7	-0.8
Nec. Financiamento da AP (% PIB)	-9.2	-6.2	-5.2	2.8
Custos unitário do trabalho	-1.5	-0.3	1.0	-0.7
Taxa de desemprego	20.1	20.7	20.4	1.0
Taxa de poupança das famílias	13.7	11.2	11.4	-4.4
Deflador do consumo privado	2.8	2.9	1.5	1.8

Fonte: Banco de Espanha.

□ **Do lado do sector privado, o enfraquecimento do mercado de trabalho** - a taxa de desemprego manter-se-á acima dos 20% nos dois anos - e **a provável diminuição do rendimento disponível** associado a maior carga fiscal e encarecimento do petróleo, sugerem que o consumo evoluirá de forma mais moderada do que o esperado há um ano atrás. Ainda assim, a previsão de que o consumo privado avançará 0.7% e 1% este ano e no próximo, respectivamente, incorpora o recurso a poupanças realizadas nos anos de crise. De facto, **o Banco de Espanha, espera que, no período em análise, a taxa de poupança das famílias caia para níveis idênticos aos observados antes da eclosão da crise.** Por sua vez, o investimento reflecte o redimensionamento do sector da construção. **Neste capítulo destaca-se a expectativa do banco central de que o ajuste do sector residencial se concluirá até ao final de 2011, antecipando-se para 2012 uma ligeira retoma do investimento no sector da construção.**

Previsões para o défice público



Fonte: BdE, Governo

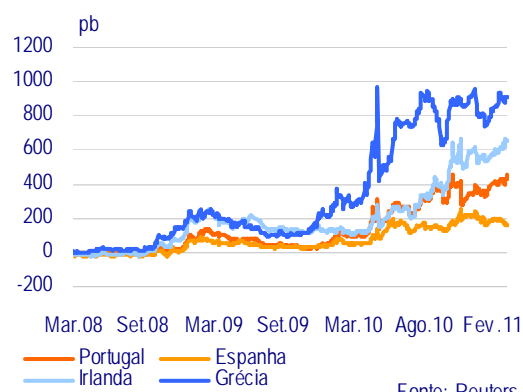
Temas económicos em destaque

BANCO DE ESPANHA: RETOMA COM RISCOS NEGATIVOS (continuação)

▫ Os riscos para este cenário são negativos e prendem-se com a possibilidade que o preço do petróleo seja mais elevado do que o esperado - o BdE espera que em média este preço se situe em 111.8 em 2011 e em 114.1 em 2012 -, bem como a não verificação da hipótese de deslocamento tão acentuado de poupanças para consumo. Por outro lado, não é de descartar o recrudescimento das tensões em torno da dívida soberana.

▫ No capítulo da dívida soberana, surge como positivo o facto de, em Março, os prémios de risco exigidos à dívida pública espanhola se terem mantido razoavelmente estáveis, pese embora a revisão em baixa da classificação do risco de 30 das suas instituições financeiras. Contudo, a intensificação das pressões sobre Portugal e a percepção de que as necessidades de recapitalização do sistema bancário espanhol serão bem mais elevadas do que as antecipadas pela autoridade monetária, não permite descartar a deterioração da actual situação.

Evolução dos spreads face ao swap da dívida pública 10 anos



Temas económicos em destaque

LATAM: POR ENQUANTO INDIFERENTE ÀS TURBULÊNCIAS DO MUNDO

□ O panorama económico internacional apresentou algumas alterações nas últimas semanas, que embora não comprometendo no imediato as premissas em que assentam as perspectivas de crescimento da região da América Latina em 2011, podem constituir factores de risco a ter em atenção. Para já, o fortalecimento da economia global, as baixas taxas de juro nos países desenvolvidos e a evolução favorável dos termos de troca, mantêm sólidas as perspectivas de crescimento para este ano, devendo a região desacelerar face a 2010, mas apresentando um ritmo de crescimento acima da média.

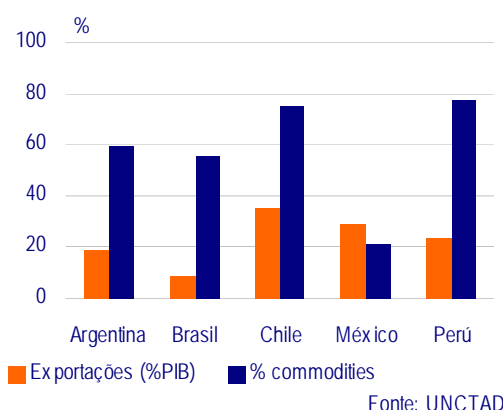
□ O primeiro risco, prende-se com a possibilidade de contágio dos efeitos da crise da dívida soberana periférica na Europa. Os países da América Latina mantêm laços estreitos com países como Espanha e Portugal, no que respeita a trocas comerciais, investimento e participações no sistema financeiro. Além disso, o efeito do aumento da aversão ao risco gerado pela crise da dívida periférica, poderá penalizar os investimentos em outros países tidos como de maior risco, como é o caso dos países da América Latina. O segundo risco tem a ver com a escalada do preço do petróleo, em resultado do alastramento do conflito no Norte de África e que poderá ter dois tipos de impacto: uma subida da inflação, já de si em tendência ascendente na generalidade dos países da região latino-americana; e afectar negativamente a actividade económica global, contagiando procura dirigida à região da América Latina. O terceiro risco tem a ver com a necessidade de intervenção cambial levada a cabo por vários bancos centrais. O forte ritmo de fluxos de capital a entrar nestas economias tem mantido as respectivas moedas sob pressão, justificando a adopção de medidas de controlo de capitais. O dilema coloca-se entre impedir a valorização excessiva das moedas e conseguir prosseguir com políticas monetárias que permitam conter as pressões inflacionistas, que um pouco por toda a região têm emergido. Finalmente, importa referir que a evolução positiva das economias da região tem assentado, em parte, numa evolução favorável dos termos de troca. Porém, esta evolução depende do desempenho dos preços das *commodities*, que se apresentam em níveis máximos, devido ao ciclo de crescimento da China, um dos principais destinos das exportações do Brasil, Chile e Peru e com crescimentos importantes nos últimos cinco anos na generalidade dos países da região. A resiliência dos termos de troca é um factor importante na região, já que as balanças correntes têm vindo a diminuir continuamente dada a quebra das exportações face às importações.

Brasil: sector externo evolui favoravelmente

□ A actividade económica continua a depender fortemente do crescimento do consumo doméstico e do fortalecimento do investimento. Na vertente externa, as exportações líquidas continuam a apresentar um desempenho tímido, apesar de terem recuperado em Fevereiro face a igual período do ano anterior. No que respeita à balança corrente, porém, este efeito foi mais do que anulado pelo incremento no défice da balança de serviços e rendimentos. O saldo da balança corrente apresentou um défice de USD 3.4 mil milhões, inferior ao verificado em Janeiro (USD 5.4 mil milhões). No período de 12 meses até Fevereiro, estabilizou em USD 49 mil milhões, o que corresponde a cerca de 2.3% do PIB.

□ Os fluxos de capitais (entradas líquidas) moderaram em Fevereiro, de USD 13.9 mil milhões para USD 12.9 mil milhões. No ano, verifica-se até ao momento um total de USD 26.8 mil milhões que compara com USD 10.8

Exportações dos principais países da LatAm

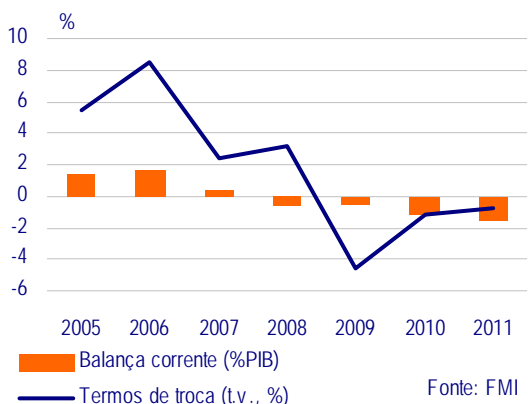


Principais destinos das exportações dos países da Latam

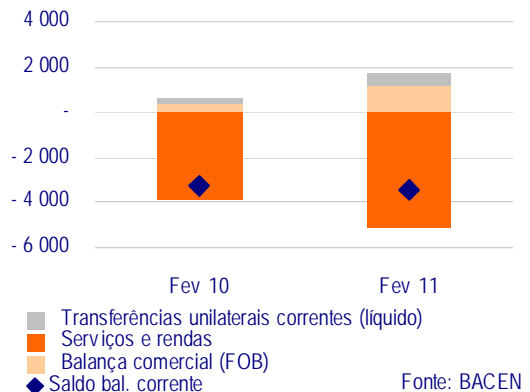
	EUA	União Europeia	China	Japão
Argentina	6.8	16.5	9	1.3
Brasil	10.6	23.7	16.9	3.9
Chile	9.7	17.7	24.4	10.5
México	83.5	4.8	1.4	0.6
Perú	19.9	21.2	12.1	6

Fonte: UNCTAD.

LatAm: Balança corrente e termos de troca



Saldo da Balança Corrente, por componentes (USD milhões)



LATAM: POR ENQUANTO INDIFERENTE AS TURBULÊNCIAS DO MUNDO (continuação)

mil milhões um ano atrás. O IDE situou-se em USD 7.7 mil milhões em Fevereiro, face a USD 3.0 mil milhões em Janeiro; enquanto que o investimento de carteira caiu para USD 1.1 mil milhões, face a USD 3.4 mil milhões.

▢ O ritmo de entrada de capitais externos tem permitido avolumar as reservas internacionais, que em Fevereiro ascenderam a USD 30.5 mil milhões, um acréscimo de USD 9.8 mil milhões face ao mês anterior. De facto, o Brasil continua a beneficiar de um ambiente de elevada disponibilidade de liquidez ao nível internacional e de uma preferência por mercados emergentes com fundamentos económicos sólidos. Porém, desde Novembro, é possível verificar uma alteração no tipo de investimento, com uma redução do investimento em taxa fixa, o que coincide com o aumento da taxa IOF sobre os investimentos estrangeiros neste tipo de activo.

▢ Nos próximos meses, o forte ritmo de entrada de capitais e os ganhos em termos de termos de troca, deverão manter a moeda sob pressão. Este é um factor adicional de pressão sobre os preços domésticos, para além das pressões internas. Face à persistência das pressões inflacionistas, o Bacen tem mantido uma política de subida da taxa Selic, actualmente em 11.75%

México: sector externo acelera; procura interna permanece tímida

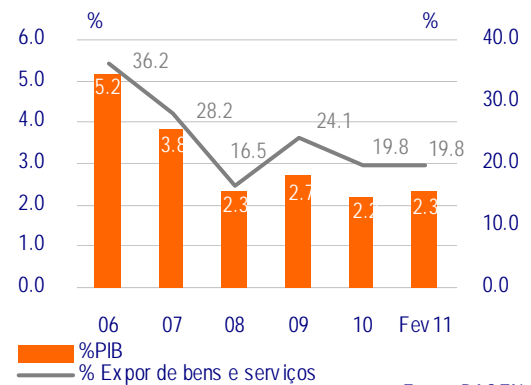
▢ Os indicadores económicos referentes aos primeiros meses do ano confirmam o tom positivo observado no último trimestre de 2010. O indicador de actividade económica apresentou uma variação mensal de 1.16% e uma variação anual de 5.85%; a taxa de desemprego mantém um movimento de queda ligeira, situando-se em 5.38%; a produção industrial cresceu 1.4% no mês de Janeiro, a expansão mais significativa em quase um ano e meio. Ou seja, os indicadores do lado da oferta continuam a apresentar uma evolução favorável. Do lado da procura, os dados apresentam uma evolução positiva, porém ainda pouco firme: as vendas a retalho apresentaram uma queda mensal de 0.1%, contrariando o ritmo de expansão anterior, o que confirma que o consumidor doméstico ainda está longe de constituir uma alternativa de motor de crescimento ao sector exportador. Por outro lado, também o sector exportador apresentou uma evolução mais modesta do que o esperado.

▢ Neste momento, a taxa de inflação do México mantém um desempenho moderado. A taxa de inflação avaliada em meados de Março abrandou para 3.09%, que compara com 3.63% em meados de Fevereiro. Tal significa que a taxa de inflação apresenta uma trajectória convergente para o ponto médio do intervalo-objectivo (3% +/- 1%). Tal significa que a economia mexicana se destaca no panorama da região, como das poucas que consegue manter níveis de crescimento sem pressões inflacionistas significativas, mantendo a expectativa de que a taxa de juro se mantenha inalterada ao longo deste ano. Particularmente porque na vertente doméstica, o consumidor continua a evoluir de forma tímida.

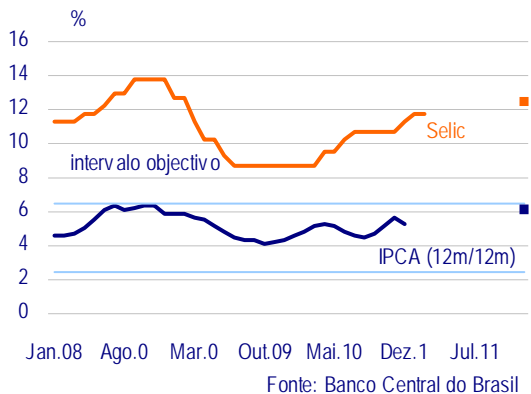
Argentina: actividade económica continua a surpreender positivamente

▢ Os primeiros meses do ano continuam a revelar um cenário de crescimento surpreendentemente robusto, apesar de se observarem sinais de desaceleração. A economia terminou o 2010 em forte aceleração, tendo crescido 9.2%, conduzido por uma forte despesa de consumo, beneficiando de elevados preços das commodities de que o país é exportador e uma forte

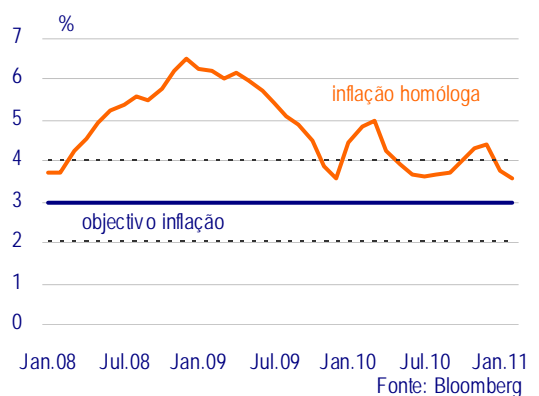
Serviço da dívida externa



Taxa de inflação e taxa Selic



México: Inflação

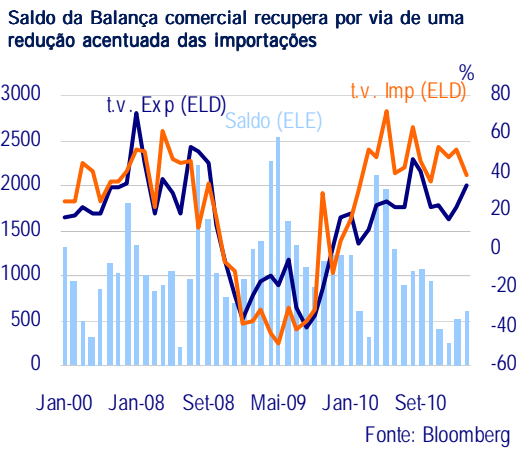
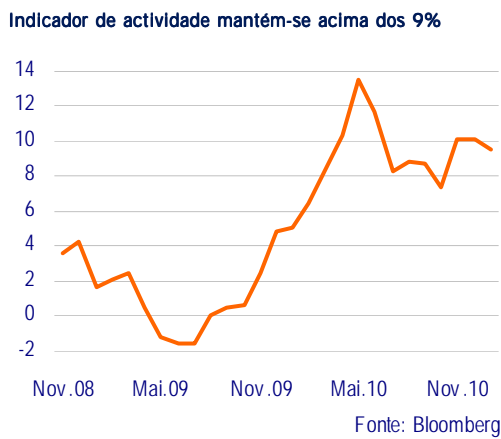


Temas económicos em destaque

LATAM: POR ENQUANTO INDIFFERENTE ÀS TURBULÊNCIAS DO MUNDO (continuação)

procura de bens manufacturados por parte do vizinho Brasil. O Governo tem mantido a aposta prioritária no crescimento económico, deixando para segundo plano as preocupações com os desequilíbrios daí decorrentes, nomeadamente ao nível da escalada de preços. Prosseguem as políticas fiscal e monetária expansionistas. E os primeiros dados de 2011 confirmam o seu efeito positivo no crescimento: a produção industrial cresceu 9.0% em termos homólogos e 1.4% em termos mensais, em Fevereiro, apesar de revelar alguma moderação face aos meses anteriores.

▣ Em destaque o sector externo, que simultaneamente beneficia de uma expansão das exportações, assente numa política de desvalorização cambial e beneficiando da forte procura brasileira; ao mesmo tempo que as importações se revelam mais contidas, depois de meses de forte crescimento, um movimento que se espera que se acentue à medida que vêm sendo impostas barreiras à importação, com vista a proteger o sector produtivo nacional. Assim, em Fevereiro, as exportações cresceram 33% em termos mensais (vs 22% em Janeiro); enquanto que as importações apresentaram uma evolução de 39% (vs 52% em Janeiro).



Mercados Financeiros em revista

MERCADO CAMBIAL: A ATRACÇÃO DE MOEDAS ALTERNATIVAS

□ A actual situação de maior debilidade do dólar resulta da conjugação de vários factores, levando os investidores a procurarem moedas mais atractivas e de risco limitado. O sentimento geral indica que a moeda americana continua a ser penalizada pelas condições monetárias implementadas pela Reserva Federal, com vista a proporcionar condições de retoma e consolidação económica. Embora comecem a surgir indicações de que poderão terminar de modo progressivo as medidas quantitativas não convencionais que englobaram o 2º pacote (QE2), aguardam-se os factos. Por outro lado, a tragédia no Japão está a levar à repatriação acrescida de fundos, com implicação na venda de activos americanos, nomeadamente Treasuries.

□ Os indicadores de actividade dos EUA confirmam a melhoria económica mas também pressão de subida da inflação de curto prazo devido à escalada dos preços dos bens alimentares e da energia. Contudo, há que considerar igualmente o facto de a situação do Japão e do Médio Oriente trazerem incerteza e riscos acrescidos aos EUA, com implicações ao nível económico (trocas comerciais, preços das matérias-primas, etc.). Mas as preocupações poderão vir do lado da degradação orçamental, numa análise a um prazo mais alargado das consequências dos planos governamentais de relançamento da actividade económica.

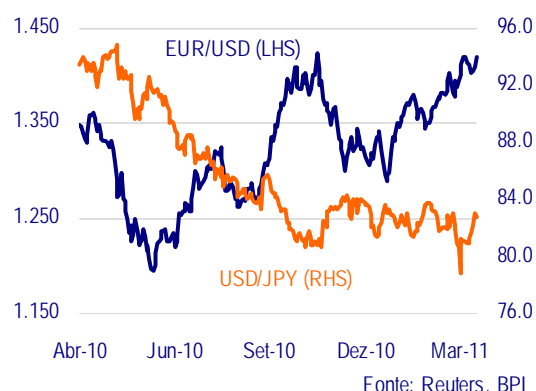
□ O euro, embora ainda agrilhoado à chamada crise das dívidas soberanas (agora com a situação financeira de Portugal sob escrutínio), é uma das moedas escolhidas pelos investidores na medida em que o BCE já iniciou a inversão do ciclo de taxas de juro. De facto, perante as realidades monetárias dos dois lados do Atlântico, a moeda única europeia tem saído beneficiada. O EUR/USD tem testado com sucesso sucessivos pontos de resistência (o mais recente, o importante valor de referência 1.4281) e encontra-se presentemente em níveis máximos do ano.

□ Também o iene e o franco suíço reforçaram tendências de apreciação em relação ao dólar. Ambas as divisas beneficiaram do risco acrescido e repentino originado com as crises do Magrebe e do Japão (embora de natureza diferente). O USD/JPY e USD/CHF atingiram valores mínimos de sempre, 77.16 e 0.8963, respectivamente. No caso do JPY, chegou a verificar-se uma intervenção concertada no mercado cambial, no âmbito do G-7, com o objectivo de acabar com a pressão de apreciação da moeda nipónica (para além dos fluxos financeiros habituais que ocorrem próximo do fecho do ano fiscal, em Março, a tragédia reforçou o repatriamento de capitais e a necessidade de trocar divisas por ienes). O CHF voltou a ser procurado para refúgio em tempos de crise, beneficiando igualmente da boa performance económica da Suíça, que poderá seguir a possível subida das taxas de juro na Zona Euro.

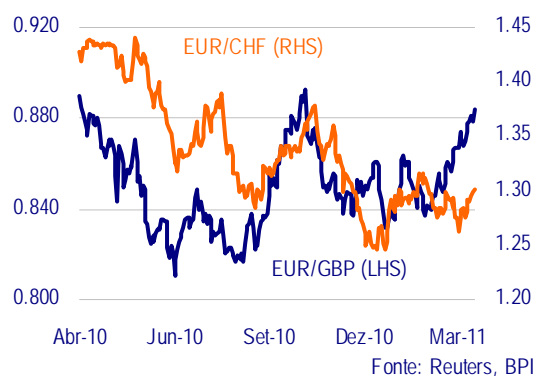
□ As moedas satélite do dólar, AUD (dólar australiano) e CAD (dólar canadiano), reforçaram igualmente o seu valor face à moeda americana, sendo exemplo de moedas alternativas ao dólar. Ambas se encontram em níveis recorde: o AUD/USD em valores máximos desde 1982, no patamar 1.03; o USD/CAD em valores mínimos desde 2007, à volta dos 0.97. Outras moedas, com o estatuto acrescido de commodity currencies, caso do RUB (rublo) e NOK (coroa norueguesa) prosseguem e reforçam tendências de apreciação.

□ Em termos de previsões e face ao exposto, acredita-se que depois de ter testado o importante ponto de resistência em 1.4281, o EUR/USD consolide posteriormente um intervalo de variação entre 1.43 e 1.46.

EUR/USD acentuou tendência de subida; USD/JPY tocou mínimos recorde, obrigando intervenção do G-7



GBP perde para o EUR (segue perda do USD); CHF corrige recentes ganhos em relação ao EUR



Paridade dos Poderes de Compra

	PPC	SPOT	01.Abr.11 % SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.3440	1.4207	5.71%
EUR/JPY	122.98	117.61	-4.37%
EUR/GBP	0.9037	0.8837	-2.21%
EUR/CHF	1.4276	1.3005	-8.90%

Fonte: BPI.

Volatilidade em níveis máximos

Moedas	3 Meses	6 Meses	01.Abr.11 1 Ano
EUR/USD	1.4229	1.4262	1.4353
EUR/JPY	117.60	117.56	117.60
EUR/GBP	0.8833	0.8822	0.8787
EUR/CHF	1.2999	1.2983	1.2931

Fonte: BPI.

Agostinho Leal Alves



Mercados Financeiros em revista

MOEDAS DOS EMERGENTES: REGRESSO DO RISCO PODE SER PREJUDICIAL

□ **No último mês surgiram factores inesperados que estão a criar um clima de incerteza e a levar ao aumento do risco, no âmbito dos mercados financeiros.** A tragédia do Japão e o conflito militar na Líbia (com o perigo de contágio a outros países do Magrebe e Médio Oriente), para além de terem consequências económicas directas nas respectivas regiões, poderão gerar alterações de expectativas em vários mercados, nomeadamente no das matérias-primas. No caso do petróleo, poderá ser equacionado o surgimento de um choque petrolífero devido a constrangimentos do lado da oferta, com alcance económico imprevisível.

□ **Este cenário, propício à desconfiança e limitador dos investimentos poderá, por outro lado, originar a diminuição dos fortes fluxos financeiros que foram direccionados nos últimos anos para as economias emergentes.** Anteriormente, em condições tidas como mais satisfatórias, antecipámos o reforço da entrada de capitais nestas economias. Na actual envolvência, as expectativas são mais contidas, tendo surgido mesmo sinais de desinvestimento (regresso de capitais à origem).

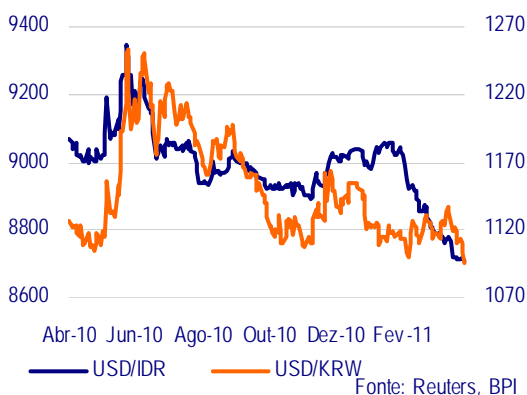
□ **Assim, numa perspectiva de curto prazo, este clima mais incerto poderá levar à diminuição de apreciação das moedas emergentes (sendo igualmente do interesse das autoridades), ou a movimentos de correcção do seu valor. A longo prazo, e em termos genéricos, o ambiente económico-financeiro deverá manter-se favorável a estas moedas.** Não se pode esquecer que uma das diferenças entre a maioria das economias desenvolvidas e as emergentes se encontra ao nível do crescimento económico, o que confere atractividade às moedas dos emergentes. Contudo, também já se alertou aqui para a inflação, que se pode tornar num prémio de risco adicional. Por isso, prosseguem as políticas monetárias mais contraccionistas na maioria estes países ou a implementação de mecanismos de estabilização da massa monetária disponível. Na China, por exemplo, a autoridade monetária voltou a subir a taxa de reservas obrigatória dos bancos em 50 pontos, para 20%.

□ **Na Ásia, o yuan (CNY) continua firme face ao dólar.** O USD/CNY encontra-se no patamar 6.55, podendo evoluir lentamente para 6.50 no prazo de um mês. Mas as apreciações mais significativas continuam a acontecer na rupia da Indonésia (IDR) e no won da Coreia (KRW), com tendências que têm levado os câmbios com o dólar para níveis de há 3-4 anos atrás. Do mesmo modo, a rupia da Índia, o dólar da Formosa e o baht da Tailândia mostram-se firmes.

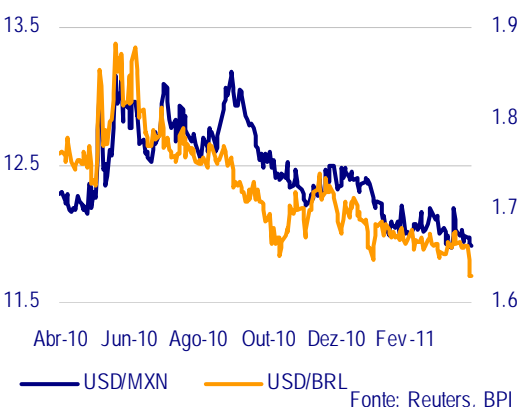
□ **Na América Latina, o real do Brasil (BRL) e o peso do México (MXN) continuam a ter a preferência dos investidores.** Há factores que têm contribuído positivamente para um sentimento consistente: maior dinamismo económico (grande contributo do crédito), melhorias na consolidação fiscal e benefícios da alta de preços das matérias-primas. De facto, USD/BRL e USD/MXN têm vindo acentuar as quedas, encontram-se perto dos patamares 1.60 e 11.85, respectivamente.

□ **Na Europa de Leste, o rublo (RUB) mostra firmeza em relação ao dólar, estabilizando após os ganhos dos últimos meses.** O zloty polaco (PLN) e a coroa checa (CZK) encontram-se a corrigir recentes apreciações em relação ao euro. O forint húngaro (HUF) demarca-se, prosseguindo o actual movimento de valorização.

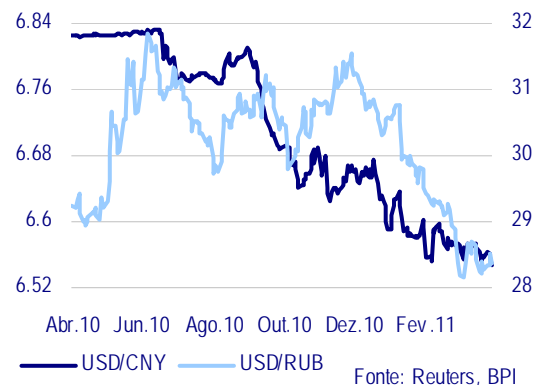
A evolução do won da Coreia (KRW) e da rupia da Indonésia (IDR) reforçam ganhos



Real do Brasil (BRL) e Peso do México (MXN) mostram-se mais fortes em relação ao dólar



Tanto o yuan (CNY) como o rublo (RUB) consolidam tendências de apreciação



Agostinho Leal Alves

POLÍTICA MONETÁRIA: ABREM-SE NOVOS CICLOS

Em Abril, o BCE iniciou o ciclo de subida de taxa das taxas directoras, após um período de dois anos em que estas se mantiveram em mínimos históricos. A amplitude do movimento foi de 25 pontos base, elevando a taxa principal de financiamento para 1.25%. Tal como em ciclos anteriores, o BCE afirmou que a decisão de aumentar taxas não significa um pré-compromisso com movimentos idênticos no futuro. Contudo, antecipamos que até ao final do ano o BCE anunciará mais dois aumentos de 25 pontos base, colocando a taxa refi em 1.75%. Os sinais de robustez da actividade no conjunto dos países que formam o euro e a aceleração mais acentuada do que antecipado da inflação justificarão a inversão do ciclo. Note-se que, em Março, a inflação se situou em 2.6%, claramente acima do objectivo do banco central. Iniciando o ciclo de subida de taxas, o BCE ganhará espaço de manobra, caso a manutenção de um movimento altista nos preços das principais matérias-primas se reflita num arrefecimento da actividade.

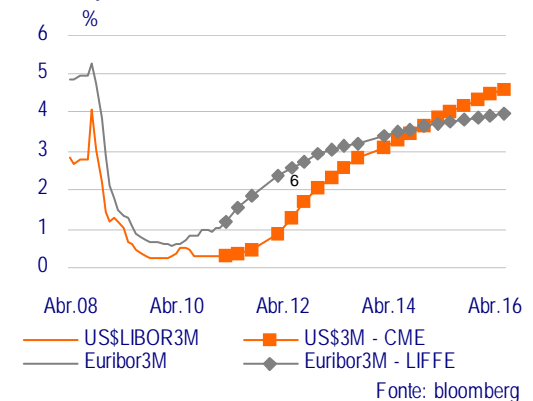
Entretanto, o BCE mantém as condições extraordinárias de cedência de liquidez ao sistema financeiro, atribuindo-se alguma probabilidade a que estas se mantenham até ao final do ano. Recentemente, anunciou que a cedência de fundos aos bancos irlandeses deixa de estar limitada pela classificação de risco do colateral, na medida em que o Estado irlandês se encontra ao abrigo de um programa de auxílio internacional.

Há expectativa que, ao movimento do BCE, se siga o anúncio de uma subida da taxa directora no Reino Unido em Maio e na Suíça em Junho. A expectativa quanto à actuação do Banco de Inglaterra reflecte a persistência da taxa de inflação acima dos 4%, e o facto de, nas actas do último comité de política monetária, vários membros referirem a possibilidade de que a tendência de aceleração se mantenha, podendo este indicador superar os 5%. Todavia, este cenário está ainda sujeito a algum grau de incerteza, tendo em conta as dúvidas quanto à sustentabilidade da retoma.

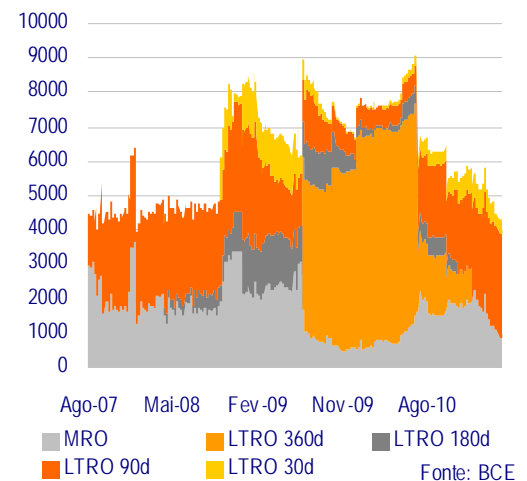
Na Suíça, o banco central manteve o intervalo para a taxa Libor do CHF a 3 meses em 0-0.75% e o objectivo em 0.25%. Mas o documento que acompanhou a decisão refere que o actual cenário de retoma da actividade e aceleração da inflação sugere que o actual cariz expansionista da política monetária não poderá ser mantido.

Nos EUA, a publicação de indicadores mais positivos, os sinais de recuperação do mercado de trabalho e de aceleração (moderada) dos preços, tem vindo suscitar alguma possibilidade de inversão do ciclo ainda no final deste ano ou no início de 2011. Entretanto, a Reserva Federal anunciou que irá diminuir a carteira de MBS em 142 mil milhões de euros, através de vendas mensais de 10 mil milhões de euros.

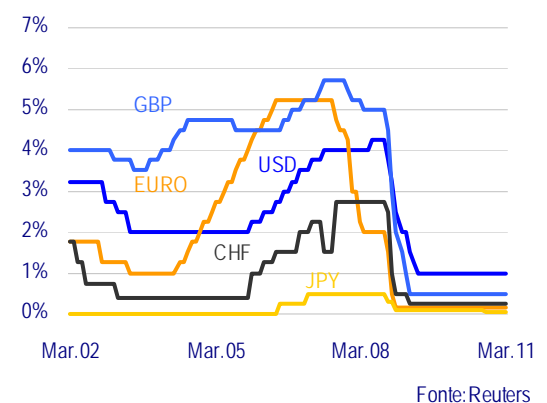
Taxas de Juro 3 meses USD & EUR



Operações de financiamento do BCE (mil milhões de euros)



Taxas directoras dos principais bancos centrais

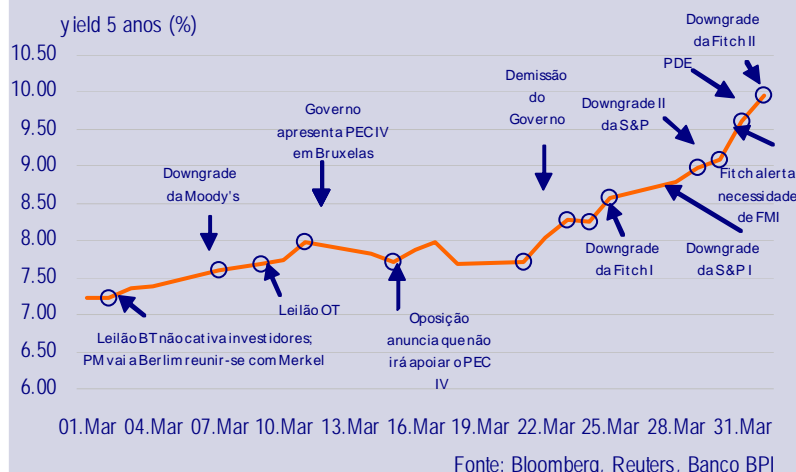


Mercados Financeiros em revista

DÍVIDA PÚBLICA: OS MERCADOS *NICHT LIEBEN* PORTUGAL

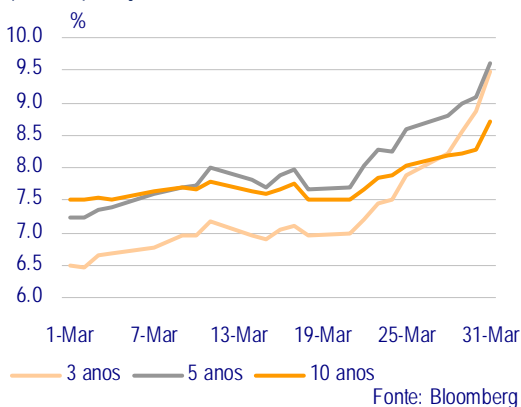
As atenções do mercado continuam centradas no desempenho dos mercados de dívida pública dos países europeus da zona periférica, e particularmente em Portugal. No último mês, as *yields* da dívida soberana portuguesa mantiveram uma clara tendência ascendente, batendo sucessivos máximos históricos, na generalidade dos principais prazos, mas particularmente na zona curta da curva, reflectindo um significativo alargamento dos prémios de risco face ao *benchmark* alemão. A *yield* dos títulos de 5 anos passou a barreira dos 10.1% (um aumento de quase 350 p.b. no espaço de um mês), acima da referência dos 10 anos (atingiu um máximo de 8.80%), ditando uma inversão da inclinação da curva de taxas de juro. Em mercado primário, em Março, Portugal organizou três colocações de títulos: Bilhetes de Tesouro e OT para o prazo de 2 anos, também aqui se verificando a sucessiva subida da taxa média de colocação e revelando uma diminuição da procura dirigida. A eclosão da crise política colocou o mercado de dívida sob pressão acrescida. Num contexto de forte subida dos custos face às necessidades de financiamento que o país enfrenta, o cenário de incerteza política deflagrou reacções do lado das agências de *rating*, contribuindo ainda mais para a pressão sobre o mercado. As notações de *rating* soberano são actualmente Baa1/ BBB-/BBB- (antes em A1/A-/A+), após uma sucessão de anúncios por parte das agências, que deixam a porta aberta para acções futuras.

Cronologia da crise da dívida soberana portuguesa em 12 passos

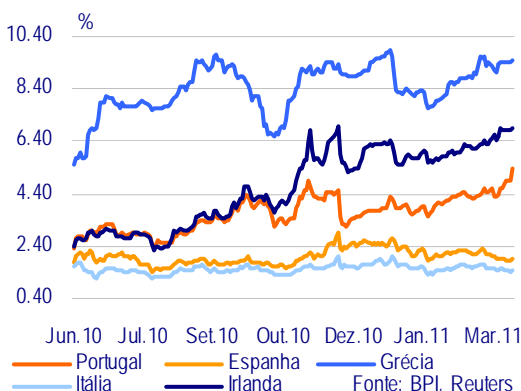


A isto acresce que o Banco de Portugal reviu em baixa as previsões de crescimento para 2011-12, antecipando uma contracção de 1.4% este ano, mais 0.1 pp do que anteriormente e um crescimento de 0.3% em 2012, o que compara com a previsão anterior de 0.6%; e o INE reviu em alta o défice público e o rácio de dívida pública portugueses. A revisão, que reflecte a exigência de Portugal integrar nas contas públicas custos associados a perdas de algumas empresas de transportes e a incorporação do BPN na CGD, colocou o défice público em 8.6%, 1.3pp acima do objectivo. Paralelamente, o rácio de dívida pública foi revisto para 92.4%. Entretanto, foi adiada para Junho a formalização de um documento sobre alterações ao fundo europeu de estabilização financeira (FEFF) e o funcionamento do mecanismo europeu de estabilidade (MEE), que o substituirá a partir de 2013. A cimeira constituiu um passo em frente na resposta política à actual crise e à implementação de um regime permanente de 'resolução da crise', mas a solvência a longo prazo nos países periféricos depende ainda da conjugação de uma recuperação económica sustentada e da consolidação orçamental.

Subida generalizada das *yields* dos títulos de dívida pública portuguesa



Spreads face ao Bund 10 y



Evolução dos ratings

	1 Mar	31 Mar
Moody's	A1	A3
S&P	A-	BBB-
Fitch	A+	BBB-

Classificação de rating dos países periféricos

	Grécia	Portugal	Irlanda	Espanha
Moody's	B1	A3	Baa1	Aa2
S&P	BB-	BBB-	BBB+	AA
Fitch	BB+	BBB-	BBB+	AA+

Fonte: White House, Office of Management and Budget.

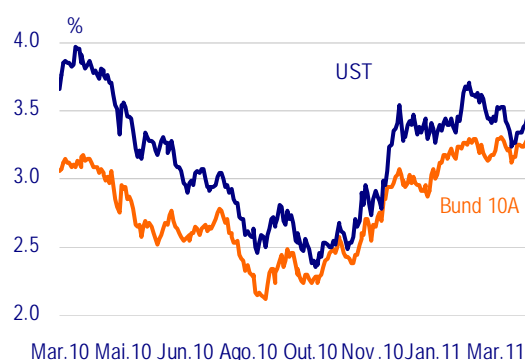
DÍVIDA PÚBLICA: OS MERCADOS *NICHT LIEBEN* PORTUGAL (continuação)

□ Neste contexto, o IGCP divulgou o plano de financiamento para o segundo trimestre, onde incluiu um montante indicativo entre EUR 4 e EUR 7 mil milhões de euros. Desse programa, o IGCP realizou uma colocação extraordinária, da OT com maturidade em Junho de 2012 (maturidade de cerca de 15 meses), tirando partido de uma procura específica para este prazo. Foram colocados 1.645 mil milhões de euros, a uma taxa de colocação de 5.793%, uma taxa elevada face ao leilão anterior para o mesmo prazo, mas apesar de tudo abaixo do que o mercado secundário poderia sugerir. Realizou-se também um leilão de BT's no início de Abril para o prazo de 6 e 12 meses, no montante total de um milhão de euros, com taxas médias de colocação de 5.117% e 5.902%, respectivamente (que compara com 2.984% e 4.331% nos leilões comparáveis anteriores)

□ Face a esta sequência de notícias negativas, tornou-se inevitável uma intervenção do FEEF/FMI em Portugal, dada a improvável melhoria das condições de financiamento dos países periféricos e as necessidades de refinanciamento do Tesouro português nos próximos meses.

□ A crise da dívida soberana reflecte-se ainda noutros países periféricos. Também na Grécia e Irlanda, as *yields* mantiveram no último mês um movimento ascendente (porém menos pronunciado que em Portugal), reflectindo o cepticismo dos mercados quanto à capacidade de cumprimento da estabilização financeira destas economias. No caso irlandês, pesa o falhanço de Dublin nas negociações com a UE para reduzir os juros a pagar pelo montante emprestado ao país quando foi socorrido, em Novembro; a Espanha tenta evitar o contágio de Portugal, mas mantém-se a perspectiva negativa por parte das agências de *rating*, dependendo da evolução do programa de reestruturação do seu sector bancário; finalmente, a Grécia beneficiou de uma redução de 100 p.b. na margem dos juros e a extensão dos prazos de empréstimo, o que reflecte o forte empenhamento político europeu em relação ao programa grego de austeridade, facto que, porém, não terá convencido a S&P, que ainda assim procedeu ao *downgrade* do *rating* soberano, nem acalmou rumores de reestruturação da dívida.

□ À parte dos países periféricos, desde o início do ano, globalmente mantém-se a tendência de subida da *yields*, no mercado de dívida europeu, reflectindo o optimismo relativamente ao cenário de crescimento económico, a subida da inflação e a expectativa de aumento de taxas de juro de referência do BCE. No último mês, este movimento das *yields* foi interrompido, não só pelo efeito do conflito geo-político no Norte de África, mas também pela ocorrência da crise nuclear no Japão, que contribuiu para um sentimento de maior aversão ao risco, e pontualmente suscitou dúvida quanto ao impacto na economia global. Ultrapassado este sobressalto do mercado, a *yield* dos 10 anos retomou o patamar dos 3.30% - 3.40%. Nos EUA, esta tendência é menos vincada, destacando-se o movimento de queda num ambiente de maior expectativa quanto ao impacto da redução da actividade económica no Japão e a escalada do preço do petróleo poderá ter na maior economia do Mundo. Tal tem determinado uma redução do diferencial de *yields* de 10 anos entre EUA e zona do euro. Estes movimentos dever-se-ão manter nos próximos meses

Subida das *yields* na Europa e EUA

Fonte: Reuters, BPI

Mercados Financeiros em revista

DÍVIDA DIVERSA: CRISE DA DÍVIDA PÚBLICA PERIFÉRICA PENALIZA EMPRESAS PORTUGUESAS

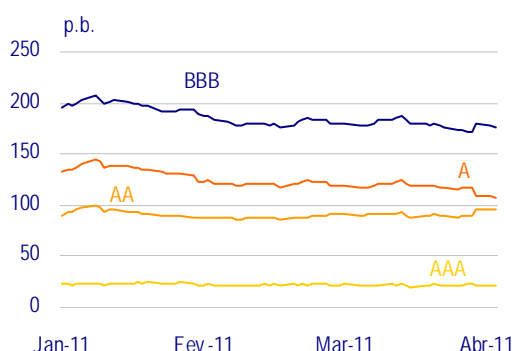
□ No mercado de dívida diversa, desde o início do ano, verifica-se que os **spreads têm mantido, em termos médios, um desempenho relativamente estável**, em todas as categorias de *rating* de investimento e na generalidade dos sectores de actividade. De facto, o desempenho do mercado secundário de dívida diversa não reflectiu de forma significativa nas últimas semanas o impacto de um esperado aumento do grau de aversão ao risco ditado pela crise geopolítica que se tem desenrolado no Norte de África, e que se traduziu em penalizações dos mercados de acções ou na subida dos mercados de dívida pública. Ou seja, a situação de incerteza, nomeadamente quanto ao impacto no preço do petróleo e o efeito que isso poderá ter na actividade das empresas, não se tem reflectido numa penalização significativa do mercado de dívida diversa. Antes pelo contrário, o mercado continua focado nas perspectivas positivas em termos de actividade económica.

□ O dinamismo do mercado é igualmente visível na actividade em mercado **primário**. Em Março, registou-se um total de EUR 73.10 mil milhões em emissões europeias, o que faz subir para EUR 230 mil milhões o total do ano. O que significa que o recurso ao crédito por parte das empresas neste início de ano se mostra elevado, confirmando o padrão de sazonalidade que tipicamente favorece o primeiro trimestre do ano. Ainda assim, o montante total emitido encontra-se aquém do verificado em igual período do ano anterior. Finalmente, refira-se que são as instituições financeiras os principais emitentes em euros no mês de Março, à semelhança do verificado nos meses anteriores.

□ Apesar do ambiente de maior aversão ao risco, no curto prazo, as perspectivas mantêm-se favoráveis para as empresas que queiram recorrer ao financiamento no mercado de crédito, na medida em que se mantém um **cenário de elevada liquidez e baixas taxas de juro**. As informações relativamente às empresas continuam a revelar-se sólidas, e as perspectivas de negócio apresentam-se benignas com estimativas de crescimento favoráveis nos principais blocos económicos. O risco que se coloca a este cenário prende-se com os possíveis impactos da forte subida do preço do petróleo no crescimento da economia mundial; ou os efeitos que a anunciada crise no Japão poderá ter na economia global.

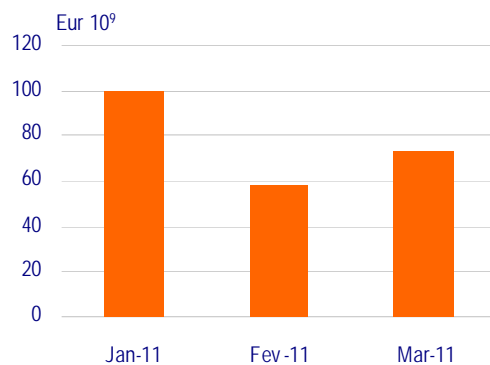
□ Nos países europeus periféricos, porém, a crise da dívida soberana tem tido implicações nas emissões de dívida das empresas residentes. Particularmente em Portugal, as agências de *rating* têm vindo a proceder a sucessivas revisões em baixa das notações de *rating* das empresas domésticas, particularmente das empresas financeiras, mas também das empresas não-financeiras da esfera do Estado, algumas caindo para categoria especulativa, praticamente bloqueando o seu acesso ao mercado de dívida.

Spreads de dívida diversa, 7-10 anos (EUR)



Fonte: Bloomberg

Emissões de dívida diversa em euros



Fonte: BPI

MERCADOS ACCIONISTAS: A TENDÊNCIA COMPRADORA MANTÉM-SE

▫ **Passado o período mais dramático dos trágicos acontecimentos no Japão, conjugado com receios mais contidos relativamente à instabilidade no Magrebe/Médio Oriente e à crise das dívidas soberanas no seio da União Europeia, retornou o interesse comprador à generalidade dos mercados accionistas.** De facto, perante os acontecimentos apontados, assistiu-se ao longo da primeira metade do mês de Março a um movimento de fuga (venda derivada da incerteza mas também tomada de proveitos), que está praticamente anulado. Tanto os índices americanos como europeus estão muito próximo dos valores máximos de Fevereiro ou romperam mesmo essa referência. No caso do Japão, regressou igualmente a atitude compradora, tendo o índice nipónico voltado aos valores anteriores ao terramoto/maremoto. No entanto, o NIKKEI 225 já não mostrava anteriormente a construção de uma nítida tendência de ascensão.

▫ **Em termos trimestrais, Wall Street verificou o melhor primeiro trimestre dos últimos 13 anos, beneficiando das boas perspectivas da economia norte-americana.** Com efeito, os investidores mostram-se cada vez mais optimistas, dado que os mais recentes dados económicos não têm desiludido. Relativamente ao mercado de trabalho, a actual dinâmica tem mesmo surpreendido. A queda abrupta da taxa de desemprego (agora nos 8.8%, valor de Março) e a criação sistemática de novos postos de trabalho (216 mil em Março, após 194 mil em Fevereiro), que já ultrapassou o valor de referência/psicológico dos 200 mil por mês, mostram a consolidação da retoma económica de 2010. Por outro lado, espera-se que crescimento estimado da economia mundial se mantenha, embora tenha aumentado o risco em consequência do receio e incerteza introduzidos pelos factores já mencionados no parágrafo anterior. Actualmente, calcula-se que os efeitos económicos da tragédia nipónica na região e no mundo poderá não ser tão expressiva como se receava inicialmente. Refira-se que, em termos comparativos, o peso bolsista do Japão a nível mundial na altura do terramoto de Kobe em 1995 era superior ao actual (18% para 9%). Do mesmo modo, no que respeita à instabilidade político-social no Magrebe/Médio Oriente, o efeito contágio mostra-se agora aparentemente mais estancado.

▫ **O bom momento bolsista tem tido igualmente o contributo de novos movimentos ao nível de fusões e aquisições, nomeadamente nos sectores químico e farmacêutico.**

▫ **Para o futuro, para além do comportamento da actividade económica e da expectativa dos diversos agentes, os investidores do mercado bolsista irão estar atentos ao comportamento da inflação, que aparentemente ainda é benigno e limitado no prazo, e a consequentes alterações de política monetária nos dois lados do Atlântico.** É esperada a antecipação por parte do BCE, através da subida das taxas de juro directoras, mas não se espera que a Reserva Federal inicie já secagem de liquidez introduzida no âmbito das medidas extraordinárias implementadas. Neste âmbito, poderá haver uma momentânea tomada de proveitos e uma diminuição do fluxo de capitais para os mercados bolsistas, mas a solidez da tendência parece-nos para já inabalável, tanto mais que o abandono de políticas monetárias de excepção são boas notícias sobre a saúde da economia.

▫ **No caso dos índices Ibéricos, e concretamente do PSI20, a cada vez mais fraca notação do crédito da República, assim como dos bancos e das empresas mais representativas, está a levar à falta de interesse dos investidores.** Com efeito, IBEX35 e PS20 deverão ter grandes dificuldades em se aproximar e ultrapassar os valores máximos de 2009 e 2010, como aconteceu com outros índices europeus.

Variação trimestral, %

	Abertura 01.01.2011	Abertura 01.04.2011	
DJI	11577.43	12321.02	6.4
S&P 500	1257.62	1325.83	5.4
NASDAQ	2676.65	2796.67	4.5
NIKKEI 225	10352.19	9757.28	-5.7
EUROSTOXX	2807.76	2923.02	4.1
DAX	6973.39	7086.56	1.6
CAC 40	3847.63	4014.58	4.3
IBEX 35	9899.4	10657.2	7.7
PSI 20	7649.87	7775.51	1.6

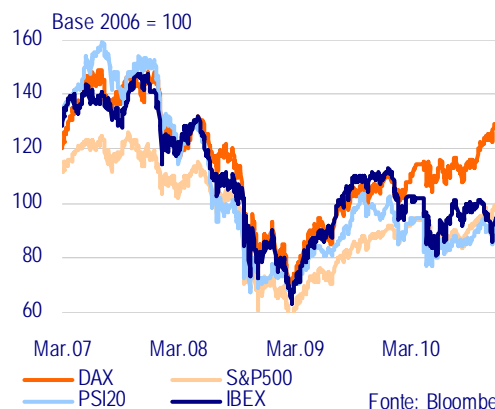
Fonte: Reuters, BPI.

NIKKEI 225 com tendência mais contida; restante Ásia mais forte



Fonte: Reuters

Mercados Ibéricos penalizados



Fonte: Bloomberg

Agostinho Leal Alves



Mercados Financeiros em revista

COMMODITIES: REGRESSOU A SUBIDA DOS PREÇOS

□ **Uma conjugação de factores fez regressar a pressão de subida generalizada dos preços aos mercados de matérias-primas, em consequência de prováveis estrangulamentos do lado da oferta, embora se possa antecipar uma momentânea diminuição da procura:** inesperada e surpreendente turbulência político-social na sensível região do Magrebe e do Médio Oriente, agora centrada na Líbia, e o risco de contágio a outros países; para além da discussão acerca das consequências económicas na região (China e outros importantes parceiros comerciais), poderá haver interesse em substituir parte da energia nuclear (o Japão perdeu cerca de 20% da sua capacidade nuclear total) pela utilização do petróleo, gás natural e carvão, de que é bastante dependente. Por outro lado, esta tendência de agravamento dos preços atrai investimentos acrescidos numa vertente mais especulativa, para além do refúgio nos metais preciosos, que potencia ainda mais a tendência de alta.

□ **Os acontecimentos do Japão terão, sem dúvida, efeitos no crescimento económico nos principais parceiros comerciais (sendo a China o principal fornecedor), não havendo certezas quanto aos reflexos na procura energética por parte destes países.** No entanto, há uma situação concreta que limitará a oferta de produtos refinados na região da Ásia-Pacífico, onde o Japão é um dos principais fornecedores: as refinarias nipónicas de Chiba e de Sendai ficaram seriamente afectadas na sua capacidade de refinação e de distribuição de combustível.

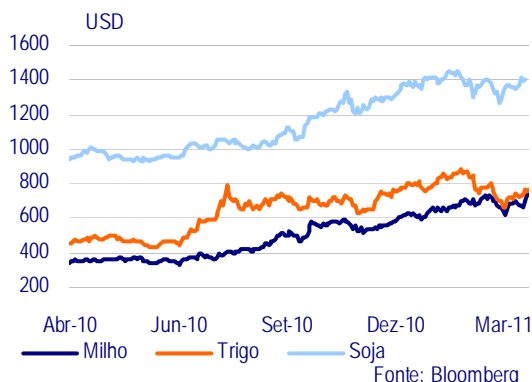
□ Do lado dos **bens agrícolas**, se a China perdeu um importante mercado, o Japão viu também desaparecer parte das produções agrícolas e gado da região Norte. Mas os EUA saem igualmente afectados, já que o Japão é um dos seus principais mercados de venda de produtos agrícolas e de animais (carne de porco e de vaca). Entretanto, tem suscitado interesse redobrado a evolução da produção agrícola americana de Primavera. Segundo se prevê, podem vir a ser alcançados recordes na produção de milho e trigo.

□ Nos **metais base**, embora exista preocupação com a diminuição da procura para a indústria, com o desaparecimento e fecho de fábricas nipónicas, a reconstrução do país está a gerar expectativas positivas. Espera-se que o cobre e o zinco possam sair beneficiados com o acréscimo da procura, assim como o níquel e o alumínio.

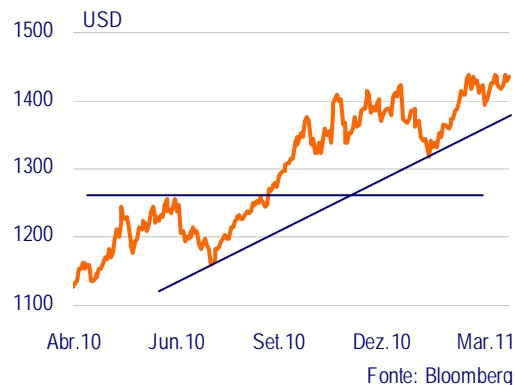
□ No mercado do **petróleo**, face aos acontecimentos na Líbia, a Arábia Saudita (maior produtor mundial e da OPEP) indicou que pretende expandir a sua capacidade de produção. Por outro lado, os rebeldes têm permissão para vender o petróleo, não estando sujeitos às sanções internacionais. Com base nos mais recentes números da AIE, foi alcançado em Fevereiro o valor de oferta global mais alto de sempre (89 mb/d), com o aumento da produção do Alasca e do Canadá. Quanto à procura, este organismo continua a prever um valor de 89.4 mb/d em 2011 (87.9 mb/d em 2010).

□ **O reaparecimento da incerteza aos mercados financeiros levou o preço do ouro a registar novos valores máximos de sempre, 1471 onça troy.** Igualmente, a prata verificou grande procura devido ao risco geopolítico e alcançou o nível máximo de 40 dólares a onça. Também o receio de uma espiral inflacionista ajuda ao aumento do investimento nos metais preciosos.

Os preços do milho, trigo e soja mantêm tendência de subida, após movimentos de correcção



Preço do ouro: perdura o refúgio no ouro com o retorno da incerteza



Preço do crude: novos máximos com a manutenção do factor geoestratégico



Agostinho Leal Alves

Previsões Económicas do BPI

EUA&UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
EUA	2.8%	3.0%	2.5%	1.6%	2.5%	2.5%
Zona Euro	1.7%	1.8%	1.6%	1.6%	2.4%	2.0%
Portugal	1.4%	-1.5%	0.8%	1.4%	3.3%	1.8%

Fonte: Banco BPI.

Nota: * Taxa de Variação Média; IPCH para Zona Euro.
Indicam-se, a laranja, as alterações recentes.

Portugal

	2010	2011	2012
Consumo privado	2.0	-2.0	0.9
Consumo público	3.2	-8.0	-3.7
Investimento	-5.6	-7.5	-2.7
Exportações	8.7	5.5	4.2
Importações	5.4	-3.0	-0.4
PIB	1.4	-1.5	0.8
Défice Orçamental	8.6	4.6	3.0
Déf. orç. s/ medidas extraordinárias	7.9	4.7	-
Taxa de inflação média	1.4	3.3	1.8
Taxa média de desemprego	10.8	11.2	11.1

Fonte: Banco BPI.

Previsões

Previsões Económicas

	Taxa de Inflação			Saldo Orçamental/PIB			Dívida Pública/PIB			BTC/PIB			Desemprego			Crescimento PIB		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
E.U.A.	1.6	1.8	1.7	-9.8	-9.1	-7.2	84.9	90.6	91.5	-3.3	-3.5	-3.8	9.7	9.3	8.5	2.8	2.8	3.0
Japão	-0.9	-0.2	0.1	-8.7	-8.2	-7.9	217.2	223.6	223.6	3.4	3.3	3.5	5.1	4.8	4.4	3.8	1.3	2.1
UE	1.7	1.8	1.8	-6.8	-5.1	-4.1	84.1	86.5	87.8	-0.6	-0.6	-0.4	9.6	9.5	9.1	1.7	1.7	1.9
UEM	1.6	2.1	1.8	-6.1	-4.6	-3.6	83.8	86.5	86.6	-0.3	0.0	0.3	10.0	9.8	9.4	1.7	1.7	1.8
Alemanha	1.2	1.8	2.0	-3.9	-2.9	-1.4	79.5	80.2	79.4	5.4	5.2	4.7	7.4	7.1	6.5	3.5	2.6	2.0
França	1.6	1.6	1.7	-7.6	-6.2	-4.6	83.0	87.3	89.0	-2.1	-2.0	-2.2	9.6	9.3	8.7	1.5	1.7	1.9
Itália	1.5	2.0	2.0	-4.9	-4.2	-3.4	118.9	120.1	120.1	-3.4	-3.2	-2.9	8.5	8.4	7.9	1.1	1.2	1.4
Espanha	1.8	1.9	1.6	-9.3	-6.6	-5.0	62.0	69.4	73.4	-4.8	-3.7	-3.2	20.1	19.9	19.0	-0.2	0.6	1.4
Holanda	1.0	1.6	1.8	-5.7	-4.1	-3.1	63.8	66.0	66.4	5.9	6.3	6.5	4.7	4.6	4.5	1.7	2.1	2.0
Bélgica	2.2	2.1	1.9	-4.6	-4.2	-3.6	97.7	99.6	100.9	1.0	1.6	2.3	8.6	8.6	8.5	2.0	1.9	1.9
Austria	1.7	2.0	1.9	-4.2	-3.3	-2.8	71.4	71.7	72.6	2.8	3.4	3.8	4.4	4.3	4.2	1.9	2.1	1.9
Finlândia	1.6	2.1	1.9	-3.4	-2.3	-1.7	48.7	50.6	52.6	2.1	2.4	2.7	8.5	8.1	7.5	2.8	2.8	2.4
Grécia	4.7	2.8	1.6	-9.4	-7.8	-7.0	140.1	151.9	158.7	-10.0	-7.7	-5.8	12.2	14.8	15.4	-4.2	-3.0	0.8
Irlanda	-1.5	0.8	1.3	-27.9	-10.0	-8.2	97.1	107.0	113.1	-1.4	0.6	1.8	13.5	13.4	12.8	-0.4	1.2	2.2
Reino Unido	3.2	3.3	2.0	-10.2	-8.1	-4.9	72.6	77.7	77.5	-2.3	-1.6	-0.7	7.8	7.7	8.0	1.4	1.9	2.3
Suécia	1.3	2.0	2.1	-1.2	-0.3	0.8	39.9	37.6	34.6	6.5	6.4	6.4	7.9	7.3	7.3	5.1	3.9	2.9
Dinamarca	2.2	2.0	1.9	-4.5	-4.0	-3.2	44.0	46.8	47.6	4.5	3.9	3.7	5.6	5.6	5.4	2.1	2.1	2.0
Luxemburgo	2.6	2.0	1.9	-2.2	-1.4	-0.9	18.3	20.2	20.4	7.8	7.3	8.0	5.8	5.7	5.6	3.1	3.0	3.0
Suiça	0.7	0.6	1.3	0.0	0.3	0.6	31.3	29.7	28.4	11.8	11.4	11.3	3.9	3.4	3.1	2.7	2.3	2.1
Portugal	1.3	2.2	1.5	-7.5	-5.3	-4.5	82.7	88.5	91.4	-10.0	-8.4	-7.6	10.7	11.2	11.1	1.3	-0.7	0.7

Fontes: Média simples de previsões mais recentes: da OCDE, UE, FMI, BdP, Economist, e outras instituições.

Notas: O uso de médias de várias previsões pode gerar valores incongruentes entre si.

Previsões Económicas dos Mercados Emergentes

	Taxa de Inflação			Crescimento PIB			Tx. de Desemprego			Dívida Pública/PIB			Saldo Orç./PIB			BTC/PIB			Dívida Externa/PIB		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Brasil	5.2	5.1	4.8	7.1	4.6	4.5	6.8	6.5	6.2	42.6	41.3	39.0	-1.7	-1.7	-2.5	-2.5	-3.1	-3.5	12.7	12.9	n.a.
México	4.3	3.6	3.5	4.8	3.7	4.1	5.5	4.9	4.7	34.2	33.8	32.7	-2.5	-2.0	-1.4	-1.0	-1.2	-2.1	19.5	18.8	n.a.
Argentina	16.7	17.5	20.2	7.3	4.6	4.0	8.1	7.6	7.5	50.5	46.9	n.a.	-1.0	-1.6	-1.1	1.3	0.3	-0.2	50.5	42.3	n.a.
Chile	2.9	3.4	3.1	5.4	5.8	5.1	8.7	8.7	8.5	5.6	4.8	n.a.	-2.5	-1.0	-0.2	-0.7	-2.1	-2.9	114.5	116.5	n.a.
R. Checa	1.6	2.2	2.1	2.3	2.5	3.3	8.0	7.8	7.3	39.6	42.7	45.2	-4.9	-4.5	-3.8	-1.6	-1.6	-1.4	40.7	41.5	n.a.
Polónia	2.6	3.0	2.8	3.5	4.0	4.2	10.7	9.9	9.1	54.2	55.6	58.0	-6.7	-6.0	-5.7	-2.5	-3.1	-3.5	57.8	53.4	54.7
Hungria	4.7	3.4	3.2	1.0	2.7	3.1	10.6	10.7	10.3	79.2	78.5	78.6	-3.8	-3.2	-3.8	0.2	-0.6	-0.7	140.3	138.0	142.0
Rússia	7.0	7.6	6.5	3.8	4.3	4.3	7.9	7.5	7.3	9.4	11.1	11.0	-4.1	-2.8	-2.1	4.9	3.3	2.3	32.9	28.5	25.8
China	3.2	3.5	3.4	10.2	9.3	9.1	4.5	4.1	4.0	21.3	21.3	18.7	-2.2	-1.8	-1.6	5.5	5.0	4.9	6.7	5.6	3.1

Fontes: Média simples de previsões mais recentes: FMI, OCDE, CE e outras instituições.

Previsões para as Taxas de Câmbio

07.Abr.11

Taxas de Câmbio	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.41	1.39	1.38	1.40	1.42
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.44	1.42	1.38	1.38
USD/JPY	81.68	80.86	82.56	83.67	85.78
USD/JPY (Prev. BPI)	-	85.00	85.00	86.00	86.00
EUR/JPY	115.02	111.17	114.32	117.27	121.44
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	122.40	120.70	118.68	118.68
EUR/GBP	0.88	0.87	0.86	0.85	0.85
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.88	0.87	0.86	0.86
EUR/CHF	1.29	1.30	1.31	1.33	1.34
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.30	1.30	1.32	1.32

Fonte: Médias de previsões pelo BPI, JPMorgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Paribas, Credit Suisse

Nota: São apresentadas duas projecções relativas aos preços, uma desenvolvida pelo BPI e outra resultante de uma média simples de previsões de várias instituições.

Previsões para as Taxas de Juro

04.Mar.11

	Taxas de Juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas				
	Taxa act.	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread act.	...a 1 mês...	a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de Juro 3 M										
EUR	1.27%	1.31%	1.54%	1.78%	2.07%	90	103	125	143	165
EUR (Prev. BPI)	-	1.35%	1.55%	1.90%	2.35%		103	120	150	185
USD	0.29%	0.28%	0.30%	0.35%	0.42%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.32%	0.35%	0.40%	0.50%		-	-	-	-
JPY	0.20%	0.18%	0.21%	0.22%	0.21%	-11	-10	-9	-14	-21
JPY (Prev. BPI)	-	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%		-12	-15	-20	-30
GBP	0.82%	0.80%	0.96%	1.23%	1.51%	51	52	67	88	109
GBP (Prev. BPI)	-	0.85%	1.00%	1.25%	1.50%		53	65	85	100
CHF	0.18%	0.23%	0.39%	0.59%	0.96%	-13	-5	9	23	54
CHF (Prev. BPI)	-	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%		-7	15	35	50
Taxas de juro 10 A										
POR	8.17%	7.00%	6.70%	6.65%	6.35%	470	351	307	291	234
POR (Prev. BPI)*	-	8.45%	8.55%	8.60%	8.80%		350	320	305	195
ALE	3.30%	3.36%	3.46%	3.57%	3.73%	-17	-13	-17	-17	-28
ALE (Prev. BPI)	-	3.25%	3.35%	3.40%	3.60%		-25	-15	-20	-80
EUA	3.47%	3.49%	3.63%	3.74%	4.01%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	3.50%	3.50%	3.60%	4.40%		-	-	-	-
JAP	1.26%	1.29%	1.31%	1.33%	1.33%	-222	-219	-232	-242	-268
JAP (Prev. BPI)	-	1.25%	1.20%	1.25%	1.30%		-225	-230	-235	-310
RU	3.63%	3.78%	3.86%	4.00%	4.22%	16	30	23	26	21
RU (Prev. BPI)	-	3.80%	3.80%	3.80%	4.00%		30	30	20	-40
SUI	1.90%	1.90%	2.13%	2.34%	2.60%	-157	-159	-150	-141	-141
SUI (prev. BPI)	-	1.90%	1.90%	2.00%	2.30%		-160	-160	-160	-210

Fonte: Médias de previsões pelo BPI, JPMorgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Paribas, Credit Suisse

Nota: São apresentadas duas projecções relativas aos preços, uma desenvolvida pelo BPI e outra resultante de uma média simples de previsões de várias instituições.

* A partir do anúncio do recurso de Portugal à ajuda externa (CE/FMI), o Tesouro deixou de recorrer ao mercado primário de dívida, sendo estas taxas meramente indicativas do mercado secundário.

Previsões

Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais						
Taxa de referência	Nível em 01.Jan.10	Nível actual 07.Abr.11	Data da última alteração	Próxima(s) Reuniões	Possível decisão da próxima reunião	
Bancos Centrais G-7						
Reserva Federal dos EUA	0%-0.25%	0%-0.25%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	26/27 Abr; 21/22 Jun; 9 Ago 1*	Sem alteração	
Banco Central Europeu	1.00%	1.25%	7-Abr-11 (+25 pb)	5 Mai; 9 Jun 2*	Sem alteração	
Banco do Japão 3*	0.10%	0.10%	19-Dez-08 (-20 pb)	28 Abr; 19/20 Mai	Sem alteração	
Banco do Canadá	0.25%	1.00%	8-Set-10 (+25 pb)	12 Abr; 31 Mai	-	
Banco de Inglaterra	0.50%	0.50%	5-Mar-09 (-50 pb)	4/5 Mai; 8/9 Jun	+25 pontos base	
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	0%-0.75%	0%-0.75%	12-Mar-08 (-25 pb)	4*	-	
Riksbank (Suécia)	0.25%	1.50%	16-Fev-11 (+25 pb)	19 Abr; 30 Junho	-	
Norges Bank (Noruega)	1.75%	2.00%	5-Mai-10 (+25 pb)	12 Mai; 22 Jun	-	
Banco Nacional da Dinamarca	1.00%	0.75%	15-Jan-10 (-25. pb)	5*	-	
Reserve Bank (Austrália)	3.75%	4.75%	3-Nov-10 (+25 pb)	6 Mai; 6 Ago 6*	-	
América Latina						
BACEN (Brasil)	8.75%	11.75%	02-Mar-11 (+50 pb)	19/20 Abr; 7/8 Jun	+50 pontos base	
BANXICO (México)	4.50%	4.50%	15-Mai-09 (-75 pb)	15 Abr; 27 Mai	Sem alteração	
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	3.50%	4.00%	6-Abr-11 (+25 pb)	19 Abr; 10/11 Mai; 17 Mai	-	
NBH (Hungria)	6.25%	6.00%	25-Jan-11 (+25 pb)	-	-	
CNB (República Checa)	1.00%	0.75%	7-Mai-10 (-25 pb)	Regra geral - Todas as 5ª feiras	-	

Notas: 1* Normalmente as alterações de taxas são anunciadas nas datas dos FOMC. No entanto poderão ser criadas reuniões intermédias, e as taxas poderão ser alteradas em qualquer altura.

2* De acordo com o BCE, apenas a 1ª reunião de cada mês serve para anunciar alterações na sua política monetária. No entanto, existe a possibilidade de poder alterar essa mesma política em qualquer altura.

3* O Banco do Japão, em 9 de Março de 2006, anunciou o fim da sua política monetária ultra-expansionista, através do abandono da injeção de liquidez no mercado em vigor desde Março de 2001, e do retorno à condução da sua política monetária através da gestão da taxa O/N

4* Reuniões regulares todas as 5ª feiras. Próximas reuniões com conferência de imprensa sobre política monetária: 10 Dezembro 2009

5* Sem datas pré-marcadas. Normalmente nos mesmos dias das alterações do BCE (5ª feira)

6* O Banco Central da Austrália anuncia alterações de taxas um dia depois da sua reunião mensal.

7* As taxas de juro dos cetes são definidas semanalmente (todas as 5ª feiras) através de um mecanismo de leilões.

Previsões para as Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes

07.Abr.11

Taxas de Câmbio	Taxa actual...	a 1 mês...	a 3 meses...	a 6 meses...	a 1 ano
USD/BRL	1.67	1.68	1.68	1.68	1.71
USD/MXN	12.04	11.91	11.79	11.82	11.88
USD/ARS	3.98	4.07	4.09	4.16	4.30
EUR/CZK	24.20	24.17	24.36	24.26	24.27
EUR/PLN	3.88	3.92	3.93	3.89	3.87
EUR/HUF	274.92	275.80	275.83	275.83	277.33
USD/RUB	29.74	28.27	28.59	28.72	28.79
USD/CNY	6.59	6.49	6.44	6.38	6.28

Fonte: Médias de previsões pelo BPI, JPMorgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Paribas, Credit Suisse

Nota: Média simples de previsões de várias instituições.

Legenda: BRL - Real do Brasil

PLN - Zloty da Polónia

MXN - Peso Mexicano

HUF - Forint da Hungria

ARS - Peso Argentino

RUB - Rublo da Rússia

CZK - Coroa Checa

CNY - Renminbi/Yuan da China

Previsões para as Taxas de Juro dos Mercados Emergentes¹⁾

07.Abr.11

	Taxas de Juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas ⁷⁾				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de juro 3 M ²⁾										
BRL	11.14%	12.75%	12.78%	12.78%	12.78%	1083	1248	1248	1242	1238
MXN	4.53%	4.50%	4.50%	4.75%	5.50%	422	423	421	439	510
ARS	12.44%	n.d.	9.50%	9.60%	9.80%	1213	n.d.	921	924	940
CZK	0.71%	1.00%	1.38%	1.48%	1.88%	39	73	108	112	148
PLN	3.97%	4.25%	4.28%	4.55%	4.75%	366	398	398	419	435
HUF	5.84%	6.00%	6.05%	6.20%	6.38%	553	573	576	584	598
RUB	4.72%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	441	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CNY	7.20%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	689	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Taxas de juro de longo prazo										
BRL 10Y ³⁾	3.81%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	165	-	-	-	-
MXN 10Y ³⁾	7.35%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	130	-	-	-	-
ARS 27Y ⁴⁾	9.04%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	471	-	-	-	-
CZK 10Y ³⁾	4.05%	n.d.	3.20%	3.30%	3.70%	90	-	-	-	-
PLN 10Y ³⁾	6.28%	n.d.	5.50%	5.70%	5.90%	313	-	-	-	-
HUF 10Y ³⁾	7.44%	n.d.	8.00%	8.20%	8.40%	429	-	-	-	-
RUB 13Y ⁵⁾	7.79%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	188	-	-	-	-
CNY 9Y ⁶⁾	4.02%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	87	-	-	-	-

Nota: ¹⁾ Médias de previsões pelo BPI, JPMorgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Paribas, Credit Suisse²⁾ As taxas de juro de curto prazo mencionadas para o Brasil é a taxa swap de 30 dias, para o México repo de CETE de 91 dias e para a Argentina a BAIBOR dos 90 dias³⁾ A yield apresentada refere-se ao Benchmark 10 Y publicado na REUTERS⁴⁾ O empréstimo argentino em USD, cupão 8.28%, maturidade em 31/12/33⁵⁾ Empréstimo russo em USD, cupão 11.00% e maturidade 24/07/18⁶⁾ Empréstimo chinês em EUR cupão 4.25% e maturidade 28/10/14⁷⁾ Os spreads de CZK, PLN, HUF e CNY resultam da comparação directa entre a yield do benchmark dos Bunds a 10 anos e a yield aqui apresentada

Os spreads de BRL, ARS, MXN e RUB são os calculados pela JP Morgan nos índices EMBI

O QUE A GRÉCIA PODE ENSINAR A PORTUGAL SOBRE UM PROGRAMA DE APOIO INTERNACIONAL?

O programa de auxílio financeiro internacional à Grécia suportado pelas instâncias europeias e pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) obriga à execução de um plano de austeridade, de gestão da dívida pública, de apoio ao sector financeiro e de reformas estruturais.

1. AS METAS FISCAIS

No que respeita às **metas fiscais**, o acordo celebrado entre autoridades helénicas e organismos internacionais é muito claro. Primeiro, a meta de défice público para 2011 está definida em 17 mil milhões de euros (ou 7.5% do PIB). Na medida em que a execução em 2011 aponta para um desvio de cerca de 0.75% do PIB terão de ser tomadas medidas correctivas adicionais no decurso do ano fiscal. Segundo, está em preparação uma estratégia orçamental de médio prazo, estabelecendo tectos de despesa por ministério e objectivos fiscais individuais para as várias entidades da Administração Pública até 2014. Serão adoptadas, igualmente, medidas para suportar a concretização das metas fixadas. Cada plano sectorial deverá preservar a rede de protecção social e limitar o impacto no crescimento económico do ajustamento fiscal.

Medidas fiscais incluídas no programa grego	2010	2011	2012	2013	em milhões de euros	
					Total	% do PIB
1. Medidas do lado da receita						
Aumento das taxas do IVA (10% para 11%; 21% para 23%)	800	1000	0	0	1800	0.8
Alargamento da base do IVA	0	1000	500	0	1500	0.7
Aumento do imposto sobre combustíveis	200	250	0	0	450	0.2
Aumento do imposto sobre tabaco	200	300	0	0	500	0.2
Aumento do imposto sobre bebidas alcoólicas	50	50	0	0	100	0
Aumento do imposto sobre bebidas não-alcoólicas	0	0	300	0	300	0.1
Aumento do imposto sobre bens de luxo	0	100	0	0	100	0
Aumento de impostos verdes	0	300	0	0	300	0.1
Aumento dos direitos sobre jogo	0	200	400	0	600	0.3
Aumento das licenças de jogo	0	500	225	-725	0	0
Impostos especial sobre empresas altamente lucrativas	0	600	0	0	600	0.3
Pagamento por conta para profissões liberais	0	400	100	0	500	0.2
Tributação de benefícios em espécies (carros)	0	150	0	0	150	0.1
Especificação contabilística de rendimentos	0	50	0	0	50	0
Aumento da avaliação legal dos imóveis	0	400	200	100	700	0.3
Amnistia de violação do uso da terra	0	500	0	0	500	0.2
Tributação de estabelecimentos ilegais	0	800	0	0	800	0.3
2. Medidas do lado da despesa						
Redução dos custos com pessoal por corte de bónus	1100	400	0	0	1500	0.7
Redução da força de trabalho (20 000)	0	0	600	500	1100	0.5
Introdução de tabela salarial unificada na Adm. Públ.	0	100	0	0	100	0
Eliminação de bónus nas pensões (excepto mínimas)	1500	500	0	0	2000	0.9
Redução das pensões a partir de determinado limite	350	150	0	0	500	0.2
Congelamento nominal das pensões	0	100	250	200	550	0.2
Redução do subsídio de desemprego	0	0	500	0	500	0.2
Cancelamento de 2ª prestação de subsídio de solidariedade	400	0	0	0	400	0.2
Corte de consumos intermédios	700	300	0	0	1000	0.4
Redução de chefias na Adm. Pública	0	500	500	500	1500	0.7
Redução das transferências para empresas públicas	0	0	1500	0	1500	0.7
Corte no investimento público	500	500	500	0	1500	0.7
Reduções por via de reformas estruturais	0	0	0	4200	4200	1.8
Total	5800	9150	5575	4775	25300	11.0
Receitas	1250	6600	1725	-625	8950	3.8
Despesas	4550	2550	3850	5400	16350	7.2

Fonte: FMI.

Opinião

Objectivos de consolidação fiscal 2012-2014

Área de reforma	Áreas objectivo	Calendário	Despesa 2011	Obj. das autoridades
Reestruturação das empresas públicas	- Revisão da política tarifária. - Prioritizar investimento - Reduzir custos operacionais - Apertar congelamento de admissões, reduzir operações, diminuir benefícios e alinhar remunerações com sector privado - Venda de activos não-estratégicos e aumento de dividendos.	Final de Junho 2011 para Adm. Central, para todos os outros final de 2011.		1-1.5% do PIB
Eliminar entidades públicas desnecessárias	- Eliminar entidades sem funções - Deslocar funções para o adequado ministério da tutela, com funções sobrepostas - Fundir entidades com funções semelhantes e eliminar duplicação - Alinhar custos operacionais com concorrentes do sector privado	Adoptar durante 2011 e 2012	0.8% do PIB	
Simplificar o sistema tributário	- Alargar a base do IRC - Racionalizar o sistema de tributação sobre rendimentos de capital - Reduzir isenções e incentivos fiscais	Final de Junho 2011	3% do PIB	2-4% do PIB
Reforma da administ. pública	- Reduzir organizações e actividades do sector público, no seguimento da avaliação funcional	OE 2012		
Reforma da despesa social	- Diminuição de benefícios a famílias acima da linha de pobreza (melhorar os alvos) - Eliminar duplicação de benefícios	OE 2012	18% do PIB	1-2% do PIB
Contenção da factura salarial	- Apertar o congelamento de admissões, limitar o número de contratos, e reduzir a dimensão da administração pública em todos os sectores - Aumentar horas trabalhadas de 7 para 8 (limite no sector privado) e reduzir trabalho extraordinário - Simplificar os esquemas remuneratórios, e.g. limitar o rácio de benefícios vs salário base	Final de Junho 2011	10% do PIB	2% do PIB
Contenção da despesa militar, particularmente compras	- Reduzir despesa militar para média da EU, e.g. melhoria do sistema de compras e eficiência de custo na despesa operacional		3.6% do PIB (2009)	1% do PIB
Prioritizar investimento interno	- Prioritizar melhor o investimento baseado em concessões com impacto no crescimento	Final de Junho 2011	2.5% do PIB (excl. fundos da EU)	
Reforma da saúde	- Introdução do sistema de clínico geral; deslocamento de pagamentos informais para participações formais		6% do PIB	1% do PIB

Fonte: FMI.

No âmbito dos **planos sectoriais**, relativamente às empresas públicas, pretende-se aumentar a sua eficiência em linha com os seus pares no sector privado e em sectores europeus comparáveis. Os planos contemplarão: aumentos do tarifário, redução dos custos operacionais, priorização de investimentos, ajustamentos na força de trabalho, folha salarial e benefícios. Será igualmente definido quais as empresas que se manterão nas mãos do Estado bem como será reforçada a legislação relativa ao governo destas empresas, melhorando o enquadramento de supervisão e controlo das mesmas.

No que se refere a **fundos e serviços autónomos**, o plano sectorial visa simplificar a estrutura do sector público, devendo identificar as entidades com duplicação de funções, as contas que deverão ser integradas no orçamento do Estado, as entidades que poderão ser privatizadas ou encerradas. O plano terá um prazo de execução de dois anos.

Respeitante à **reforma tributária**, o objectivo consiste em simplificar o sistema fiscal, aumentar a receita tributária de forma progressiva, e facilitar uma administração fiscal mais eficiente, enquanto apoiando o crescimento e o investimento. O código de tributação das

sociedades, o regime fiscal das empresas, isenções e incentivos fiscais, bem como a tributação de ganhos de capital deverão ser as principais áreas de atenção.

Os **custos com pessoal** terão igualmente um plano específico. Os levantamentos realizados identificaram um sistema complexo de salários e benefícios, níveis gerais de remuneração acima dos comparáveis no sector privado e má afectação de recursos humanos. Consequentemente, o plano deverá privilegiar a redução do excesso de emprego, impondo políticas rigorosas de contratação e cancelamento de posições vagas. Deseja-se ainda a simplificação da tabela salarial e benefícios.

Para a organização da **Administração Pública** considera-se necessário um plano destinado a identificar serviços, programas a racionalizar (ou porque existem no sector privado ou porque já não se justificam) e organizações públicas a eliminar porque em sobreposição (propostas do plano a executar até final de 2012).

A reforma da **despesa social** também exige um plano de acção no qual se estabelecem os programas sociais a eliminar por duplicação ou para melhor direccionamento para o público-alvo.

O plano associado ao **investimento público** priorizará projectos e estimará em cada caso possíveis poupanças resultantes de recalendrarização dos empreendimentos. Também identificará os projectos que poderão ser acelerados para promover o crescimento económico.

Também se continuarão a aprofundar as reformas na **Segurança Social** e na **Saúde**. A respeito dos gastos com a saúde, pretende-se desenvolver reformas de redução de custos nos hospitais, nos esquemas de comparticipação de medicamentos, aplicando listas de produtos farmacêuticos não-comparticipados. Os hospitais públicos serão totalmente informatizados, instituindo-se um sistema geral de prescrição electrónica. Serão definidos objectivos quantitativos em áreas específicas como: provisão de serviços, despesas farmacêuticas, financiamento do serviço de saúde, sistemas de avaliação e contabilidade.

Existem outras **reformas em curso**, designadamente: reforma da administração tributária (que consiste em planos de combate à evasão fiscal e em mecanismos de investigação e resolução de disputas fiscais e controlo da máquina administrativa da administração fiscal) e reforma do controlo financeiro da administração (que prevê: melhoria do controlo da despesa através da existência de controladores financeiros em cada ministério e entidade pública; avanços no reporte fiscal; e progressos no quadro de elaboração do orçamento, impondo que propostas legislativas com custos para o orçamento exijam avaliação do Ministério das Finanças).

Estado das reformas estruturais fiscais

Acções executadas	Prazo	Observações
Pensões		
Reforma profunda adoptada	Jul-10	Nova legislação reduz aumento projectado da despesa com pensões entre 2010-2060 para 2.5-4.5% do PIB (antes 12.5% do PIB). Existe uma cláusula de salvaguarda que permite ajustar os parâmetros do sistema por decisão administrativa no caso da despesa prevista com envelhecimento populacional superar 2.5% do PIB.
Saúde		
Nova legislação para o sector da saúde	Jul-10	Nova lei impõe independência financeira e contabilística dos fundos de saúde, criando uma agência central de saúde encarregue de adoptar um pacote de benefícios uniforme em todos os fundos, exigindo a integração de todos os fundos da segurança social no Serviço Nacional de Saúde.
Atrasos nos pagamentos identificados e liquidação iniciada	Jun-10	Cerca de EUR 5.5 mil milhões de facturas atrasadas não pagas para o período 2005-2009 no sector da saúde foram identificadas para liquidar através de títulos de dívida pública. Liquidação em progresso.
Preços dos medicamentos reduzido em 20%	Jun-10	Redução geral média de 20% dos custos com medicamentos. Fármacos passam a ter preço de acordo com normas internacionais.
Acções para melhorar orçamentação e reduzir custos com medicamentos	Jan/Fev 2011	OE 2011 consolida pela primeira vez fundos da segurança social; prescrição electrónica e scanning introduzidos; ampliação da lista de medicamentos sem comparticipação; taxas moderadoras aumentadas para EUR 5 (antes EUR 3).
Lei para adopção de reformas nos serviços de saúde e organização	Fev-11	Lei reduz margens de lucro e liberaliza parcialmente a profissão farmacêutica; inicia a unificação de cuidados e serviços primários de saúde; reforma sistemas de fornecimento e compras.

Fonte: FMI.

Opinião

Estado das reformas estruturais fiscais

Acções executadas	Prazo	Observações
Governo local		
Reforma do governo local	Mai-10	Lei reduz o número de municípios (de 3034 para 325), regiões (de 13 para 7, agora designadas de administrações descentralizadas), entidades legais locais (de 6 000 para 1500); transferência de novas funções para administrações locais (e.g. gestão de água, específicos serviços de saúde); estabelece limites para financiamento e dívida. Fusão de governos locais espera-se que esteja concluída em Mar 2011.
Empresas públicas		
Lei da reforma do sector de transporte ferroviário	Out-10	Lei estabelece limites máximos para subsídios do Estado, número de trabalhadores para despedir ou transferir para outras entidades públicas, activos e passivos a transferir para administração central, e enquadramento regulamentar do sector.
Plano de negócios para empresas ferroviárias	Nov-11	Plano de negócios especifica as acções das empresas de caminhos-de-ferro para atingirem <i>breakeven</i> imediatamente, incluindo aumento do tarifário e redução salarial.
Contas trimestrais das 10 empresas com maiores prejuízos publicadas	Out-10	Contas publicadas trimestralmente para 52 empresas públicas.
Redução de salários de empregados de empresas públicas	Jan-11	Salários superiores a EUR 1800 euros/mês reduzidos em 10%, benefícios adicionais limitados a um máximo de 10% da remuneração total; ganhos mensais limitados a EUR 4000/mês.
Lei de reforma das empresas de transporte urbano de Atenas	Fev-11	Lei estabelece limites máximos para subsídios do Estado, número de trabalhadores para despedir ou transferir para outras entidades públicas, passivos a transferir para administração central, reorganização das empresas e sistema de avaliação de desempenho.

Fonte: FMI.

2. A GESTÃO FINANCEIRA

O executivo continua a desejar melhorar a confiança dos mercados e reduzir o prémio de risco, possibilitando um **gradual regresso aos mercados de capitais**. Simultaneamente, o governo elaborou um extenso **programa de privatizações** e alienação de património imobiliário no valor de 15 mil milhões de euros até 2013, devendo acelerar o ritmo posteriormente. O governo helénico identificou activos, entre empresas, imobiliário e propriedades rurais, passíveis de alienação no valor de 44 mil milhões de euros. Finalmente, o governo propõe-se lançar um programa de emissões de dívida pública destinadas à comunidade expatriada grega.

3. POLÍTICAS PARA O SECTOR FINANCEIRO

O sector financeiro **apresentou-se estável durante a crise, permanecendo solvente**, devendo o governo apoiar os esforços de consolidação e reestruturação bancária. O desafio das autoridades helénicas consiste em **facilitar a redução da dependência de liquidez do Banco Central Europeu** enquanto fornecendo as bases para assegurar crescimento sustentável. Deve-se incentivar a preservação de suficiente liquidez no sistema. O Banco da Grécia pediu aos bancos planos de necessidades de financiamento e liquidez de médio prazo, encorajando os bancos a aumentar os rácios de capital e a reestruturar, em caso de necessidade. Impõe-se uma supervisão do sector bancário forte e eficaz.

Dados os riscos de maior aperto das regras de colaterais do Banco Central Europeu no futuro próximo e de novas revisões para baixo da notação de *rating* do soberano e dos bancos gregos, conjugados com as perdas de depósitos associadas à recessão económica e ao reembolso de obrigações, para fazer face a necessidades inesperadas de liquidez, o Banco da Grécia está preparado para estender o programa de cedência de emergência de liquidez (ELA). O governo submeteu para aprovação parlamentar uma nova tranche de garantias no valor de 30 mil milhões de euros para emissões não hipotecárias de bancos, tornando-as elegíveis como colateral junto do BCE.

Considera-se que é o momento certo para começar a planear uma desalavancagem e reestruturação ordenada do sistema bancário. Embora este seja comparativamente menor que em muitos países europeus, a sua avalancagem cresceu significativamente nos últimos anos e a sua dependência de financiamento junto do BCE é uma das mais representativas. Deste modo, o Banco da Grécia solicitou aos bancos locais a elaboração de um plano de financiamento e necessidades de liquidez a médio prazo, no qual têm de avaliar todas as possibilidades de melhoria das suas posições, incluindo a venda de subsidiárias e/ou de activos não fundamentais para a sua actividade. Outra alternativa consiste na reestruturação do sector. Nesse sentido, as autoridades estão determinadas a proceder à reestruturação do sector público bancário. Os quatro principais bancos privados estão sólidos e empenhados em continuar a depender de soluções de mercado para

assegurar a sua solidez. Existe um fundo de solvabilidade financeira que detém capacidade para fornecer uma rede de segurança a bancos saudáveis (cerca de 2.5 mil milhões de euros) para fazer face a uma redução até um terço dos fundos próprios de base (Tier I) do sistema bancário.

4. REFORMAS ESTRUTURAIS

Estado das reformas sectoriais			
Medidas	Data limite	Estado de adopção	Comentários
Mercado de trabalho			
Legislação de protecção laboral	4T 2010	Legislação concluída	Lei aprovada em Julho 2010: introduz alterações no salário mínimo e compensação por horas extraordinárias, aligeira despedimentos colectivos e legislação de protecção do emprego para facilitar realocação de emprego.
Serviços de mediação/arbitragem	4T 2010	Legislação concluída	Lei oferece acesso a arbitragem para sindicatos e empresas se as partes discordarem com a proposta do mediador. A lei assegura decisões de arbitragem/mediação baseadas em critérios objectivos transparentes e libertos da influência do governo. A nova lei indica explicitamente que mediadores e árbitros prestam atenção à competitividade dos custos.
Negociação colectiva	4T 2011	Legislação concluída	A proposta de lei permite desvios salariais (para baixo) da empresa face à prática do sector através da introdução de cláusulas de <i>opt-out</i> sob determinadas condições, incluindo avaliação pela Inspeção do Trabalho/Conselho de Concertação Social e consentimento dos sindicatos em pequenas firmas.
Liberalização de serviços			
Aplicação da Directiva dos Serviços	2T2010	Legislação concluída/ Operacionalização em progresso	Lei aprovada em Abril 2010 transpõe para legislação nacional os princípios de livre estabelecimento e liberdade de provisão transfronteiriça.
Liberalização de profissões reguladas	1T2011	Legislação concluída	A lei visa liberalizar profissões reguladas através da remoção das restrições existentes relativas a quantidade, geografia, escala, incorporação, preços, número de licenças e condições de licenciamento. Restrições permitidas têm de ter autorização específica e obedecer aos princípios de não-discriminação, necessidade e proporcionalidade. A liberalização de profissões vedadas refere-se explicitamente a advogados, notários, engenheiros, arquitectos, e auditores.
Ambiente de negócios			
Enquadramento regulamentar do <i>guichet</i> único	2T2010	Legislação concluída/ Operac. em progresso	A lei aprovada em Junho 2010 pretende reduzir o número de passos necessários à criação de uma empresa. Algumas acções operacionais estão por concluir.
Lei para simplificação de procedimentos para grandes projectos de investimento	4T2010	Legislação concluída	A lei aprovada em Novembro 2010 simplifica os procedimentos e acelera os prazos-limite de aprovação de projectos de investimento de grande escala (superiores a EUR 200 milhões ou superiores a EUR 75 milhões mas geradores de 200 empregos). Nomeado o presidente da Agência de Investimento, mas esta ainda se encontra em face de criação.
Lei para simplificação dos licenciamentos	4T2010	Legislação em progresso	A lei de 2005 foi alterada para acelerar o acesso às principais autorizações necessárias à instalação física de empresas. A lei estabelece os padrões para solicitações. Prazos máximos obrigatórios de 30 dias para opiniões. Regras em linha com média europeia.
Leg. para a Autoridade da Concorrência	1T2011	Legislação concluída	A proposta de lei fortalece a independência e continuidade da Comissão Executiva; mantém capacidade financeira e reforça governo e responsabilização.
Desregulação sectorial			
Transporte rodoviário	3T2010	Legislação concluída	Atribuição de licenças é automática por cumprimento dos critérios estabelecidos na lei. Durante um período de transição de 2.5 anos, os novos operadores necessitam de pagar uma comissão de entrada.
Reforma do sector ferroviário	4T2010	Legislação concluída	A lei estabelece as competências de cada operadora de caminhos-de-ferro, define o enquadramento regulamentar para o sector, regula o enquadramento compensatório do Estado (incluindo o limite superior da contribuição anual de serviço obrigatório pelo Estado); estipula regras para o pessoal a transferir para outras unidades do sector público e para negociação de novos acordos colectivos pelas comissões executivas das empresas.

Fonte: FMI.

Opinião

Progressos nas reformas estruturais são imperiosos para fomentar a reanimação económica impulsionada pelo investimento e pelas exportações. Estas reformas estruturais compreendem: reforma laboral; liberalização dos mercados de produtos e serviços e melhoria do ambiente de negócios.

Está em curso programas de liberalização em sectores específicos: reforma no sector do turismo e no comércio a retalho. Outros programas estão a ser preparados concernentes à liberalização do sector da energia.

Reformas estruturais: em progresso

Medidas	Prazo-limite	Descrição	Implicações macroeconómicas
Desregulação sectorial			
Legislação em transporte rodoviário de passageiros	1T2011	Esta lei remove restrições de fornecimento de transporte ocasional de passageiros. Cada operador, cumprindo critérios específicos claros relacionados com capacidade profissional, será atribuído acesso ilimitado ao mercado. O custo de atribuição e renovação de licenças não deve exceder o custo administrativo relativo ao procedimento operacional de licenciamento e deve ser proporcional ao número de veículos licenciados. O método de cálculo das comissões deve ser transparente e objectivo.	Facilitar a entrada de novos concorrentes, reduzindo os custos e melhorando a qualidade do serviço.
Acordos de concessão de aeroportos regionais	1T2011	O governo adopta um novo enquadramento regulamentar para facilitar a conclusão de acordos de concessão de operação de aeroportos regionais. Deve remover práticas anticompetitivas e prever a supervisão adequada da alocação e operação de concessões, em total respeito pela regras de auxílio público.	Contribuir para o desenvolvimento do sector do turismo
Liberalização do sector eléctrico	1T2011	Liberalização de todos os segmentos da actividade do monopolista actual PPC. Na geração de electricidade, a empresa incumbente iniciou a adopção de um plano assegurando o acesso a geração de baixo custo a concorrentes e a gestão das reservas hídricas será atribuída a uma entidade independente. A segmentação da transmissão e distribuição da geração começou com a identificação de activos e pessoal associado a estes dois sistemas. O processo gradual de desregulação das tarifas também começou no 1T2011.	Melhorar a qualidade do serviço e atrair novos investimentos.
Liberalização do comércio a retalho e do turismo	1T2011	Propostas em desenvolvimento incluem: - Comércio a retalho: aumento da concorrência (maior flexibilidade nos saldos e promoções, horas de abertura e número de pontos de venda por produto); aumento da produtividade das empresas (aproveitamento da reforma no mercado laboral e dos mecanismos de aprovação rápida de grandes investimentos); corrigir ineficiências estruturais. - Turismo: melhorar a estratégia de produto e mercado; melhorar a acessibilidade do país (aumentar os voos directos e facilitar os requisitos de entrada de turistas, rever preços de acordo com elasticidade da procura); acelerar a revisão das restrições de zona para possibilitar o desenvolvimento de <i>resorts</i> integrados.	Promover emprego, crescimento e desinflação.
Ambiente de negócios			
Legislação de compras públicas	1T2011	Visa criar Autoridade Única de Compras Públicas. Esta será mandatada para emitir opiniões em qualquer legislação relativa a compras públicas, documentos <i>standard</i> de natureza obrigatória para concursos públicos e disporá de poderes para efectiva função de controlo.	Reduzir custos e melhorar a qualidade no fornecimento de bens e serviços da Adm. Pública.
Fortalecimento da Inspeção do Trabalho	2T2011	O governo garante dotação de pessoal qualificado à Inspeção do Trabalho. Definição de objectivos quantitativos de controlos a executar. Obrigatoriedade de registo dos novos empregados antes do início do trabalho.	Reduzir trabalho informal, ampliar a base de tributação do trabalho e assegurar distribuição da carga fiscal mais equitativa.
Simplificação dos procedimentos para exportação	3T2011	Governo irá tomar decisões no sentido da simplificação de procedimentos alfandegários de exportação e importação e oferecer a grandes empresas ou áreas industriais a possibilidade de serem certificadas para libertação de carga para as próprias alfândegas. Abolição do requisito de registo do exportador junto da câmara de comércio para obtenção de certificado de origem.	Estimular exportações.

Fonte: FMI.

5. SUPERVISÃO

As metas acordadas com a Comissão Europeia e FMI são monitoradas trimestralmente seguindo as linhas de orientação pré-definidas. Estas respeitam a metas quantitativas e qualitativas. Apresenta-se um exemplo dos objectivos quantitativos a que a Grécia se encontra vinculada ao cumprimento, sob pena de interrupção dos desembolsos das tranches seguintes do empréstimo.

Critérios quantitativos de avaliação de desempenho

	Jun-10	Set-10	Dez-10	Dez-11	Dez-12	Dez-13
1. Mínimo saldo público primário Adm. Públicas (fluxos de caixa)	-5.0	-4.0	-5.7	-2.1	2.4	7.4
2. Tecto da despesa primária do Estado	34.0	50.0	67.0	67.0	68.0	69.0
3. Tecto acumulação de pagamentos em atraso pela Adm. Pública	-	-	-	-	-	-
4. Tecto para dívida pública total das Adm. Públicas	342.0	342.0	342.0	365.0	-	-
5. Tecto para garantias da Adm. Central	2.0	2.0	2.0	1.0	0.0	0.0
6. Tecto para acumulação de pagamentos atrasados ao exterior contratados ou garantidos pela Ad. Pública	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

em mil milhões de euros

Fonte: FMI.

6. E PORTUGAL?

Analisando as linhas gerais dos últimos Programas de Estabilidade e Crescimento concebidos pelo governo português, designadamente o apresentado em Março último, estes não são substantivamente diferentes do programa de condicionalidade de auxílio grego, nem do programa irlandês. A principal distinção respeita ao estabelecimento de regras e calendários de cumprimento de metas absolutamente claros e com consequências inequívocas no seu incumprimento: não libertação das tranches subsequentes associadas ao empréstimo. Genericamente, o prazo para cumprimento das metas é encurtado e as próprias metas, embora mantidas, tendem a ser mais exigentes.

Como se depreende pela leitura das medidas adoptadas ou em vias de execução na Grécia, algumas das reformas relativamente à Segurança Social e ao sector da Saúde já foram aplicadas em Portugal, com extensão muito semelhante. Contudo, existe ainda vasto trabalho a realizar ao nível da Administração Pública do Estado (incluindo administração local e regional, serviços e fundos autónomos, bem como sector empresarial do Estado). No que se refere às reformas estruturais, apesar do progressos recentes no que respeita a medidas destinadas a melhorar o ambiente de negócios, que apenas agora chegam à Grécia, e à liberalização do sector da energia, que Portugal por em prática há vinte anos, os desafios português e grego não são dramaticamente distintos.

A favor de Portugal pesam algumas medidas estruturais já terem sido adoptadas, mas igualmente o nível de endividamento público e o défice serem significativamente inferiores aos gregos. Por outro lado, o crescimento português foi anémico na última década, o que em parte explica o avolumar da dívida pública. Assim, dada a maior carga tributária portuguesa, o

menor endividamento do Estado e as maiores dificuldades de crescimento, o programa de auxílio externo, muito embora enfatizando objectivos de consolidação fiscal, poderá dar relevo às reformas estruturais, as quais deverão ajudar a promover o crescimento económico. Contudo, como o caso grego ilustra, os resultados destas medidas tendem a prolongar-se no tempo, superando consideravelmente o período de apoio financeiro internacional. A questão do fraco crescimento da última década terá sido um argumento invocado pelo FMI a favor da prática de taxas de juro mais favoráveis a Portugal. Por outro lado, no caso de as medidas fiscais não permitirem atingir metas orçamentais estabelecidas, corre-se o risco de poderem ser intensificadas.

PEC 2011-2014

	em % do PIB	
	2012	2013
1. Aumento de receita		
Limitação de benefícios e deduções fiscais (IRS e IRC)	0.4	0.1
Racionalização da estrutura de IVA	0.1	0.3
Actualização de impostos específicos de consumo	0.15	
Conclusão da convergência no regime de IRS de pensões e rendimentos do trabalho	0.15	
Combate à informalidade e evasão fiscal	0.1	
2. Diminuição de despesa		
Tributação especial aplicável a todas as pensões acima de EUR 1500	0.25	
Redução de custos com medicamentos e sub-sistemas públicos de saúde	0.3	0.1
Redução de custos de pessoal e intermédios (Ensino)	0.2	0.1
Outras medidas de cortes de consumos	0.2	0.1
Reforço no controlo de atribuição de prestações sociais		0.2
Redução de custos no SEE e SFA	0.35	0.1
Redução de transferências para Autarquias e Adm. Regional	0.1	
Outras medidas	0.2	0.2
Total	2.5	1.2
Receitas	0.9	0.4
Despesas	1.6	0.8

Fonte: FMI.

Cristina Casalinho

Opinião

Do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira ao Mecanismo Europeu de Estabilidade

No passado dia 25 de Março, o Conselho Europeu acordou na criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), o qual a partir de Junho de 2013, assumirá o papel do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF), criado em Junho de 2010 na sequência do acordo dos países-membros do Euro celebrado em Maio do mesmo ano, e do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) previsto nos Tratados da União. Esta decisão decorreu da eclosão da crise soberana grega. Ao contrário do seu antecessor, o novo instrumento é um mecanismo permanente de resolução de crises soberanas na área do euro, destinado a dar resposta não apenas a dificuldades temporárias de liquidez, mas igualmente a solucionar questões de solvabilidade. Desta diferença fulcral procedem aspectos operacionais muito distintos. Contudo, alguns traços persistem.

No caso de MEE, como com o FEEF, o acesso a ajuda financeira será concedido numa base de estrita condicionalidade política, no âmbito de um programa de ajustamento económico avaliado pela Comissão Europeia, Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Central Europeu (BCE). Porém, no novel instrumento, para além do programa de ajustamento económico impõe-se uma análise rigorosa da sustentabilidade da dívida pública, a qual determina a participação do sector privado no plano de auxílio. Esta é uma mudança determinante.

	FEEF	MEE
Acesso à ajuda financeira	Mediante pedido do país-membro aos outros Estados-Membros da área do euro. O pedido será avaliado pela Comissão Europeia, concertada com o BCE, em conjunto com o FMI.	Mediante pedido do país-membro aos outros Estados-Membros da área do euro. O pedido será avaliado pela Comissão Europeia, concertada com o BCE, em conjunto com o FMI.
Capacidade de concessão de crédito	Capacidade teórica de financiamento de EUR 440 mil milhões, mas capacidade efectiva de apenas EUR 240 mil milhões devido à necessidade de garantias dos Estados membros, em que apenas alguns países têm <i>rating</i> AAA, quando se pretende que as emissões deste fundo sejam AAA.	Capital subscrito total de EUR 700 mil milhões, o que significa capacidade efectiva de empréstimo de EUR 500 mil milhões.
Condições de acesso a ajuda	A ajuda será sujeita a rigorosa condicionalidade no âmbito de um programa de ajustamento macroeconómico e financeiro.	A ajuda será sujeita a rigorosa condicionalidade, no âmbito de um programa de ajustamento macroeconómico e financeiro, e numa análise igualmente rigorosa da sustentabilidade da dívida pública, a efectuar pela Comissão, FMI em concertação com o BCE.
Instrumentos	A ajuda assume a forma de empréstimos.	A ajuda assume a forma de empréstimos. Mas, o MEE, excepcionalmente, pode intervir no mercado primário de dívida, se obtiver primeiro acordo do Conselho de Governadores do BCE.
Prazos	A duração do programa e prazo de vencimento dos empréstimos dependem da natureza dos desequilíbrios e das perspectivas de recuperação. O FEEF funcionará para além de 2013, a fim de gerir as operações pendentes, continuando em funcionamento até ao pagamento integral do crédito concedido.	A duração do programa e prazo de vencimento dos empréstimos dependem da natureza dos desequilíbrios e das perspectivas de recuperação do acesso aos mercados financeiros durante o período de disponibilidade dos recursos do MEE.
Preçário	Estrutura de custos: - o custo de financiamento do FEEF; - acrescido de um encargo de 300 pb. aplicado à totalidade dos empréstimos; - com uma majoração de 100 pb. para os montantes por liquidar no final de três anos; - comissão adicional de 50 pb para suprir custos operacionais. Este ano, o FEEF já realizou três emissões no mercado de capitais, tendo emitido dívida a 2.75% (2016), 3.25% (2017) e 2.50% (2015) para suportar o apoio financeiro à Irlanda. O custo destas emissões é a referência para os encargos do auxílio aquele país.	Estrutura de custos: - o custo de financiamento do MEE; - acrescido de um encargo de 200 pb. aplicado à totalidade dos empréstimos; - com uma majoração de 100 pb. para os montantes por liquidar no final de três anos.

	FEEF	MEE
Modalidades de participação do sector privado	Não estão previstas.	<p>A natureza e dimensão da participação do sector privado serão determinadas caso a caso e dependerão do resultado da análise da sustentabilidade da dívida de acordo com a prática do FMI e de eventuais implicações para a estabilidade financeira da área do euro.</p> <p>Se, com base na análise de sustentabilidade, se concluir que um programa de ajustamento económico pode repor, realisticamente, a dívida pública numa trajectória sustentável, o Estado-Membro tomará iniciativas destinadas a incentivar os principais investidores a manterem a sua posição. A Comissão, FMI e BCE serão estritamente associados ao acompanhamento da adopção destas iniciativas.</p> <p>Se, com base na análise de sustentabilidade, se concluir que um programa macroeconómico não pode repor, realisticamente, a dívida pública numa trajectória sustentável, exigir-se-á que o Estado-Membro negocie activamente, de boa fé, com os seus credores para garantir que estes participam directamente no restabelecimento da sustentabilidade da dívida. A concessão de auxílio fica condicionada da existência de um plano credível do Estado-Membro e da demonstração de empenho suficiente em assegurar a participação adequada e proporcionada do sector privado. Os progressos na implementação do plano serão acompanhados no âmbito do programa e serão tidos em conta na decisão sobre os desembolsos.</p> <p>Só serão consideradas medidas de redução do valor actual líquido da dívida quando for improvável que as outras opções obtenham os resultados esperados.</p>
Estatuto de credor privilegiado	Não está previsto.	O MEE beneficiará do estatuto de credor privilegiado de forma idêntica à do FMI, aceitando que o estatuto do FMI tenha precedência sobre o do MEE.
Observações	-	<p>Cláusulas de acção colectiva (CAC)</p> <p>Serão incluídas cláusulas de acção colectiva em todos os novos títulos do Estado da área do euro, com prazo de vencimento superior a um ano, a partir de Julho de 2013.</p> <p>As suas bases serão compatíveis com as CAC que são comuns em Nova Iorque e na legislação inglesa.</p> <p>As CAC incluirão uma cláusula de agregação, permitindo que uma super maioria de detentores de obrigações inclua uma cláusula de acção maioritária em que a maioria de credores necessária para a reestruturação não seria atingida numa única emissão de obrigações. Será estabelecida representação adequada. As questões mais importantes serão decididas por uma maioria mais ampla que as matérias não reservadas. Serão aplicáveis os requisitos adequados em matéria de quórum. As alterações acordadas pelas maiorias relevantes são vinculativas para todos os detentores de obrigações.</p>

Para além do FEEF, existe um outro mecanismo de auxílio financeiro aos Estados-Membros: o Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) que foi criado pelos Tratados Europeus, cuja origem radica na observação da necessidade de existência de instrumentos de apoio aos Estados-Membros sempre que um deles se encontre em "dificuldades ou sob grave ameaça de dificuldades devidas a calamidades naturais ou ocorrências que não possam controlar". O MEEF dispõe de fundos efectivos imediatos no montante de 60 mil milhões de euros, garantidos pelo orçamento comunitário. Este mecanismo foi accionado no caso do auxílio à Grécia, na medida em que à altura ainda não havia sido criado o FEEF.

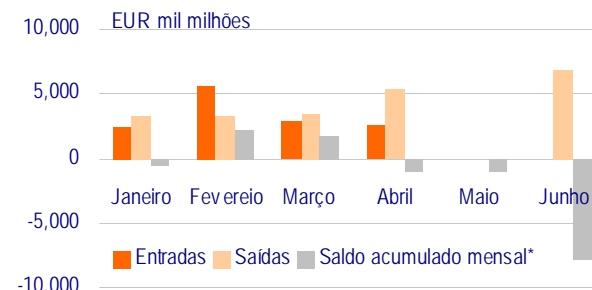
Opinião

ESTIMATIVA DAS NECESSIDADES IMEDIATAS DE LIQUIDEZ E DO CUSTO COM OS JUROS DA DÍVIDA PÚBLICA EM 2011 (*)

1. ESTIMATIVA DAS NECESSIDADES IMEDIATAS DE FINANCIAMENTO

A margem para o cumprimento das responsabilidades do Tesouro português respeitante a pagamentos no âmbito da Dívida Pública revela-se estreita nos próximos meses, justificando o recurso de Portugal a auxílio internacional junto da União Europeia/Fundo Monetário Internacional. De facto, mesmo assumindo a possibilidade de recurso a todos os depósitos das Administrações Públicas em Instituições Financeiras Monetárias (ver quadro infra) apenas se conseguiriam cumprir as responsabilidades respeitantes ao mês de Abril. Tornam-se assim, imperativa a entrada de fundos até Junho, seja através de uma colocação directa de dívida (tal como aconteceu em Dezembro/Janeiro), através de um empréstimo intercalar (*bridge-loan*) pelo BCE ou via recurso ao auxílio da FEEF/ FMI.

Fluxos de caixa derivados de títulos de dívida pública (OT's e BT's)



Nota: *- inclui saldo cumulativo de outra dívida pública titulada até Fevereiro

Fonte: IGCP, BPI

Estimativa de saldo de caixa do Tesouro Português

Entradas	Saídas	Valores acumulados 1	Valores acumulados 2
Dez 2010 - Saldo de Dep. à Ordem da Administração Central em IFNM	1,120		
Dez 2010 - Saldo de Dep. à Ordem da Administração Pública (excepto AC) em IFNM	1,521		
Dez 2010 - Saldo de Dep. a Prazo da Administração Central em IFNM	2,435		
Dez 2010 - Saldo de Dep. a Prazo da Administração Pública (excepto AC) em IFNM	2,172	7,248	7,248
Emissões de Dívida Pública entre 1 de Janeiro 2011 e 6 de Abril ⁽²⁾	13,683	20,931	20,931
Variação acumulada de outra Dívida Pública Titulada Jan-Fev (Medium Term Notes, Euro Commercial Paper, Certificados de Aforro, Certificados do Tesouro, etc)		+ 403	403
	Vencimentos BT's até final Março	- 10,070	10,070
	Déficé Primário Estado 2011 mensualizado (cont.pública) ⁽¹⁾ Jan- Mar	- 1,356	-
Posição em fim Março		9,912	11,264
	Reembolsos de Títulos de Dívida Pública em Abril (apenas OT's, incluindo juros)	- 5,286	5,286
	Déficé Primário Estado 2011 mensualizado (cont.pública) ⁽¹⁾ Abril	- 452	-
Posição em fim Abril		4,175	5,979
	Déficé Primário Estado 2011 mensualizado (cont.pública) ⁽¹⁾ Maio	- 452	-
Posição em fim Maio		3,725	5,979
	Reembolsos de Títulos de Dívida Pública em Junho (apenas OT's, incluindo juros)	- 6,942	6,942
	Déficé Primário Estado 2011 mensualizado (cont.pública) ⁽¹⁾ Junho	- 452	-
Posição em fim Junho		-3,668	-963

Fonte: IGCP, MFAP, Banco de Portugal, cálculos BPI

Nota - (1) - Para cálculo do défice primário excluímos apenas os juros de BT's e OT's (já considerados nas respectivas rubricas de vencimento); quanto aos restantes títulos de dívida pública que pagam juros, consideramos por hipótese que esse valor se reparte de forma equitativa ao longo do ano.

(2) - Inclui emissão de OT's 5% Jun 2012 (1645 ME) e BT's de 6M e 12 (1ME em Abril).

Notas explicativas ao quadro: A primeira coluna de valores acumulados (apenas os que estão indicados a negrito) - Valores Acumulados 1 - considera a mensualização do saldo primário do sector Estado excluindo apenas juros de OT's e BT's (que conseguimos identificar). Pelo que, ao valor 10 515 inscrito no OE 2011, abatemos 5 090, considerando os juros remanescentes para o valor 6 300 inscrito no OE, repartidos igualmente ao longo do ano. Para simplificar, dado que não se pretende um resultado exacto mas apenas indicativo ou aproximado, ignorámos o saldo já conhecido do sector Estado nos dois primeiros meses do ano. Na segunda coluna, Valores Acumulados 2 - os saldos acumulados mensais pressupõem necessidades orçamentais nulas (saldo primário nulo) ficando apenas em evidência a eventual utilização dos valores de DO's e DP's e o cumprimento dos pagamentos com OT's e BT's.

Nota: (*) Pontos 2 e 3 foram realizados com a informação disponível até 16 de Março.

2. CUSTO COM OS JUROS DA DÍVIDA PÚBLICA - PERSPECTIVA DE CAIXA VERSUS CONTABILIDADE NACIONAL

Os encargos com os juros da Dívida Pública, segundo uma óptica de caixa (i.e., juros efectivamente pagos), têm vindo progressivamente a aumentar desde 2005, passando o seu peso no PIB de 2.6% para 2.9% em 2010. Esta trajectória reflecte exclusivamente o aumento do *stock* da Dívida Pública, pois as taxas de colocação, sobretudo de OT's, continuaram a cair até 2009.

Em 2010 observou-se uma ligeira redução do peso dos juros pagos no PIB, de 3% para 2.9%, o que se explica pelo nível absoluto muito baixo das taxas de juro *benchmark* do euro, nomeadamente de curto prazo. De facto, a nível do financiamento por prazos mais longos, recorda-se que o período de maior turbulência no mercado de OT's ocorreu próximo do final do ano, quando a maior parte das necessidades de financiamento já estavam satisfeitas. E, na óptica de caixa, o impacto dessas emissões só surgirá este ano, pois os cupões têm um pagamento anual.

Encargos com os Juros da Dívida Pública

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 P
Divida Directa do Estado	102,000	108,850	113,131	118,890	132,746	151,775	162,285
Em % do PIB	66.4%	67.9%	67.0%	69.1%	79.0%	87.8%	93.7%
Juros da Dívida Pública (SEO)	3,969	4,397	4,720	5,012	5,007	4,972	5,699
Juros/PIB	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	2.9%	3.3%
Juros/ Divida	3.9%	4.0%	4.2%	4.2%	3.8%	3.3%	3.5%
PIB nominal	153,728	160,273	168,737	172,022	168,074	172,837	173,140

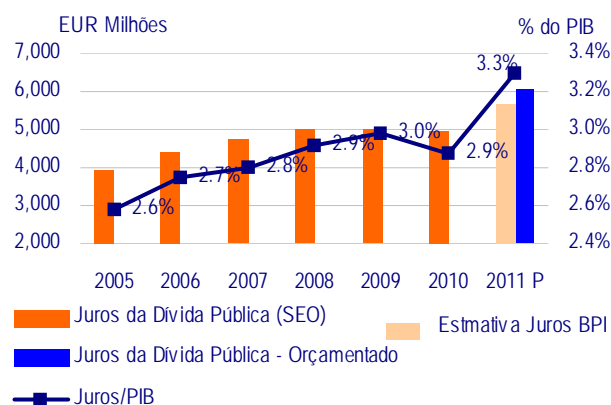
Fonte: INE (PIB); IGCP, Banco de Portugal (Divida Publica e Juros pagos); BPI estimativa juros, Divida Publica e PIB nominal 2011.

Nota: A estimativa do saldo de Divida Publica em 2011 parte do novo saldo previsto para OT's e BT's, e assume que o saldo vivo dos restantes instrumentos de divida do Estado se mantém constante em 2011 (ECP, MTN, CA's, CT's, etc.).

Para 2011, a nossa estimativa aponta para que o peso dos encargos com a Dívida Pública (na óptica de caixa) alcance valores em torno de 3.3% do PIB, um aumento de 0.4 p.p. face ao ano anterior. A taxa implícita da Dívida Pública aumentaria cerca de 0.2 p.p. para 3.5%. **Em valor absoluto, os encargos com os juros situar-se-iam em torno dos 5.7 mil milhões de euros (dos quais, 5.1 mil milhões relativos a OT's e BT's), que ainda assim estariam acomodados no Orçamento de Estado de 2011, o qual prevê 6 540 milhões de euros para pagamento de Juros e Outros encargos; caso os outros encargos tenham um comportamento idêntico a 2010 (250 e 500 milhões de euros em 2009 e 2010, respectivamente), o valor limite para pagamento de juros seria cerca de 6032 milhões de euros, pelo que a margem face ao OE é estreita. Face a esta restrição, importa escolher maturidades de refinanciamento de Bilhetes do Tesouro mais longas, se possível a passar o ano.** Essa foi, aliás, a hipótese que assumimos no cenário de refinanciamento até final do ano.

Numa óptica de contabilidade nacional, ou seja, considerando os princípios de especialização do exercício que obrigam à periodificação dos juros, independentemente de quando são pagos, verifica-se contudo (assumindo as mesmas hipóteses) **que o montante de juros**

Encargos com a Dívida Directa do Estado



Fonte: IGCP, MFAP; BPI previsão

Assume que 70% do saldo dos instrumentos restantes (para além de BT's e OT's) pagam juros iguais ao custo médio da dívida observado em 2010. Refira-se que os CA's representam grosso modo 50% do saldo dos restantes.

Estimativa do custo com os juros da Dívida Pública em 2011

Bilhetes do Tesouro	Contabilidade Pública	Contabilidade Nacional
Saldo vivo 31 Dez 2010		19,261
Cálculo juros respeitantes a:		
BT's emitidos em 2010	322.3	196.3
BT's emitidos até 16 de Março 2011	26.2	162.8
Juros resultantes de emissões futuras (1)	0.0	196.2
Juros de BT's em 2011	348.5	555.3
Obrigações do Tesouro		
Saldo vivo em 31/12/2010		105,946
OT's existentes	4,7414,692	
Emissões futuras em 2011	-	818
Juros de OT's em 2011	4,741	5,510
Total Juros de BT's e OT's	5,090	6,065
Em % do PIB	2.9%	3.5%
Em % da Dívida	3.1%	3.7%
Juros da Div Pública em 2011 - prev. BPI	5,699	6,674
Limite no OE 2011 (3)	6,540	6,326

Fonte: IGCP, Bloomberg, cálculos BPI.

Nota 1 - Hipótese - emissões de 1 ano por forma a manter saldo vivo desejado (19 261 MM) à taxa do último leilão 12M; 2 - Hipótese - duas emissões, de 3 e 5 anos, a realizar em Abril, ao ytm observado em mercado secundário; 3 - Em contab. pública refere-se a juros e outros encargos.

Opinião

afectos a 2011 ultrapassará o valor inscrito no Orçamento de Estado. De facto, tendo em conta os princípios distintos das duas ópticas e as trajetórias em causa para as taxas de juro, os valores em contabilidade nacional reflectirão de forma mais rápida o aumento do esforço acrescido para pagamento dos juros da dívida pública - segundo a nossa estimativa atingirão 3.5% do PIB. Ressalva-se que este resultado depende das hipóteses assumidas, ou seja, refinanciamento às taxas de juro de BT's verificadas no último leilão de 1 ano; financiamento de OT's aos preços de mercado secundário observados em meados de Março.

Recordamos que, segundo o programa de refinanciamento do Tesouro¹, "o montante das necessidades de financiamento do Estado, no ano de 2011, a satisfazer por recurso à emissão bruta de instrumentos de dívida de médio e longo prazo e ao financiamento líquido de curto prazo, deverá situar-se em cerca de EUR 20 mil milhões"; "o montante de financiamento a ser satisfeito através da emissão bruta de OT situar-se-á entre EUR 18 e 20 mil milhões"; "o financiamento líquido resultante da emissão de BT deverá ser marginalmente positivo em 2011". **Pelo que assumimos como hipóteses de trabalho que o Tesouro pretende estabilizar o saldo vivo de BT's aos níveis de finais de 2010; o total de emissões brutas de OT's em 2011 totalizará 20 mil milhões de euros.**

Os pressupostos de cálculo são explicitados em seguida:

Bilhetes do Tesouro

□ Refira-se que, apesar de o programa de financiamento do Tesouro pressupor a manutenção do saldo vivo de Bilhetes do Tesouro ou até um ligeiro aumento, a verdade é que nos primeiros meses do ano esse saldo encolheu. **Em Março**, incluindo já a emissão realizada dia 16 de Março, de EUR 1 000 milhões em BT's a 6 meses e incluindo o vencimento de 2 968 milhões no dia 18, **o saldo vivo deverá atingir pouco mais de 14 mil milhões (assumindo que não haverá mais colocações até final do mês).**

□ **Numa primeira aproximação, assumimos o refinanciamento do saldo vivo de Bilhetes do Tesouro observado no final de 2010 (19 261 milhões de euros) às taxas de juro observadas nos últimos leilões de 6 e 12 meses** (realizados em Março) pressupondo que metade do saldo seria financiado através de emissões de 6 meses. O custo com os juros de BT's, numa óptica de caixa, seria equivalente a 679 milhões de euros. **Este valor constitui, no entanto, uma estimativa por excesso** pois, por um lado, o saldo vivo de BT's declinou substancialmente desde início do ano (ver quadro); por outro lado, o Tesouro tem-se vindo a financiar sobretudo realizando emissões de 1 ano, pelo que o pagamento de juros já não é reflectido em 2011 (afecta os valores em contabilidade nacional mas não numa óptica de caixa); finalmente, esta abordagem simplista só seria válida se o Tesouro realizasse todas as emissões no início do ano, partindo de um saldo nulo, o que não se aplica. Pelo que esta estimativa constitui, na verdade, uma hipótese teórica, constituindo uma estimativa do custo com os juros caso todo o saldo de BT's se renovasse a taxas idênticas às de meados de Março.

Bilhetes do Tesouro - estimativa do saldo vivo

Saldo BT's Dez 2010 **19,261**

	Vencimentos	Emissões	Saldo
Jan	3,312	1,250	17,199
Fev	3,290	2,255	16,164
Mar	3,468	2,000	14,696

Fonte: IGCP, Bloomberg, BPI calc.

Bilhetes do Tesouro - estimativa de necessidades de refinanciamento

Saldo Objectivo **19,261**

Vencimento	Data de Liquidação	Série	TTM (dias)	TTM (meses)	Montante Colocado (Milhões de euros)	Vencimento acumulado mensal	Taxa Média Ponderada (%)	Saldo Vivo	Valor a refinar para o alcance do saldo objectivo
18-Mar-11								14,696	
22-Jul-11	6-08-10	BT 22JUL2011	350	11.3	505		2.39%	19,261	5,070
22-Jul-11	23-07-10	BT 22JUL2011	364	11.7	1,253		2.45%	19,261	1,253
22-Jul-11	7-Jan-11	BT 22JUL2011	196	6.5	500	2,258	3.69%	19,261	500
19-Ago-11	3-09-10	BT 19AUG2011	350	11.3	512		2.76%	19,261	512
19-Ago-11	20-08-10	BT 19AUG2011	364	11.7	750		2.73%	19,261	750
19-Ago-11	4-Fev-11	BT 19AGO2011	196	6.5	455	1,717	2.98%	19,261	455
23-Set-11	8-10-10	BT 23SEP2011	350	11.3	500		3.33%	19,261	500
23-Set-11	17-09-10	BT 23SEP2011	371	12.0	750		3.37%	19,261	750
23-Set-11	4-Mar-11	BT 23SEP2011	203	6.8	550	1,800	2.98%	19,261	550
21-Out-11	5-11-10	BT 21OCT2011	350	11.3	531		3.26%	19,261	531
21-Out-11	22-10-10	BT 21OCT2011	364	11.7	760	1,291	2.89%	19,261	760
18-Nov-11	3-12-10	BT 18NOV2011	350	11.3	500		5.28%	19,261	500
18-Nov-11	19-11-10	BT 18NOV2011	364	11.7	750	1,250	4.81%	19,261	750
Total						8,316			12,881

Fonte: IGCP, BPI.

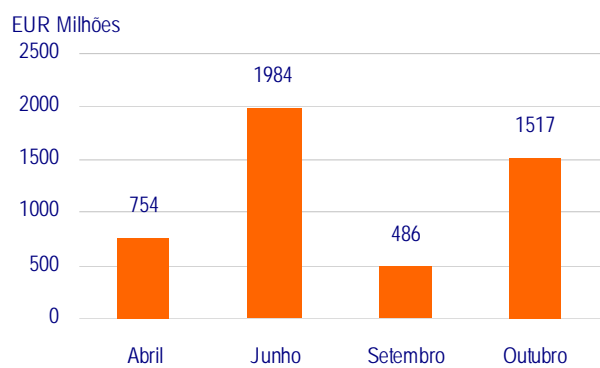
□ Em alternativa, fomos verificar quais os juros efectivamente devidos este ano, relativos aos títulos em vida. Se assumirmos que o Tesouro coloca as necessidades adicionais por prazos superiores a 9 meses, esse será o custo limite, **348.5 milhões de euros, valor que assumimos para os cálculos de caixa.** Relativamente à óptica em contas nacionais, calcularam-se os juros devidos relativos aos títulos

em vida ao longo do ano. **Admitindo que o refinanciamento até final do ano decorrerá através de emissões por 1 ano, à taxa do último leilão, o custo aferido com os juros ascende a 545.8 milhões de euros.**

Obrigações do Tesouro

A partir de informação disponibilizada pelo IGCP, reconstituímos as taxas médias de colocação de cada série de Obrigações do Tesouro, de forma a apurar a estimativa dos encargos com Obrigações do Tesouro. Todavia, verifica-se que na maior parte dos casos as reaberturas foram feitas com um custo semelhante ao cupão, pelo que a diferença de cálculo considerando apenas o cupão não é significativa. **O custo estimado com pagamento de juros de OT's em 2011 ascende a 4 741 milhões de euros, sendo os meses mais críticos Junho (só juros, cerca de 1.98 mil milhões) e Outubro (1.5 mil milhões).** Numa óptica de especialização do exercício há que considerar os períodos respectivos de vencimento das emissões (OT's Abril e Junho 2011 com menor custo) e o custo com o juro da nova OT 6.4% Fev 2011, bem como a estimativa de custo com as emissões por realizar até final do ano. As duas primeiras parcelas ascendem a 4.7 mil milhões de euros.

Pagamento de Juros de OT's



Fonte: IGCP, BPI

Quadro Resumo - OT's taxa média ponderada de colocação

Título	Leilões de OT's			Colocação sindicada		Serviço da dívida em 2011	Serviço da Dívida apenas com taxa de cupão	Juros periodificados em 2011
	Saldo Vivo (EUR Milhões)	Montante Colocado	Taxa média ponderada	Montante	Taxa de cupão			
OT 3.2% Abr 2005/2011	4,532	3,000	3.376%	1,532	3.20%	150	145	43
OT 5.15% Jun 2001/2011	4,958			4,958	5.15%	255	255	116
OT 5% Jun 2002/2012	8,518	3,482	2.853%	5,036	5%	351	426	351
OT 5.45% Set 98/2013	9,737	4,362	4.435%	5,375	5.45%	486	531	486
OT 4.375% Jun 2003/2014	6,000			6,000	4.38%	263	263	263
OT 3.60% Out 2009/2014	7,810	4,311	3.743%	3,499	3.60%	287	281	287
OT 3.35% Out 2005/2015	9,649	3,705	3.917%	5,944	3.35%	344	323	344
OT 6.4% Fev 2011/2016	3,500			3,500	6.40%	0	0	197
OT 4.2% Out 2006/2016	6,185	3,185	4.472%	3,000	4.20%	268	260	268
OT 4.35% Out 2007/2017	6,083	2,900	4.550%	3,183	4.35%	270	265	270
OT 4.45% Jun 2008/2018	6,887	3,524	4.795%	3,363	4.45%	319	306	319
OT 4.75% Jun 2009/2019	7,665	3,568	4.576%	4,097	4.75%	358	364	358
OT 4.8% Jun 2010/2020	8,551	5,268	5.335%	3,283	4.80%	439	410	439
OT 3.85% Abr 2005/2021	7,510	1,368	4.669%	6,142	3.85%	300	289	300
OT 4.95% Out 2008/2023	7,228	4,006	4.678%	3,222	4.95%	347	358	347
OT 4.1% Abr 2006/2037	6,973	3,700	4.562%	3,273	4.10%	303	286	303
Total	111,785					4,741	4,762	4,692

Fonte: IGCP, BPI cálculos.

3. CUSTO DE FINANCIAMENTO MARGINAL DO TESOURO

Independentemente da perspectiva, importa monitorar o custo marginal do financiamento da dívida. De facto, ainda que apenas se reflecta mais tarde, pelo menos numa óptica de caixa, são esses os custos efectivamente suportados.

No quadro seguinte está detalhada a evolução dos custos marginais de financiamento do Tesouro, através de Bilhetes do Tesouro e Obrigações do Tesouro desde início de 2010. Assim, no primeiro semestre de 2010 o Tesouro financiou-se com um custo médio aproximado de 1.3% em BT's e 4.3% em OT's; compara com 3.9% em BT's e 6.4% em OT's desde o início de 2011. **As taxas marginais de financiamento (através dos dois Instrumentos) aumentaram 239 pontos base desde os primeiros seis meses do ano passado.**

Evolução Custo Marginal de Financiamento

	1º semestre 2010	2º semestre 2010	2011 até Março
Bilhetes do Tesouro	1.30%	3%	3.90%
TTM médio	9 meses	9 meses	10.5 meses
Obrigações do Tesouro	4.30%	5.30%	6.40%
TTM médio	8 anos	6.9 anos	5 anos
OT's e BT's (média ponderada por montantes)	2.79%	4.00%	5.18%

Fonte: IGCP, BPI cálculo.

Opinião

Finalmente, estimam-se também os custos anuais médios da nova dívida emitida em 2011 (incluindo as emissões já verificadas), assumindo o refinanciamento em BT's à taxa do último leilão de 1 ano, a emissão de OT's aos níveis de mercado secundário (verificados em 17 de Março, os mais altos de sempre: 3 anos 7.10; 5 anos 7.98; 10 anos 7.75), e testando duas hipóteses no que se refere à estrutura por maturidades: manutenção da estrutura verificada em 2010 ou opção pelos prazos mais curtos. Em ambos os casos os resultados são próximos: o custo médio da nova dívida excede 5.5%.

Necessidades de financiamento previstas em 2011		Forma de financiamento	
Vencimentos OTS	9,490	Estabilidade saldo BT's	19,261.0
défice previsto do Estado	10,515	Restante emissão OT's	20,004.6
Saldo vivo BT's fim 2010	19,261		
Necessidades Brutas de Financiamento:	39,266		

Emissões já efectuadas em 2011	Montante	TTM médio (anos)	Tx média ponderada	Juros anuais
Bilhetes do Tesouro	5,505	0.9	3.9%	187.5
Obrigações do Tesouro	5,749	4.9	6.4%	366.5

Emissões adicionais previstas em 2011 - Hipótese 1: Manutenção da estrutura de financiamento de 2010				
			YTM hoje/ tx ult leilão 1A	cálculo anual de juros
Bilhetes do Tesouro			13,756	4.331%
Obrigações do Tesouro			14,256	
	3 anos	20%	2,851	7.10%
	5 anos	30%	4,277	7.98%
	10 anos	50%	7,128	7.75%
			28,012	
	Total Juros			2,245
	Em % do PIB			1.3%
	Em % da Dívida			1.4%
	Custo médio implícito na nova dívida			5.7%

Emissões adicionais previstas em 2011 - Hipótese 2: Preferência por prazos mais curtos de OT's				
			YTM hoje/ /tx ult leilão 1A	cálculo anual de juros
Bilhetes do Tesouro			13,756	4.331%
Obrigações do Tesouro			14,256	
	3 anos	50%	7,128	7.10%
	5 anos	50%	7,128	7.98%
			28,012	
	Total Juros			2,224
	Em % do PIB			1.3%
	Em % da Dívida			1.4%
	Taxa média implícita na nova dívida			5.7%

Fonte: Cálculos BPI.

PORTUGAL - PROGRESSOS NA CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL

Execução Orçamental, Janeiro a Fevereiro 2012, óptica de caixa

	Receita		Despesa		Saldo		
	EUR Milhões	y/y	EUR Milhões	y/y	EUR Milhões 2010	EUR Milhões 2011	Variação EUR milhões
Administração Central	10,278	8.7%	9,918	-1.5%	-613	359	971.8
Estado	6,442	10.0%	6,816	-3.6%	-1,215	-374	841.4
FSA	3,836	6.7%	3,103	3.7%	602	733	130.4
Segurança Social	3,853	3.5%	3,372	1.8%	410	481	71.5
Total	14,131	7.3%	13,290	-0.7%	-203	841	1,043.3

Fonte: White House, Office of Management and Budget.

As principais conclusões do relatório de execução orçamental de Março são as seguintes:

□ De acordo com os elementos fornecidos pelo Ministério das Finanças relativos aos primeiros dois meses do ano e respeitantes apenas à Administração Central e à Segurança Social, **a execução orçamental parece estar a registar progressos, afastando-se das trajetórias desfavoráveis dos dois anos anteriores.**

□ A Administração Central registou um excedente de cerca de EUR 359 milhões, que compara com um défice de EUR milhões 612 no ano anterior e 190,4 milhões de euros (também um défice) em 2009 (antes de se fazer sentir o grosso das medidas de estímulo implementadas depois da crise financeira de finais de 2008);

□ **Incluindo a Segurança Social, a melhora foi ainda mais significativa, pois o excedente da Segurança Social aumentou** (de EUR 410 milhões para EUR 481 milhões). Assim, o valor provisório para o saldo dos três sub-setores registou um excedente de 841 milhões de euros contra um défice de EUR milhões 203 no mesmo período de 2010.

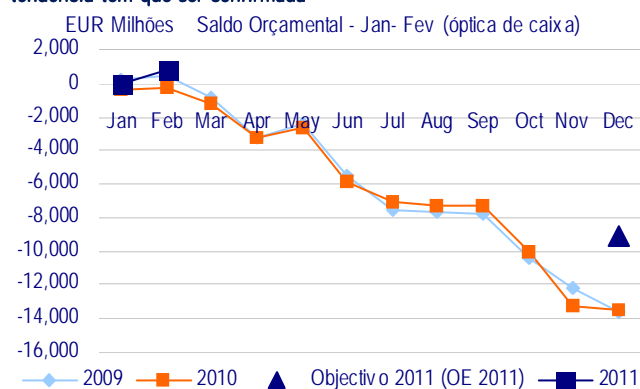
□ **O aumento observado das receitas fiscais (+10% variação homóloga) e o declínio da despesa corrente primária do Estado** justificam os progressos alcançados. Em particular, destaca-se a queda da despesa com pessoal em -5,3% reflectindo a contracção de todas as componentes.

□ **A tendência observada nos dois primeiros meses do ano é positiva, mas terá que ser reforçada nos próximos meses e confirmada** depois da divulgação das contas da Administração Local e Regional (apenas em Maio relativas ao 1º trimestre). A redução da despesa primária continua abaixo das metas oficiais impostas no Orçamento de 2011. Pelo contrário, as metas para as receitas têm sido geralmente excedidas.

□ **Os valores divulgados relativos à execução do Orçamento de Estado vão no bom sentido. Todavia, esta tendência tem de ser confirmada**, em primeiro lugar porque os valores conhecidos até agora não incluem ainda as contas das Administrações Regionais e Locais; em segundo lugar porque estes são resultados alcançados numa óptica de contabilidade pública, faltando (por exemplo) apurar que responsabilidades ficaram por cumprir. Caso haja oscilações anuais significativas nessas posições, os valores dos saldos apurados nas duas ópticas relativos ao mesmo momento geram indicações distintas. Refira-se que apenas por altura da divulgação das contas do INE, por sector institucional, se terá uma primeira ideia de qual o efectivo comportamento das contas das AP's neste contexto.

□ **Entretanto, através de um comunicado de início de Abril, o Ministério das Finanças afirma que os dados preliminares de Março apontam para progressos adicionais na redução da despesa:** -3.3% despesa primária e -8.2% a despesa com pessoal. Acresce que as medidas de consolidação adicionais anunciadas no PEC 2011-14 estão a ser implementadas, não necessitando de aprovação prévia na Assembleia da República. Estas medidas representam um esforço adicional de 0.8% do PIB para 2011.

Começam a ser notórias melhorias no saldo orçamental; contudo, a tendência tem que ser confirmada



Execução da Receita e Despesa por comparação com o objectivo no Orçamento de Estado (variações homólogas)

		Estado	FSA	Segurança Social	Tendência
Receita Total	Orçamento 2011	6.7	-7.8	1	↑
	Execução	10	6.7	3.5	
Receita Fiscal	Orçamento 2011	4.6	0.9	2.5	↑
	Execução	10.7	-	3.8	
Despesa Total	Orçamento 2011	-1.5	-2.7	0	→
	Execução	-3.6	3.7	1.7	
Despesa Primária	Orçamento 2011	-4	-2.7	0	→
	Execução	-3.6	3.7	1.8	

Fonte: MFAP, BPI (tendência).

Legenda: Melhor que esperado ↑

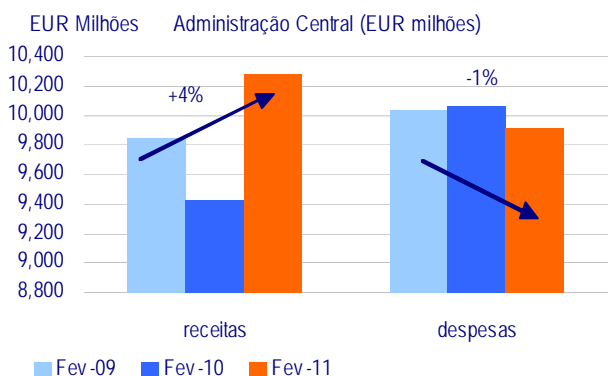
Pior que esperado ↓

Misto →

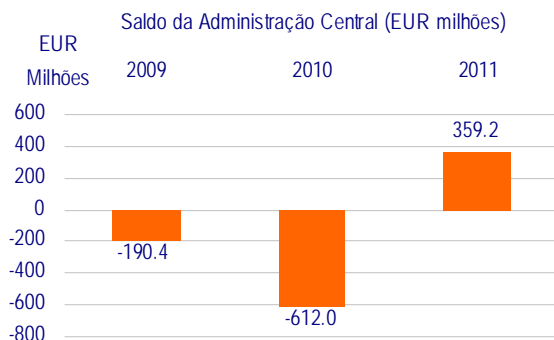
Opinião

1. AS CONTAS DA ADMINISTRAÇÃO CENTRAL (ESTADO E SFA)

O saldo da Administração Central (Estado e Serviços e Fundos Autónomos) foi positivo nos primeiros dois meses do ano, ao contrário do que foi habitual desde 2009. Comparativamente a 2009, as receitas aumentaram 4% enquanto a despesa combinada declinou 1%

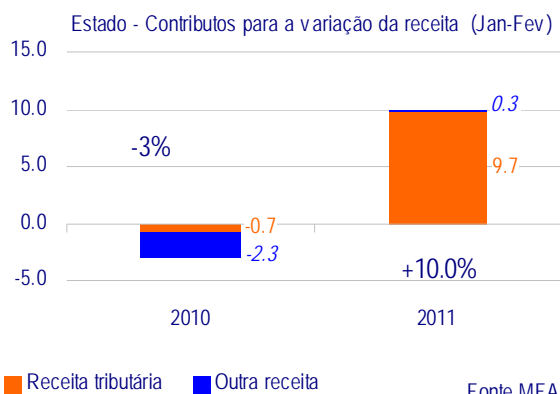


Fonte: Ministério das Finanças, BPI



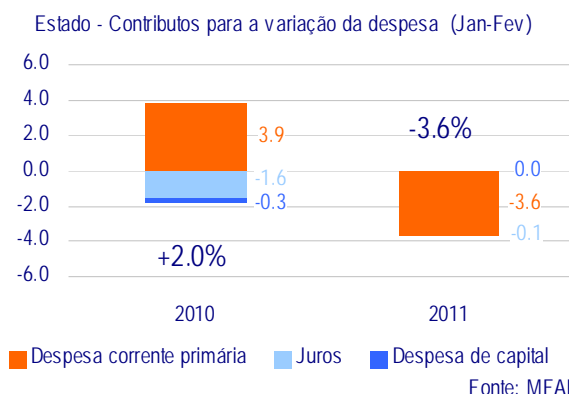
Fonte: Ministério das Finanças

Ao contrário de 2010, o bom comportamento da receita tributária justificou o aumento das receitas...



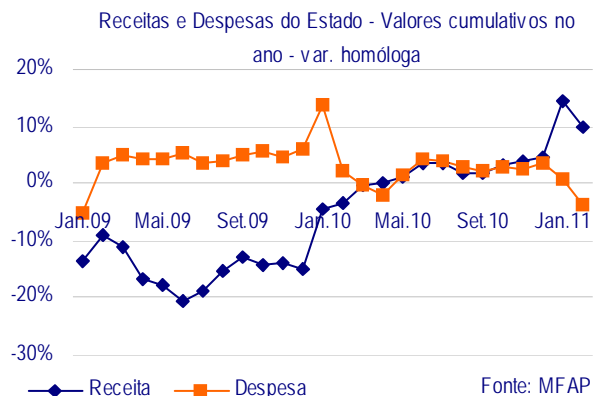
Fonte MFAP

...e a despesa recuou graças à queda da despesa corrente primária



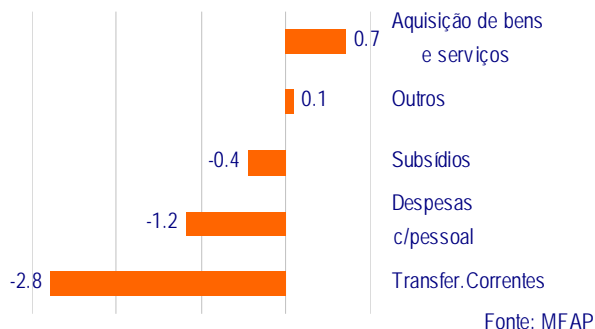
Fonte: MFAP

Estado - As receitas continuam a crescer a bom ritmo (apesar da desaceleração marginal) enquanto a despesa parece estar a encetar uma tendência de correcção



Fonte: MFAP

Principais contributos para a variação da despesa corrente primária do Estado (-3.6% y/y)



Fonte: MFAP

A receita do sector Estado aumentou 10% em termos homólogos, nos primeiros dois meses do ano, tendo a receita fiscal contribuído com 9.7 p.p. para este resultado. O comportamento da **colecta do IVA** foi determinante para este resultado - com um contributo de 5.4 p.p. - reflectindo o aumento das taxas aplicadas (a taxa normal de IVA situava-se em 20% em Janeiro-Fevereiro de 2010 que compara com 23% em Janeiro-Fevereiro de 2011); apesar do aumento verificado, este ficou aquém do expectável caso a base de incidência fiscal se tivesse mantido (cerca de menos 2.6%), indiciando retracção do consumo nos primeiros meses de 2011 ou, eventualmente, um agravamento da evasão fiscal. Os **impostos directos** contribuíram também favoravelmente para o bom resultado da receita tributária: +4.3 p.p., destacando-se o contributo em sede de IRC (2.1 p.p.) e também IRS (1.2 p.p.).

Receita Fiscal - Valores acumulados no ano até Fevereiro

	Milhões de euros			Variação anual (%)		Contributo (VH) p.p. 2011
	2009	2010	2011	2010	2011	
Receita fiscal	5,346	5,301	5,869	-0.8	10.7	9.7
Impostos Directos	1,772	1,715	1,965	-3.2	14.6	4.3
Imp. sobre Rendimento Pessoas Singulares (IRS)	1,651	1,572	1,649	-4.8	4.9	1.3
Imp. sobre Rendimento Pessoas Colectivas (IRC)	118	142	266	20.1	88.3	2.1
Outros	2	1	50	-58.3	4,870.0	0.8
Impostos Indirectos	3,574	3,586	3,904	0.3	8.9	5.4
Imp. sobre produtos petrolíferos e energéticos (ISP)	391	391	389	0.1	-0.5	0.0
Imp. sobre Valor Acrescentado (IVA)	2,554	2,558	2,864	0.1	12.0	5.2
Imp. sobre Veículos	132	116	137	-12.4	18.3	0.4
Imp. de consumo sobre o tabaco	111	180	175	62.0	-2.8	-0.1
Imp. sobre álcool e bebidas alcoólicas (IABA)	32	29	28	-8.2	-5.1	0.0
Imp. do selo	327	282	276	-13.7	-2.3	-0.1
Imp. Único de Circulação (IUC)	19	20	27	6.4	34.7	0.1
Outros	9	10	9	15.9	-11.8	0.0

Fonte: MFAP.

Pelo lado da **despesa**, vale a pena destacar a queda da despesa corrente primária em 3.9%, principal contributo para a queda da despesa total do Estado (-3.6%). A queda das transferências para outros sectores, reflectindo, a título de exemplo, menores necessidades do Serviço Nacional de Saúde (cujo saldo passou de um défice de EUR 25 milhões para um excedente de EUR 54 milhões) bem como a queda das despesas com subsídios e despesas com pessoal, estiveram na base deste comportamento.

Despesa do Estado por classificação económica (Janeiro a Fevereiro)

	Milhões de euros			Variação anual (%)		Contributo (VH) p.p. 2011
	2009	2010	2011	2010	2011	
Despesa corrente	6,537	6,698	6,438	2.5	-3.9	-3.7
Despesas com o pessoal	1,584	1,594	1,510	0.6	-5.3	-1.2
Remunerações Certas e Permanentes	1,196	1,211	1,146	1.2	-5.3	-0.9
Abonos Variáveis ou Eventuais	75	67	60	-11.3	-10.7	-0.1
Segurança Social	312	316	304	1.4	-3.9	-0.2
Aquisição de bens e serviços correntes	104	102	152	-1.7	49.0	0.7
Juros e outros encargos	264	156	150	-41.0	-3.4	-0.1
Transferências correntes	4,486	4,706	4,509	4.9	-4.2	-2.8
Administrações Públicas	3,801	3,944	3,790	3.8	-3.9	-2.2
Administração Central	2,407	2,437	2,345	1.2	-3.8	-1.3
Administração Regional	0	0	0	-	-	-
Administração Local	338	330	323	-2.3	-2.0	-0.1
Segurança Social	1,057	1,178	1,122	11.4	-4.7	-0.8
Outras transferências correntes	684	762	718	11.4	-5.7	-0.6
Subsídios	27	57	26	113.6	-54.0	-0.4
Outras despesas correntes	73	83	91	13.5	8.9	0.1
Despesa corrente primária	6,274	6,543	6,288	4.3	-3.9	-3.6
Despesa de capital	394	375	377	-4.9	0.7	0.0
Despesa efectiva	6,931	7,073	6,816	2.0	-3.6	

Fonte: MFAP.

Opinião

Relativamente aos **Serviços e Fundos Autónomos**, cuja despesa primária aumentou 3.7%, acima do projectado no Orçamento de Estado, vale a pena evidenciar os principais factores subjacentes a este comportamento (assinalados no quadro seguinte): transferências correntes (outras); aquisição de bens e serviços e despesas com pessoal. As despesas de capital, designadamente transferências, contribuíram também com 1.3 p.p. para este resultado.

Execução orçamental dos Serviços e Fundos Autónomos (Janeiro a Fevereiro)

	Milhões de euros			Variação anual (%)		Contributo (VH) p.p. 2011
	2009	2010	2011	2010	2011	
Receita corrente	3,563.3	3,498.6	3,509.2	-1.8	0.3	0.3
Receita de capital	250.1	96.2	326.4	-61.5	-	6.4
Transferências de capital	247.5	95.5	321.7	-61.4	-	6.3
Outros subsectores das Administrações Públicas	91.6	59.3	55.2	-35.3	-6.9	-0.1
União Europeia	152.9	33.4	102.9	-78.2	-	1.9
Outras transferências	3.0	2.8	163.6	-6.2	-	4.5
Receita Efectiva	3,813.4	3,594.8	3,835.6	-5.7	6.7	
Despesa corrente	2,929.0	2,913.9	2,981.2	-0.5	2.3	2.2
Despesas com o pessoal	415.3	334.4	345.9	-19.5	3.5	0.4
Aquisição de bens e serviços	975.4	1,095.6	1,110.0	12.3	1.3	0.5
Juros e outros encargos	1.2	2.0	1.6	71.2	-18.9	0.0
Transferências correntes	1,381.3	1,386.8	1,425.8	0.4	2.8	1.3
Outros subsectores das Administrações Públicas	119.8	77.0	79.5	-35.7	3.2	0.1
Outras transferências	1,261.4	1,309.8	1,346.4	3.8	2.8	1.2
Subsídios	64.0	32.9	60.7	-48.6	84.5	0.9
Outras despesas correntes	91.9	62.3	37.2	-32.3	-40.3	-0.8
Despesas de capital	157.4	78.5	121.6	-50.1	55.0	1.4
Investimento	9.7	6.7	17.0	-31.3	154.5	0.3
Transferências de capital	139.4	63.3	104.7	-54.6	65.4	1.4
Outros subsectores das Administrações Públicas	12.5	5.4	7.3	-56.8	34.7	0.1
Outras transferências	126.9	57.9	97.4	-54.4	68.2	1.3
Outras despesas de capital	8.3	8.5	0.0	3.4	-99.9	-0.3
Despesa Efectiva	3,086.4	2,992.4	3,102.8	-3.0	3.7	
Saldo global	727.0	602.4	732.8	-17%	22%	

Fonte: MFAP.

Segundo a administração fiscal, "**a receita efectiva aumentou 6,7 %** face a igual período do ano anterior, por via essencialmente da variação positiva nas transferências de capital com um contributo de 6,3 pp. destacando-se as provenientes de outras entidades fora do perímetro das Administrações Públicas (4,5 pp.) e as da União Europeia (1,9 pp.). A despesa efectiva aumentou cerca de 3,7% face ao período homólogo, justificado sobretudo pelas **transferências correntes e de capital para entidades fora do perímetro das Administrações Públicas** com um contributo de 1,2 pp. e 1,3 pp. respectivamente".

"A despesa efectiva sofreu um acréscimo de 110,4 milhões de euros, essencialmente em resultado do aumento dos seguintes agregados":

- Transferências de capital para entidades fora do perímetro das Administrações Públicas, em 39,5 milhões de euros, sobretudo das verbas executadas pelo IFAP respeitantes ao pagamento de ajudas aos agricultores e ao aumento do número de pedidos de pagamentos de ajudas referentes a projectos de investimento no âmbito do Programa de Desenvolvimento Rural do Continente (PRODER);
- Encargos com pensões e abonos da responsabilidade da CGA em 37,3 milhões de euros;
- Subsídios em 27,8 milhões de euros, decorrente do acréscimo de 38,3 milhões de ajudas concedidas pelo IFAP no âmbito do FEAGA e da diminuição dos subsídios concedidos pelo IEFEP em 10,7 milhões de euros, nomeadamente ao nível de verbas destinadas a medidas de política activa de emprego e de formação profissional;
- Encargos com pensões e abonos da responsabilidade da CGA em 37,3 milhões de euros;
- Subsídios em 27,8 milhões de euros, decorrente do acréscimo de 38,3 milhões de ajudas concedidas pelo IFAP no âmbito do FEAGA e da diminuição dos subsídios concedidos pelo IEFEP em 10,7 milhões de euros, nomeadamente ao nível de verbas destinadas a medidas de política activa de emprego e de formação profissional;
- Aquisições de Bens e Serviços em 14,3 milhões de euros, justificado pelo Serviço Nacional de Saúde, verificando-se uma desaceleração face ao mês anterior;
- Despesas com pessoal, cuja taxa de variação homóloga está sobrestimada pela ausência desta informação em Fevereiro de 2010 de alguns estabelecimentos de saúde¹.

2. SEGURANÇA SOCIAL

O saldo da Segurança Social acumulado nos dois primeiros meses do ano cifrou-se em 481.4 milhões de euros, acima dos valores observados em 2010 mas aquém do observado em 2009. A receita aumentou 3.5% em termos homólogos, sobretudo influenciada pelo aumento das receitas de contribuições e quotizações reflectindo já a inclusão dos bancários na Segurança Social. A despesa desacelerou de 6.6% para 1.8% graças à queda de algumas prestações sociais, designadamente Subsídios de Desemprego, RSI e Acção Social. Este comportamento foi mais que compensado pelo aumento das pensões, designadamente de Velhice, e pelo acréscimo da despesa com acções de formação profissional, nomeadamente suportadas pelo Fundo Social Europeu.

Execução orçamental da Segurança Social (Janeiro a Fevereiro)

	Milhões de euros			Peso 2011	Variação anual (%)		Contributo (VH) p.p. 2011
	2009	2010	2011		2010	2011	
Receita corrente	3,703.7	3,721.1	3,852.8	100%	0.5%	3.5%	3.5
Contribuições e quotizações	2,246.1	2,270.0	2,336.4	61%	1.1%	2.9%	1.8
Transf. correntes da Administração Central	1,084.1	1,205.3	1,143.8	30%	11.2%	-5.1%	-1.7
Transf. do Fundo Social Europeu	132.0	0.0	122.5	3%	-100.0%	-	3.3
Receita de capital	1.3	0.1	0.1	0%	-89.0%	0.7%	0.0
Receita efectiva	3,705.0	3,721.2	3,852.9		0.4%	3.5%	
Despesa corrente	3,102.9	3,310.1	3,370.6	100%	6.7%	1.8%	1.8
Pensões	1,904.1	1,983.5	2,035.9	60%	4.2%	2.6%	1.6
das quais Velhice	1,419.9	1,490.1	1,558.5	46%	4.9%	4.6%	2.1
Subsídio desemprego e apoio ao emprego	291.3	368.8	348.1	10%	26.6%	-5.6%	-0.6
RSI e Acção Social	319.3	334.4	314.4	9%	4.7%	-6.0%	-0.6
Despesa efectiva	3,105.2	3,311.3	3,371.5		6.6%	1.8%	
Saldo	599.8	409.9	481.4		-31.7%	17.4%	

Fonte: MFAP.

Opinião

MERCADO DO PETRÓLEO - ACTUALIZAÇÃO DO ARTIGO DE NOVEMBRO DE 2010

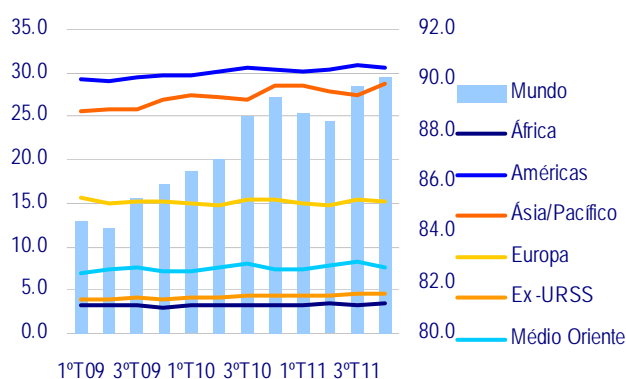
Pretende-se com a presente apresentação efectuar uma actualização de dados, factores condicionantes e potenciais riscos relativos ao mercado do petróleo, de acordo com as informações cedidas pela Agência Internacional de Energia (AIE).

Evolução da Procura Global de Petróleo (2009-2011) - milhões de barris/dia

	1ºT09	2ºT09	3ºT09	4ºT09	2009	1ºT10	2ºT10	3ºT10	4ºT10	2010	1ºT11	2ºT11	3ºT11	4ºT11	2011 Quota %	
África	3.3	3.2	3.2	3.1	3.2	3.2	3.3	3.2	3.3	3.2	3.3	3.4	3.3	3.4	3.3	3.7
Américas	29.2	28.9	29.4	29.7	29.3	29.6	30.1	30.7	30.4	30.2	30.1	30.3	30.9	30.6	30.1	33.7
Ásia/Pacífico	25.6	25.8	25.8	26.9	26.0	27.4	27.1	26.9	28.6	27.5	28.5	27.9	27.5	28.8	28.2	31.6
Europa	15.6	15.0	15.2	15.1	15.2	14.9	14.8	15.5	15.4	15.1	15.0	14.8	15.4	15.3	15.1	16.9
Ex-URSS	4.0	3.9	4.1	4.0	4.0	4.2	4.1	4.4	4.4	4.3	4.4	4.3	4.5	4.5	4.4	4.9
Médio Oriente	6.8	7.3	7.7	7.1	7.2	7.1	7.5	8.0	7.3	7.5	7.4	7.8	8.2	7.6	7.7	8.6
Mundo	84.4	84.2	85.4	85.9	85.0	86.4	86.9	88.6	89.3	87.8	88.7	88.4	89.8	90.1	89.3	100.0
Varição anual (%)	-3.2	-2.5	-0.6	0.9	-1.3	2.3	3.3	3.8	3.9	3.3	2.7	1.7	1.4	1.0	1.7	
Varição anual (mb/d)	-2.8	-2.2	-0.5	0.8	-1.2	1.9	2.8	3.2	3.4	2.8	2.3	1.4	1.2	0.9	1.5	

Fonte: Agência Internacional Energia (AIE) / Relatório de Fevereiro.

Evolução da Procura Global de Petróleo (2009-2011) - milhões de barris/dia



RECENTE EVOLUÇÃO E PERSPECTIVAS FUTURAS

Em relação à procura de crude, AIE tem vindo ao longo dos últimos relatórios a rever em alta os seus valores, embora esteja prevista uma quebra no 1º semestre de 2011. Esta evolução resulta de uma dinâmica de queda do consumo na Ásia/Pacífico (com um peso de 32% do total) e na Europa (que vale cerca de 17%), para além da estagnação na área da antiga URSS (que representa 5%). Na segunda metade do ano, as previsões já apontam para uma aceleração da procura global, basicamente devido ao acentuar do consumo asiático, já que as Américas (com o maior peso no total, perto de 34%) não deverão mostrar grandes alterações. A Europa poderá dar indicação de ligeira recuperação, tal como o Continente africano (que pesa menos de 4%).

Perante a confirmação dos cenários macroeconómicos globais e regionais, a AIE tem vindo de facto a rever em alta os valores da procura de petróleo. A alteração mais expressiva aconteceu na Ásia/Pacífico, seguindo-se a Europa e a ex-URSS. Por seu turno, Médio Oriente e Américas não verificaram alterações e a África viu os seus valores revistos em ligeira baixa. Estes novos valores prendem-se com as dinâmicas económicas mostradas pelos dados de final de 2010 e início de 2011. Neste âmbito, consolida-se a expectativa de que a China, os EUA e a Europa poderão estar melhor que o previsto inicialmente, assim como as economias emergentes (para além da China).

Se no início de 2010 (1ºT2010) a procura mundial foi de 86.4 milhões de barris por dia (mb/d), que correspondeu a uma variação homóloga positiva de 2.3% e 1.9 mb/d, nos primeiros três meses de 2011 os valores deverão situar-se em 88.7 mb/d, ou seja, uma procura superior em 2.7% e 2.3 mb/d. Por regiões e tendo como referências de comparação o 1ºT2010 e o 1ºT2011, as Américas deverão passar de 29.6 mb/d para 30.1 mb/d; a Ásia/Pacífico de 27.4 mb/d para 28.5 mb/d; a Europa de 14.9 mb/d para 15.0 mb/d; o Médio Oriente de 7.1 mb/d para 7.4 mb/d; a ex-URSS de 4.2 mb/d para 4.4 mb/d; e finalmente a África de 3.2 mb/d para 3.3 mb/d.

Crescimento real do PIB, %

	2010	(revisão)	2011	(revisão)
Mundo	4.8	(+0.1)	4.3	(+0.2)
OCDE	2.9	(+0.3)	2.5	(+0.3)
América do Norte	3.1	(+0.2)	3.1	(+0.6)
Europa	2.2	(+0.1)	1.9	(+0.1)
Pacífico	4.4	(+0.9)	2.4	(=)
Não-OCDE	7.1	(=)	6.5	(=)
África	4.7	(-0.1)	5.0	(-0.1)
América Latina	5.9	(+0.1)	4.3	(+0.3)
China (excl. Hong Kong)	10.3	(-0.2)	9.6	(=)
Outra Ásia	8.3	(+0.1)	6.5	(+0.1)
Europa Não-OCDE	-0.2	(=)	2.2	(+0.1)
Ex-URSS	4.1	(-0.1)	4.6	(+0.1)
Médio Oriente	3.3	(-0.2)	4.7	(-0.9)

Fonte: FMI.

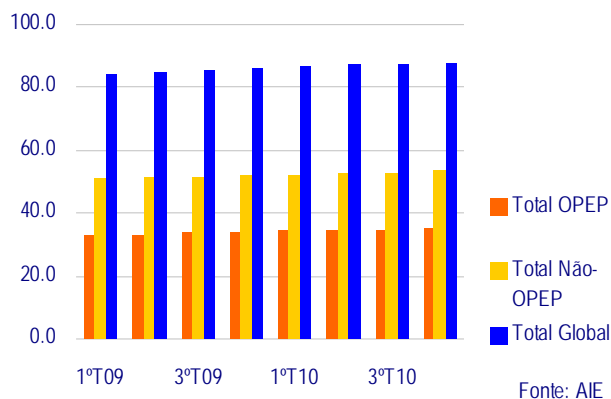
Produção de crude na OPEP - milhões de barris por dia (mb/d)

	Nov-10	Dez-10	Jan-11	Capacidade produção sustentada ⁽¹⁾	Diferença da capacidade versus oferta Jan 20110	Quotas na PEP %	Quota Global % ⁽⁵⁾
Argélia	1.27	1.27	1.27	1.30	0.03	4.3	1.5
Angola	1.66	1.62	1.65	1.84	0.19	5.5	2.1
Equador	0.47	0.48	0.48	0.50	0.02	1.6	0.6
Irão	3.68	3.68	3.66	3.70	0.04	12.3	4.2
Koweit ⁽²⁾	2.29	2.32	2.32	2.55	0.23	7.8	2.9
Líbia	1.56	1.56	1.58	1.80	0.22	5.3	2.1
Nigéria ⁽³⁾	2.18	2.26	2.24	2.50	0.26	7.5	2.9
Qatar	0.82	0.82	0.82	1.00	0.18	2.7	1.1
Arábia Saudita ⁽²⁾	8.50	8.60	8.60	12.10	3.50	28.8	13.9
Em.Árab. Unidos	2.29	2.32	2.37	2.70	0.33	7.9	3.1
Venezuela ⁽⁴⁾	2.19	2.20	2.21	2.35	0.14	7.4	2.7
OPEP -11	26.91	27.13	27.20	32.35	5.15	91.1	37.1
Iraque	2.42	2.45	2.66	2.70	0.05	8.9	3.1
Total OPEP	29.33	29.57	29.85	35.05	5.19	100.0	40.1
Total Global 2010						87.3	100.0

Fonte: Agência Internacional Energia (AIE) / Relatório de Fevereiro

Notas: (1) - os níveis de capacidade são alcançados no prazo de 30 dias e consideram-se sustentados a 90 dias; (2) - inclui metade da produção da zona neutral; (3) - a corrente capacidade de produção exclui cerca de 250 kb/d de capacidade retida; (4) - inclui a produção extra assumida de 450 kb/d de Orinoco em Janeiro; (5) - valores indicativos devido ao uso de registos diferentes

Produção Global de Petróleo - milhões de barris por dia (mb/d)



Fonte: AIE

Produção de crude Não-OPEP - milhões de barris por dia (mb/d)*

	1ºT09	2ºT09	3ºT09	4ºT09	2009	1ºT10	2ºT10	3ºT10	4ºT10	2010	1ºT11	2ºT11	3ºT11	4ºT11	2011	Quota 2011 %	Quota Global 2010 %
América do Norte	13.5	13.5	13.7	13.8	13.6	13.9	14.0	14.1	14.3	14.1	14.2	13.8	13.9	14.2	14.0	26.2	16.2
Europa	4.9	4.5	4.2	4.5	4.5	4.5	4.2	3.8	4.2	4.2	4.2	4.0	3.9	4.1	4.1	7.7	4.8
Pacífico	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	1.1	0.7
Total OCDE	19.0	18.6	18.6	18.9	18.8	19.1	18.8	18.5	19.1	18.9	18.9	18.5	18.5	19.0	18.7	35.0	21.6
Ex-URSS	13.0	13.3	13.4	13.5	13.3	13.5	13.5	13.5	13.7	13.6	13.8	13.7	13.5	13.8	13.7	25.6	15.6
Europa	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
China	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	4.0	4.1	4.1	4.2	4.1	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	8.0	4.7
Restante Ásia	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	6.7	4.2
América Latina	3.8	3.9	3.9	4.0	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.4	8.2	4.7
Médio Oriente	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	3.2	1.9
África	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.7	2.6	4.9	3.0
Total Não-OCDE	28.7	29.0	29.2	29.4	29.1	29.6	29.8	29.9	30.1	29.8	30.4	30.4	30.4	30.6	30.5	57.0	34.1
Outros acréscimos	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.3	4.3	2.6
Total bio-combustíveis	1.1	1.6	1.8	1.7	1.6	1.4	1.9	2.1	1.7	1.8	1.5	1.9	2.3	2.1	2.0	3.7	2.1
Total Não-OPEP	51.1	51.4	51.9	52.3	51.7	52.4	52.8	52.8	53.2	52.8	53.2	53.2	53.6	54.0	53.5	100.0	60.5
Variação anual (mb/d)	0.3	0.6	1.4	1.4	0.9	1.3	1.4	1.0	0.9	1.1	0.8	0.3	0.8	0.8	0.7		
...																	
Total OPEP	33.3	33.2	33.7	33.8	33.5	34.2	34.2	34.6	34.9	34.5							39.5
Total Global	84.3	84.6	85.5	86.2	85.2	86.5	87.1	87.5	88.2	87.3							100.0

Fonte: Agência Internacional Energia (AIE) / Relatório de Fevereiro.

Nota: (*) - Estimativas e previsões da AIE

Ao nível da **produção** global de crude, assiste-se à consolidação da tendência de alta, com o contributo tanto da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) como do grupo de produtores fora desta organização. Aos primeiros corresponde uma quota global de perto de 40%. Em termos de evolução da produção mundial, os valores do 1ºT2009, 1ºT2010 e 4ºT2010 foram de 84.3 mb/d, 86.5 mb/d e 88.2 mb/d, respectivamente.

No caso da oferta da **OPEP**, nos mesmos períodos temporais, os valores são de 33.3 mb/d, 34.2 mb/d e 34.9 mb/d. Os números mensais desta organização são ligeiramente diferentes mas espelham a mesma tendência de aumento. Em Janeiro de 2011, o valor apurado indica a produção total diária de 29.85 mb. Outro facto relevante a mencionar é que a diferença (valores de Janeiro) entre a oferta efectiva e a capacidade de produção sustentada de cada um dos países da OPEP tem vindo a estreitar-se, encontrando-se em níveis considerados

Opinião

mínimos. A excepção vai para o maior produtor individual desta organização (igualmente maior produtor individual mundial), a Arábia Saudita, que mantém um intervalo mais largo, cerca de 3.5 mb/d, comportando-se como uma reserva para situações de excepção. Exemplo disso e neste âmbito, a Arábia Saudita decidiu aumentar a sua produção dos actuais 8.6 mb/d para 9.0 mb/d (+0.4 mb/d) em resposta aos recentes acontecimentos na Líbia.

De facto, a AIE tem sugerido que estão basicamente interrompidas as exportações petrolíferas por parte da Líbia, devido à escalada dos confrontos no país. Perante os danos nas infra-estruturas e a imposição de as sanções internacionais, as exportações da Líbia podem não chegar ao mercado nos próximos meses. O principal canal de exportação do petróleo líbio, o Porto de Es Sider, foi encerrado depois do bombardeamento de um oleoduto. A Líbia tem uma quota de 5% dentro da OPEP e de 2% a nível mundial. Entretanto, existe receio de que se concretize o contágio deste tipo de conflitos a outros países da área do Médio Oriente.

Em relação ao grupo de países definidos como **Não-OPEP**, é usual fazer a diferenciação entre países da OCDE e Não-OCDE. No caso dos primeiros, destaca-se a oferta da principal área, a América do Norte (com uma quota de 26% e 16% a nível mundial). Em termos de evolução, se considerarmos os valores do 1ºT2009, 1ºT2010 e 1ºT2011, temos a respectiva sequência: 13.5 mb/d, 13.9 mb/d e 14.2 mb/d. Para além da consolidação da tendência de subida, destaca-se ainda o facto de todos estes valores terem sofrido revisões em alta. Segue-se a Europa (quota de 5% em termos mundiais), onde é visível uma evolução da oferta em ligeira queda e com os valores a não sofrerem revisões. Assim, os valores para o 1ºT2009, 1ºT2010 e 1ºT2011 são 4.9 mb/d, 4.5 mb/d e 4.2 mb/d, respectivamente. A zona do Pacífico tem pouca expressão e mantém a produção estável à volta de 0.6 mb/d.

No grupo Não-OCDE, destaca-se a oferta da área da ex-URSS, com um peso de 26% nos **Não-OPEP** e de 16% a nível mundial. Considerando as mesmas referências temporais, 1ºT2009, 1ºT2010 e 1ºT2011, os valores são 13.0 mb/d, 13.5 mb/d e 13.8 mb/d, respectivamente. A China encontra-se a par da América Latina com quotas de 8% nos Não-OPEP e 5% no mundo. A oferta chinesa tem igualmente evoluído de forma satisfatória: 3.8 mb/d, 4.0 mb/d e 4.3 mb/d, respectivamente no 1ºT2009, 1ºT2010 e 1ºT2011. Restante Ásia, África e Médio Oriente mostram evoluções sem alteração.

A evolução da produção do agrupamento Não-OPEP, que corresponde a cerca de 60% do crude total, segue a tendência geral nos momentos temporais referidos anteriormente com vista a uma análise comparativa: 51.1 mb/d, 52.4 mb/d e 53.2 mb/d em 1ºT2009, 1ºT2010 e 1ºT2011, respectivamente.

Indicação e variação preliminar de stocks industriais na OCDE, por região - Dezembro 2010 e 4ºT 2010

	Dezembro (milhões de barris)				Dezembro (milhões de barris por dia)				2ºT 2010 (milhões de barris por dia)			
	América Norte	Europa	Pacífico	Total	América Norte	Europa	Pacífico	Total	América Norte	Europa	Pacífico	Total
Petróleo	-22.7	2.3	1.2	-19.2	-0.73	0.07	0.04	-0.62	-0.30	0.08	0.11	-0.11
Gasolina	6.4	-1.8	-1.2	3.4	0.21	-0.06	-0.04	0.11	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02
Produtos refinados intermédios	2.1	0.6	-6.2	-3.5	0.07	0.02	-0.20	-0.11	-0.07	0.06	-0.08	-0.09
Combustíveis residuais	-0.6	-0.7	-0.4	-1.7	-0.02	-0.02	-0.01	-0.06	-0.02	-0.08	-0.03	-0.12
Outros Produtos	-19.5	0.4	-7.9	-27.0	-0.63	0.01	-0.26	-0.87	-0.34	-0.03	-0.04	-0.42
Total Produtos	-11.5	-1.5	-15.8	-28.8	-0.37	-0.05	-0.51	-0.93	-0.43	-0.05	-0.16	-0.65
Outros hidrocarbonetos	-3.6	-2.7	-1.2	-7.6	-0.12	-0.09	-0.04	-0.24	-0.06	0.00	0.01	-0.05
Total Global	-37.9	-1.9	-15.8	-55.6	-1.22	-0.06	-0.51	-1.79	-0.79	0.03	-0.04	-0.80

Fonte: Agência Internacional Energia (AIE) / Relatório de Fevereiro.

Outra das grandes alterações face aos valores conhecidos nos relatórios anteriores prende-se com a evolução dos **stocks**. Há uma nítida diminuição dos stocks existentes para níveis que não eram vistos desde finais de 2008. De facto, face aos dados mais recentes disponíveis, os **stocks** industriais de petróleo na OCDE declinaram cerca de 55.6 mb, para 2668 mb, em Dezembro. O movimento mais evidente verificou-se com o declínio acentuado dos stocks na América do Norte, numa tendência que tem vindo a ocorrer ao longo dos últimos meses.

Em relação à **refinação**, embora os valores totais aqui apresentados tenham sido revistos em alta em relação a relatórios anteriores, os primeiros de 2011 meses mostram valores inferiores aos últimos meses de 2010. Na comparação trimestral, o 4ºT2010 e o 1ºT2011 (previsões) mostram valores inferiores ao 3ºT2010, mas superiores aos trimestres anteriores. Se o valor total no 4ºT2010 foi de 74.7 mb/d, no 1ºT2011 é esperado um valor de 74.8 mb/d.

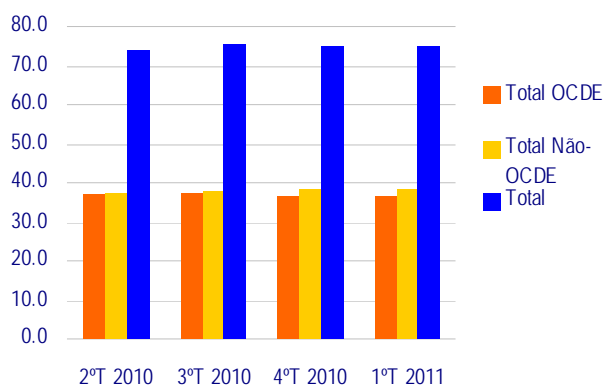
Evolução da refinação completa e global de crude por região* - milhões de barris dia (mb/d)

	3T 2010	Out-2010	Nov-2010	Dez-2010	4T 2010	Jan-2011	Fev-2011	Mar-2011	1T 2011	Abr-2011	Malo-2011
América do Norte	18.1	16.7	17.3	17.8	17.3	17.3	17.1	17.3	17.3	17.7	18.2
Europa	12.8	11.6	12.7	12.6	12.3	12.4	12.1	12.1	12.2	12.4	12.4
Pacífico	6.5	6.3	6.8	7.0	6.7	7.0	6.9	6.5	6.8	6.6	6.1
Total OCDE	37.5	34.7	36.8	37.5	36.3	36.7	36.1	35.9	36.3	36.7	36.7
Ex-URSS	6.6	6.3	6.5	6.5	6.4	6.3	6.3	6.1	6.2	6.1	6.3
Europa Não-OCDE	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
China	8.4	8.8	9.0	9.2	9.0	9.3	9.1	9.0	9.1	9.2	9.2
Restante Ásia	8.6	8.7	8.8	9.0	8.8	8.9	8.8	9.0	8.9	9.0	8.8
América Latina	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.3	5.5	5.5	5.4	5.5	5.5
Médio Oriente	6.2	6.2	6.1	6.1	6.1	6.1	5.8	6.0	6.0	5.9	5.8
África	2.5	2.5	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
Total Não-OCDE	38.0	38.0	38.4	38.7	38.4	38.7	38.5	38.3	38.5	38.4	38.4
Total	75.5	72.7	75.1	76.2	74.7	75.4	74.6	74.3	74.8	75.1	75.1

Fonte: Agência Internacional Energia (AIE).

Nota: (*) Estimativas e valores preliminares baseados na capacidade, nas previsões da procura e da evolução económica, para além de informações locais.

Evolução da refinação completa e global de crude - milhões de barris dia (mb/d)

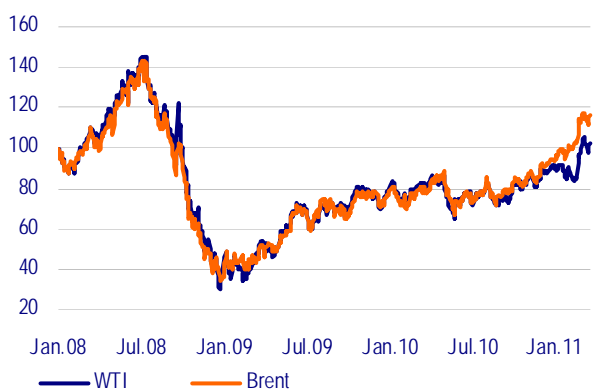


Fonte: AIE

Na análise separada de refinação na OCDE e Não-OCDE (com pesos quase idênticos), é fácil identificar uma estagnação após queda anterior no 1º grupo e uma tendência ligeiramente crescente no 2º grupo (com base nas observações trimestrais). Na área da OCDE, verifica-se uma queda na América do Norte (que detém uma quota de mais de 40%) e na Europa (acima dos 30%), que contrastam com a tendência de subida na área do Pacífico (perto de 20% do total da OCDE).

No caso da Não-OCDE, destacam-se a China e a Restante Ásia no aumento da refinação (cada uma com mais de 20% de quota neste grupo e perto de 50% do total se encaradas de forma global). A zona da ex-URSS mostra presentemente uma tendência ligeiramente decrescente, assim como o Médio Oriente e a África. A América Latina mostra dinamismo de subida.

Evolução do preço do petróleo - usd/barril



Fonte: Reuters, BPI

A tendência do **preço** do crude tem sido de sistemática subida, que se acentuou no mês de Fevereiro com o surgimento de um novo e inesperado factor - o geoestratégico. De facto, a preocupante instabilidade político-social na área do Magrebe e do Médio Oriente trouxe receios relativamente à produção e distribuição de petróleo a partir desta importante região. Para mais que se mantém o perigo de alastramento dos conflitos a outros produtores mais significativos. Revestiu-se de particular atenção a segurança do canal do Suez e igualmente do oleoduto de SUMED (Suez/Mediterrâneo), que transporta petróleo do Mar Vermelho para o Mediterrâneo. Como já se referiu, perante a possibilidade de uma asfixia na oferta, a Arábia Saudita, maior produtor da OPEP e a nível mundial, anunciou o aumento da produção diária para 9 milhões de barris por dia (mb/d). Neste clima, no mercado spot, o preço do Brent (Londres) alcançou os 119 dólares o barril (d/b) e o WTI (Nova Iorque) os 106 d/b. Este nível de preços não era visto desde Agosto/Setembro de 2008. A continuação do tendência de subida dos preços está a ser assegurada (descontada) pelo mercado de futuros, que registou igualmente preços máximos dos últimos anos.

Opinião

Para além do surgimento do factor geoestratégico, o aumento da procura mantém-se igualmente como linha directora dos preços. De facto, a subida de preços resultou de uma procura acrescida, mas também da coexistência de possíveis constrangimentos do lado da oferta e da situação de stocks em níveis mínimos. Como já referimos, os valores da procura e da oferta têm sido regularmente revistos em alta pela AIE. Ao longo dos últimos relatórios tem sido visível um aumento da procura na Ásia, mas igualmente na América, encontrando-se a Europa numa situação de estagnação.

Quanto à diferença de preço entre o Brent e o WTI (mas não de tendência) ela pode ser explicada do seguinte modo: a questão geoestratégica do Médio Oriente está a influenciar mais incisivamente o preço do Brent, que é formado em Londres, enquanto que o preço WTI de Nova Iorque está a repercutir mais a realidade americana, nomeadamente a situação da oferta e gestão de stocks de cariz mais regional. De facto, por antecipação, está a ter impacto no preço a entrada em funcionamento do complexo do oleoduto Keystone, que permite a entrada nos EUA do petróleo do Canadá para refinação. Assim, prevê-se o aumento significativo da oferta no importante mercado dos produtos refinados norte-americanos.

O movimento de correcção aos valores máximos (que é normal e habitual) aconteceu em consequência dos trágicos acontecimentos no Japão. Face ao enorme grau de destruição na região norte da terceira economia mundial, surgiu forte apreensão em relação às consequências económicas na região asiática e no resto do mundo. O grau de incerteza é grande e aguarda-se pelo início da reconstrução.

FACTORES DE RISCO A TER EM CONTA NUM FUTURO PRÓXIMO

A situação do Japão não está estabilizada devido ao risco de agravamento da situação das centrais nucleares. Não há certezas quanto às consequências para a região, concretamente ao nível do comércio, pois nos últimos anos foi-se consolidando o comércio intra-regional. De facto, pensa-se que serão severamente afectadas a trocas comerciais com os principais parceiros comerciais do Japão, nomeadamente a China que é o principal fornecedor. Por isso aguarda-se uma redefinição das trocas comerciais através do efeito substituição, o que poderá limitar a longo prazo o regresso do Japão a mercados tidos como habituais. Assim, no curto prazo/médio prazo, a procura de crude na região poderá ser afectada, mas a reconstrução deverá imprimir uma nova dinâmica, embora incerta.

A Líbia, que viu aumentar nos últimos meses a sua produção, está agora abraços com uma guerra civil com consequências nefastas ao nível do negócio petrolífero. Contribuiu para esta situação a imposição de sanções económicas por parte da comunidade internacional. Por outro lado, não terminou (embora tenha diminuído momentaneamente como factor de mercado) o perigo de contágio da instabilidade político-social a outros países da região do Magrebe e do Médio Oriente, com maior relevância na produção e distribuição de petróleo em termos regionais e mundiais.

Consequências do aumento sistemático do preço do crude no crescimento económico mundial. A permanência da escalada dos preços poderá limitar a prevista procura crescente de crude ao longo do ano.

Face às indicações anteriores é notório o acréscimo de incerteza, que será potencialmente limitador de uma actividade económica plena.

BASES DE DADOS

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos em
Abril e Maio 2011

CONJUNTURA ECONÓMICA

Indicadores de Conjuntura Macroeconómica em Portugal
Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I
Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

MERCADOS CAMBIAIS

Cotações no mercado *Spot*
Taxas Oficiais de Conversão para o EURO
MTC-2

MERCADOS MONETÁRIOS

Taxas de Juro Internacionais

MERCADOS DE OBRIGAÇÕES

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações
Evolução dos Indexantes
Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

MERCADOS DE ACÇÕES

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções

COMMODITIES

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Abril e Maio de 2011*

Abril 2011

EUA	5	Publicação das minutas da reunião de 15 de Março
Reino Unido	6-7	Reunião do Comité de Política Monetária
UEM	7	Reunião do Comité de Política Monetária
Suíça	7	Publicação do relatório anual do Banco Nacional da Suíça
Portugal	11	Banco de Portugal publica dados relativos ao financiamento a banca
Reino Unido	20	Publicação das minutas da reunião de 9-10 de Março
EUA	27	Reunião do Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC)

Maio 2011

Reino Unido	4-5	Reunião do Comité de Política Monetária
Portugal	9	Banco de Portugal publica dados relativos ao financiamento a banca
Reino Unido	11	Publicação do relatório inflação
Reino Unido	18	Publicação das minutas da reunião de 6-7 de Abril
EUA	18	Publicação das minutas da reunião de 26-27 de Abril

Notas: (-) Esperado durante o mês.

(*) - Este calendário não pretende conter uma enumeração exaustiva de todos os acontecimentos futuros na Europa e América do Norte, mas sim listar alguns dos eventos que possam ter um impacto significativo nos mercados financeiros.

Indicadores de Conjuntura Económica em Portugal

	2008			2009			2010			2011		
	Jun.	Jul.	Ag.	Sep.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mar.	Abr.	Jun.
Contas Nacionais (Base 2000)												
PIB (1)	0.0	-2.6	1.3	1.4	1.4	1.2	1.4	1.2	-	-	-	-
Consumo privado (1)	1.7	-1.0	3.7	1.3	1.3	2.3	2.5	3.6	3.5	-	-	-
Consumo público (1)	1.1	2.9	6.4	0.1	0.1	2.2	2.4	3.6	3.5	-	-	-
Investimento (1)	0.5	-11.9	-4.5	-8.2	-8.2	3.0	3.4	4.3	4.4	-	-	-
Exportações (1)	-0.5	-11.8	9.2	8.6	8.6	1.2	1.1	2.6	2.3	-	-	-
Importações (1)	2.7	-10.9	9.9	1.6	1.6	3.2	3.0	2.0	-	-	-	-
Preços e salários												
Taxa de inflação média (%)	2.6	-0.8	-0.2	0.3	0.6	0.9	1.2	1.4	1.7	2.0	-	-
Taxa de inflação homologa (%)	0.8	-0.1	1.2	1.8	1.9	2.3	2.3	3.6	3.5	-	-	-
Taxa de inflação harmonizada (%)	0.8	-0.1	1.1	1.9	2.0	2.3	2.2	2.4	3.6	3.5	-	-
Inflação de Bens (taxa harmonizada)	-0.5	-0.9	1.5	2.4	2.5	3.2	3.0	3.4	4.3	4.4	-	-
Inflação de Serviços (taxa harmonizada)	3.0	1.0	0.7	1.3	1.2	1.1	1.2	1.1	2.6	2.3	-	-
Variação de salários sector privado (%) ⁽²⁾	4.0	3.5	3.8	3.4	3.3	3.2	3.2	3.0	2.0	-	-	-
Nível de actividade												
Indicador de Condições Financeiras (BPI) ⁽³⁾	0.76	0.74	0.95	-	1.11	-	1.2	-	-	-	-	-
Indicador coincidente do BIP (tvh)	-0.3	-1.8	1.4	1.3	1.0	0.8	0.5	0.1	0.1	0.0	-	-
Índice de produção industrial (tvh)	-9.3	-1.5	3.3	1.3	-0.1	-1.9	-2.0	4.0	-0.8	0.9	-	-
Índice de confiança na indústria	-31	-21	-13	-12	-11	-9	-10	-8	-7	-6	-11	-
Índice de confiança dos consumidores	-46	-33	-40	-40	-38	-38	-50	-49	-49	-45	-47	-
Índice de confiança no sector da construção	-41	-41	-45	-48	-48	-42	-51	-49	-56	-52	-51	-
Índice de confiança no comércio a retalho	-29	-17	0	0	-2	-2	-10	-6	-5	-6	-10	-
Vendas a retalho (tvh)	-4.2	2.6	-0.8	-0.6	-0.5	-0.6	-1.3	-4.6	-7.1	-4.6	-	-
Vendas de automóveis (tvh)	37.9	-17.9	62.5	18.4	13.5	15.1	1.0	19.4	61.9	-9.2	-12.7	-
Vendas de cimento (tvh)	-6.6	-15.6	-4.6	-7.0	-2.2	-4.5	-11.4	-9.4	-0.8	-4.8	-	-
Dormidas na hotelaria (tvh)	-1.3	-7.1	-1.4	7.4	5.5	7.0	8.0	-0.1	1.7	-1.4	-	-
Taxa de Desemprego (%)	7.6	9.5	10.6	10.9	10.9	10.9	11.1	11.1	11.1	11.1	-	-
Exterior												
Balança Corrente (ytd; M.E.)	-21,699	-18,362	-9,743	-10,406	-11,377	-12,432	-13,631	-15,319	-17,061	-1,183	-	-
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-25,244	-19,648	-10,174	-11,417	-13,082	-14,652	-16,467	-18,162	-20,151	-1,370	-	-
Exportações Mercadorias (ytd; var.%)	1.0	-18.1	15.1	-	15.0	15.5	-	14.8	15.7	19.2	-	-
Importações Mercadorias (ytd; var.%)	7.2	-18.1	10.6	-	9.6	10.2	-	9.6	10.5	11.6	-	-
Balança Financeira (M.E.; ytd)	17,941	15,606	-	-	-	-	-	-	15,722	-	-	-
Investimento directo em Port. (M.E.; - ytd)	3,185	2,067	-	-	-	-	-	-	1,097	-	-	-
Investimento directo de Port. no exterior (M.E.; - ytd)	-1,872	-931	-	-	-	-	-	-	6,500	-	-	-
Outro investimento em Portugal (M.E.; ytd)	-8,954	877	-	-	-	-	-	-	26,295	-	-	-
Outro investimento de Portugal no exterior (M.E.; - ytd)	10,747	-139	-	-	-	-	-	-	-2,390	-	-	-
Finanças Públicas												
Financiamento do SPA (ytd; M.E.)	4,572	15,737	-	-	-	-	-	-	13,407	-	-	-

Fontes: Dados compilados pelo BPI a partir de publicações do Banco de Portugal, INE, DGI, Bloomberg.

Notas: tvh: taxa de variação homologa

⁽¹⁾ - 2006 a 2008 - tv anual; restantes -tvh; ⁽²⁾ - Remun. médias implícitas na regulam. colectiva trabalho do sector privado; ⁽³⁾ - Valores anuais apresentados para o ICF correspondem a médias das observações trimestrais. Último valor trimestral do ICF sujeito a revisão.

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I	2008			2009			2010			2011			
	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.
Matérias Primas													
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	41.76	77.2	73.87	78.28	74.31	81.42	82.63	84.91	94.3	99.78	111.94	117.25	-
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-26.5	41.5	1.5	14.1	19	26.3	30.8	24.2	33.5	49.7	45.5	36.5	-
Custos laborais													
EUA	2.7	-3.5	-1.9	-1	-1	-1	-1	-1	-0.1	-0.1	-	-	-
Euro12	4.2	2	1.5	0.9	0.9	0.9	0.9	0.5	0.1	0.4	0.3	-	-
Japão	-1.5	-5.9	1.8	1.4	0.4	0.9	0.5	0.2	0.1	0.1	-	-	-
Taxas de Juro de Curto prazo													
EUA	1.43	0.25	0.53	0.45	0.30	0.29	0.29	0.30	0.30	0.30	0.31	0.30	-
Euro12	2.89	0.66	0.71	0.83	0.83	0.85	0.99	0.97	0.94	1.02	1.05	1.18	-
Japão	0.83	0.28	0.24	0.24	0.23	0.22	0.20	0.19	0.19	0.19	0.19	0.20	-
Taxas de Juro de Longo prazo													
EUA	2.21	3.84	2.93	2.91	2.47	2.51	2.60	2.80	3.29	3.37	3.43	3.47	-
Alemanha	2.95	3.39	2.58	2.67	2.12	2.28	2.52	2.67	2.96	3.16	3.17	3.35	-
Japão	1.17	1.30	1.09	1.07	0.97	0.94	0.94	1.19	1.13	1.22	1.26	1.26	-
Taxas de Cambio Effectivas													
EUA (+ valorização;-depreciação)	9.1	-7.0	0.2	-1.1	-0.7	-0.8	-2.0	-1.2	-1.0	-2.5	-4.8	-5.0	-
Euro12	0.6	-1.0	-10.4	-7.2	-9.6	-7.4	-7.2	-10.9	-8.2	-	-	-	-
Japão	32.5	-4.9	9.6	9.5	11.1	6.0	11.1	3.2	11.1	6.6	4.9	7.3	-
Preços no Produtor													
EUA	-0.9	4.3	2.7	4.1	3.3	3.9	4.3	3.5	4	3.6	5.6	-	-
Euro12	1.2	-2.9	3.1	4	3.6	4.3	4.3	4.5	5.3	6.1	6.6	-	-
Japão	0.9	-3.8	0.4	-0.1	-	-0.1	0.8	0.9	1.2	1.6	1.7	-	-
Preços no Consumidor													
EUA	0.1	2.7	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1	1.5	1.6	2.1	-	-
Euro12	1.6	0.9	1.4	1.7	1.6	1.8	1.9	1.9	2.2	2.3	2.4	-	-
Japão	0.4	-1.7	-0.7	-0.9	-0.9	-0.6	0.2	0.1	-	-	-	-	-
Massa Monetária													
EUA (M2)	10	3.5	1.7	1.9	2.8	3	3.1	3.2	3.4	4.3	4.1	-	-
Euro12	7.6	-0.4	0.3	0.2	1.1	1.1	1.1	2.1	1.7	1.5	2.0	-	-
Japão	3.2	3.2	2.9	2.7	2.8	2.8	2.8	2.6	2.3	2.3	2.4	-	-

Fontes: IEA market report, Economist, UE, FMI, OCDE, BdP, Merrill Lynch, Bloomberg.

Notas: taxas de variação homóloga, excepto quando indicado o contrário.

	2008			2009			2010			2011			
	Jun.	Jul.	Ag.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Ma.	Jun.
Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II													
Crescimento do Produto													
EUA (anualizado)	0.0	-2.6	1.7	2.6	3.1	-	-	-	-	-	-	-	-
Europa 12 (q/q)	0.3	-4.0	1.0	0.3	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão (q/q)	-1.2	-6.3	0.5	0.8	-0.3	-	-	-	-	-	-	-	-
Desemprego													
EUA	7.3	9.9	9.5	9.6	9.7	9.8	9.4	9.0	8.9	8.8	-	-	-
Europa 12	8.2	9.9	10.0	10.0	10.1	10.0	10.0	10.0	9.9	-	-	-	-
Japão	4.4	5.2	5.3	5.1	5.0	5.1	4.9	4.9	4.6	-	-	-	-
Confiança das Empresas													
EUA - Índice de confiança PME's	85	88	89	89	89	93	93	95	-	-	-	-	-
Europa 12 - Índice do Eurostat	-33	-16	-5	-4	-3	-1	0	2	5	6	7	7	-
Japão - Índice Tankan (grandes empresas;manufaturas)	-24	-24	1	8	8	5	6	6	-	-	-	-	-
Confiança dos Consumidores													
EUA - Índice da Universidade de Michigan	60.1	72.5	76	67.8	68.9	68.2	67.7	71.6	74.5	74.2	77.5	67.5	-
Índice do Conference Board	38.6	53.6	54.3	51.0	53.2	48.6	49.9	57.8	63.4	64.8	72.0	63.4	-
Europa 12 - Índice do Eurostat	-31	-16	-17	-14	-11	-11	-11	-9	-11	-11	-10	-11	-
Japão - Índice do ESRI	26.2	37.6	43.5	43.3	42.4	41.2	40.9	40.4	40.1	41.1	40.6	-	-
Indicador Avançado da OCDE													
EUA	89.8	96.7	98.0	97.8	97.7	97.8	98.0	98.4	98.8	99.4	-	-	-
Europa 12	90.6	98.5	98.5	98.3	98.1	97.9	97.8	97.8	97.8	97.7	-	-	-
Japão	89.9	93.2	94.3	94.3	94.3	94.5	94.7	95.2	95.7	96.2	-	-	-
Indicador da Actividade Industrial													
EUA - ISM Manufaturas	33.3	56.4	55.3	55.1	55.2	55.3	56.9	58.2	58.5	60.8	61.4	61.2	-
Europa 12 - Reuters PMI Manufaturas	33.9	51.6	55.6	56.7	55.1	53.7	54.6	55.3	57.1	57.3	59.0	57.5	-
Japão - Índice da Actividade Industrial (sa)	95.6	93.6	96.1	97.0	96.9	96.1	95.8	95.7	95.4	98.2	-	-	-
Produção industrial (t.v.h.)													
EUA	-11.3	-2.9	7.7	7.5	6.8	6.3	6.0	6.1	7.0	6.0	5.8	-	-
Europa 12	-12.5	-3.5	8.3	7.5	8.1	5.7	7.4	7.8	8.9	6.3	-	-	-
Japão	-3.2	6.4	17.3	14.2	15.1	11.5	4.3	5.8	4.9	3.5	2.8	-	-
Vendas a retalho (t.v.h.)													
EUA	-11.1	5.3	5.2	5.6	4.2	7.7	7.9	7.4	7.8	8.1	8.9	-	-
Europa 12	-2.0	-0.3	1.2	1.2	1.3	1.3	0.9	1.3	0.0	0.5	0.2	-	-
Japão	-11.2	-10.9	1.3	0.9	2.1	1.5	0.3	5.2	3.5	3.3	5.5	-	-
Balança comercial (bin moeda local; últimos 12 meses)													
EUA	-834.7	-506.9	-592.3	-603.4	-620.2	-631.0	-638.2	-642.5	-647.1	-659.7	-	-	-
Europa 12	-54.2	15.8	14.8	8.7	5.8	7.6	7.8	3.5	-0.2	-5.3	-	-	-
Japão	2,317	2,681	6,317	6,581	6,744	6,826	6,740	6,631	6,459	6,132	6,224	-	-

Fontes: Bloomberg, Conference Board, Economist, ESR, Eurostat, OCDE, Reuters e Universidade de Michigan.

Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período, com exceção do PIB.

Cotações no Mercado Spot

DATA	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
01-Mar-11	1.3825	113.39	0.8494	1.2849	82.02
02-Mar-11	1.3809	113.33	0.8478	1.2799	82.07
03-Mar-11	1.3850	113.43	0.8513	1.2844	81.90
04-Mar-11	1.3957	115.63	0.8581	1.3000	82.85
07-Mar-11	1.4028	115.15	0.8610	1.2960	82.09
09-Mar-11	1.3928	115.14	0.8590	1.2920	82.67
10-Mar-11	1.3817	114.78	0.8566	1.2914	83.07
11-Mar-11	1.3773	113.24	0.8612	1.2842	82.22
14-Mar-11	1.3948	114.16	0.8659	1.2941	81.85
15-Mar-11	1.3884	112.39	0.8674	1.2756	80.95
16-Mar-11	1.3951	112.43	0.8673	1.2755	80.59
17-Mar-11	1.4004	110.42	0.8675	1.2625	78.85
18-Mar-11	1.4130	114.68	0.8738	1.2758	81.16
21-Mar-11	1.4194	115.04	0.8717	1.2836	81.05
22-Mar-11	1.4211	115.15	0.8678	1.2843	81.03
23-Mar-11	1.4136	114.42	0.8699	1.2746	80.94
24-Mar-11	1.4128	114.34	0.8741	1.2817	80.93
25-Mar-11	1.4115	114.57	0.8778	1.2915	81.17
28-Mar-11	1.4032	114.59	0.8783	1.2908	81.66
29-Mar-11	1.4066	115.60	0.8815	1.2957	82.18
30-Mar-11	1.4090	117.01	0.8789	1.2993	83.04
31-Mar-11	1.4207	117.61	0.8837	1.3005	82.78
Var. Mês %	2.76	3.72	4.04	1.21	0.93
Var. em 2011 %	6.44	8.20	2.60	4.33	1.65
Média mensal	1.4004	114.39	0.8668	1.2863	81.68

Fonte: BPI, BCE.

Taxas Oficiais de Conversão para o EURO

Escudo (PTE)	200.482
Peseta (ESP)	166.386
Franco Francês (FRF)	6.55957
Lira (ITL)	1936.27
Marco Alemão (DEM)	1.95583
Libra Irlandesa (IEP)	0.787564
Markka Finlandesa (FIM)	5.94573
Florim Holandês (NLG)	2.20371
Xelim Austríaco (ATS)	13.7603
Franco Belga (BEF)	40.3399
Franco Luxemburguês (LUF)	40.3399
Dracma Grega (GRD)	340.75
Tolar Esloveno (SIT)	239.640
Lira Maltesa (MTL)	0.429300
Libra Cipriota (CYP)	0.585274
Coroa Eslovaca (SKK)	30.1260
EEK (Coroa estoniana)*	15.6466

Fonte: BCE.

Nota: (*) Desde 31/01/2011.

MTC-II

	Taxa Central face ao EURO	Bandas de Variação
DKK (Coroa dinamarquesa)	7.46038	+/-2.25%
LTL (Litas lituana)	3.45280	+/-15%
LVL (Lats letão)	0.702804	+/-15%

Fonte: BCE.

Taxas de Juro Internacionais

	T/N	1 Mês	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	0.86%	0.92%	1.18%	1.50%	1.95%
USD	0.18%	0.24%	0.30%	0.46%	0.78%
JPY	0.11%	0.15%	0.20%	0.35%	0.57%
GBP	0.56%	0.62%	0.82%	1.13%	1.60%
CHF	0.08%	0.14%	0.18%	0.26%	0.56%

01.Abr.11

Fonte: BPI, Reuters.

Nota: Taxas de juro Libor para todas as moedas.

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações	2009					2010					2011		
	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo													
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	255,775	286,049	263,775	260,784	261,297	267,686	273,846	269,817	274,878	280,995	286,049	288,886	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros)	48,475	7,765	6,602	-6,379	4,662	3,933	6,980	585	2,902	7,428	7,765	3,898	
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas													
Emissões brutas OT's (10 ⁶ euros) ¹	15,763	0	2,100	1,025	2,661	2,218	2,609	1,977	0	2,293	0	1,212	
Emissões brutas BT's (10 ⁶ euros) ¹	21,421	2,565	1,565	2,121	1,290	1,678	2,793	1,918	1,877	1,838	2,565	1,507	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ²	15,410	2,863	4,308	-3,759	2,727	-472	5,677	1,727	1,701	-57	2,863	483	
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 ⁶ euros)													
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	40,231	43,217	41,082	42,293	41,837	42,668	43,036	41,557	41,703	42,823	43,217	44,278	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	1,985	340	482	1,191	-464	853	356	-1,451	150	1,092	340	1,087	
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 ⁶ euros)													
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	79,367	83,023	86,857	83,264	84,143	85,377	84,786	84,480	85,776	86,440	83,023	85,420	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	25,615	-3,385	1,819	-3,630	872	1,274	-391	-376	1,071	674	-3,385	2,451	
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 ⁶ euros)	109,963	127,015	116,341	112,750	115,595	115,072	120,780	122,015	123,832	123,943	127,015	127,650	
BT's	17,231	19,261	16,870	16,623	17,913	15,658	18,252	16,866	18,744	16,696	19,261	17,403	
OT's	91,907	105,946	98,163	94,351	97,055	98,735	101,404	103,479	103,479	105,946	105,946	107,285	
OTRV's	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	51	
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	825	1,808	1,308	1,776	627	679	1,124	1,670	1,609	1,301	1,808	2,962	
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 ⁶ euros)	2,987		2,517	2,483	2,801	2,085	2,090	3,035	3,088	3,061			
Valor de Obrig. na posse de não residentes ⁴	79,498	73,742	-	-	71,780	-	-	74,485	-	-	73,742	-	
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	3,0	2,7	-	-	2,4	-	-	1,8	-	-	1,2	-	
Transacções de Obrigações do Tesouro no MEDIP. 5 (média diária) (10 ⁶ euros)	238	31	221	121	93	186	131	204	213	125	31		

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVLPI, GCP.

- Notas: 1. Inclui apenas emissões em mercado interno de Títulos de Dívida Transaccionáveis - BT's, OT's e OTRV's.
2. Inclui emissões no mercado interno e externo pela Administração Central: inclui certificados de aforro.
3. Inclui emissões no mercado interno e externo: inclui títulos de participação.
4. Inclui apenas Dívida Pública emitida no mercado interno e o valor encontra-se expresso em milhões de euros.
5. MEDIP: Mercado Especial de Dívida Pública, a funcionar desde 24.07.00 (inclui EuroMTS).

Evolução dos Indexantes

DATAS	TD3	EONIA	TAXA EQUIVALENTE ⁽¹⁾	TBA ⁽²⁾	EURIBOR (ACT/360)					LIBOR / EURO				
					1 mês	2 meses	3 meses	6 meses	9 meses	12 meses	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses
01-Mar-11	1.38614	0.60	1.00	1.247	0.8670	0.9600	1.0960	1.3820	1.5820	1.7730	0.8219	1.0494	1.3281	1.6988
02-Mar-11	1.38614	0.47	1.00	1.251	0.8650	0.9580	1.0950	1.3810	1.5840	1.7750	0.8194	1.0475	1.3263	1.7013
03-Mar-11	1.38614	0.38	1.00	1.254	0.8690	0.9600	1.0980	1.3850	1.5900	1.7800	0.8256	1.0481	1.3338	1.7069
04-Mar-11	1.38614	0.38	1.00	1.257	0.8970	1.0160	1.1620	1.4750	1.7120	1.9240	0.8519	1.1181	1.4263	1.8525
07-Mar-11	1.38614	0.45	1.00	1.259	0.9040	1.0250	1.1720	1.4870	1.7230	1.9380	0.8581	1.1244	1.4344	1.8756
08-Mar-11	1.38614	0.81	1.00	1.267	0.9050	1.0300	1.1800	1.4930	1.7320	1.9460	0.8644	1.1294	1.4400	1.8844
09-Mar-11	1.38614	0.84	1.00	1.275	0.9020	1.0270	1.1790	1.4940	1.7360	1.9500	0.8630	1.1294	1.4400	1.8888
10-Mar-11	1.38614	0.80	1.00	1.284	0.8970	1.0260	1.1750	1.4910	1.7350	1.9490	0.8574	1.1281	1.4438	1.8919
11-Mar-11	1.38614	0.75	1.00	1.292	0.8930	1.0220	1.1730	1.4890	1.7310	1.9440	0.8505	1.1256	1.4438	1.8863
14-Mar-11	1.38614	0.73	1.00	1.300	0.8920	1.0230	1.1740	1.4870	1.7280	1.9400	0.8506	1.1263	1.4438	1.8888
15-Mar-11	1.38614	0.72	1.00	1.307	0.8870	1.0190	1.1670	1.4740	1.7080	1.9130	0.8475	1.1200	1.4313	1.8650
16-Mar-11	1.38614	0.71	1.00	1.315	0.8870	1.0210	1.1700	1.4770	1.7100	1.9150	0.8463	1.1200	1.4350	1.8713
17-Mar-11	1.38614	0.70	1.00	1.321	0.8870	1.0210	1.1700	1.4780	1.7100	1.9130	0.8450	1.1213	1.4350	1.8663
18-Mar-11	1.38614	0.71	1.00	1.328	0.8900	1.0230	1.1720	1.4790	1.7110	1.9160	0.8450	1.1225	1.4356	1.8725
21-Mar-11	1.38614	0.70	1.00	1.335	0.8920	1.0270	1.1790	1.4880	1.7240	1.9300	0.8478	1.1269	1.4431	1.8825
22-Mar-11	1.38614	0.69	1.00	1.342	0.8970	1.0320	1.1850	1.4960	1.7350	1.9450	0.8534	1.1363	1.4556	1.8994
23-Mar-11	1.38614	0.70	1.00	1.349	0.9020	1.0370	1.1910	1.5010	1.7400	1.9490	0.8588	1.1406	1.4600	1.9013
24-Mar-11	1.38614	0.67	1.00	1.356	0.9120	1.0450	1.1970	1.5060	1.7440	1.9530	0.8663	1.1438	1.4631	1.9063
25-Mar-11	1.38614	0.64	1.00	1.364	0.9190	1.0530	1.2030	1.5130	1.7520	1.9620	0.8719	1.1525	1.4725	1.9150
28-Mar-11	1.38614	0.62	1.00	1.371	0.9320	1.0620	1.2100	1.5210	1.7600	1.9710	0.8831	1.1600	1.4781	1.9238
29-Mar-11	1.38614	0.61	1.00	1.379	0.9480	1.0730	1.2190	1.5310	1.7700	1.9800	0.8981	1.1675	1.4850	1.9319
30-Mar-11	1.38614	0.59	1.00	1.387	0.9600	1.0840	1.2310	1.5410	1.7820	1.9920	0.9050	1.1750	1.4925	1.9394
31-Mar-11	1.38614	0.90	1.00	1.395	0.9680	1.0920	1.2390	1.5460	1.7850	1.9960	0.9163	1.1800	1.5006	1.9475

Fonte: BPI, Reuters, IGP, BdP.

Nota: A TD3 corresponde à média das taxas anuais de depósitos de 180 dias praticadas pelas três instituições de crédito com maior saldo neste tipo de depósitos, ponderada pelos respectivos saldos.

⁽¹⁾ Ex-taxa de desconto do BP. De acordo com a Portaria nº 1227/2001, esta taxa passa a ser igual à taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento pelo BCP.⁽²⁾ Desde 1/2/99 a TBA passou a ser fixada segundo a seguinte fórmula: $0.52xL3 + 0.47xL12 - 0.12$, em que L3 e L12 representam as médias móveis das últimas 20 observações da Libor a 3 e 12 meses, respectivamente, terminadas no penúltimo dia útil ao dia a que se refere o cálculo.

De acordo com a Portaria nº 359/2002, de 5 de Abril, as taxas de juro Libor e Lisfa foram substituídas pelas taxas Euribor correspondentes, deixando de ser divulgadas.

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

04.Abr.11

Título	Maturidade	Admitidas a negoc. (10 ³ EUR)	Vida		Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
			Anos	Meses				
Obrig. do Tesouro								
Ots 5 Anos 05	2011-04-15	4,342,000.00	0	1	3.200%	98.90	0.11	3.399%
Ots 10 Anos 01	2011-06-15	4,932,600.00	0	3	5.150%	99.77	0.26	6.194%
Ots 10 Anos 02	2012-06-15	8,518,000.00	1	3	5.000%	98.00	1.15	6.802%
Ots 15 Anos 98	2013-09-23	8,737,100.00	2	6	5.450%	92.54	2.20	8.946%
Ots 10 Anos 03	2014-06-16	6,000,000.00	3	3	4.375%	86.61	2.75	9.431%
Ots 5 Anos 09	2014-10-15	7,809,900.00	3	7	3.600%	84.13	3.10	9.062%
Ots 10 Anos 05	2015-10-15	9,649,000.00	4	7	3.350%	80.14	3.91	8.870%
Ots 10 Anos 05	2016-02-16	3,500,000.00	4	11	6.400%	87.59	3.95	9.720%
Ots 10 Anos 06	2016-10-15	6,185,000.00	5	7	4.200%	79.01	4.53	9.216%
Ots 10 Anos 07	2017-10-16	6,082,800.00	6	7	4.350%	76.21	5.16	9.384%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	6,887,000.00	7	3	4.450%	76.04	5.47	9.142%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	7,664,800.00	8	3	4.750%	75.54	5.98	9.117%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	8,550,900.00	9	3	4.800%	74.96	6.52	8.901%
Ots 15 Anos 05	2021-04-15	7,510,400.00	10	1	3.850%	69.12	7.19	8.567%
Ots 15 Anos 08	2023-10-25	7,227,800.00	12	7	4.950%	70.99	8.13	8.868%
Ots 30 Anos 06	2037-04-15	6,972,600.00	26	1	4.100%	64.17	12.35	7.180%

Fonte: BPI

Nota: O YTM é uma taxa anual

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações I

	06.Abr.11	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mín. 52 sem.	Data Mín. 52sem.	Var. % face Máx. 52sem.	Data Máx. 52sem.	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estim.
DJ EURO STOXX 50	2,951.0	0.9	7.1	6.6	21.6	2010-05-25	-3.3	2011-02-18	-0.4	10.2
DJ EURO STOXX	288.6	1.3	8.6	5.9	24.1	2010-05-25	-2.4	2011-02-18	2.8	11.2
DJ EUROPE STOXX 50	2,626.6	-0.8	5.0	2.1	17.1	2010-05-25	-5.0	2011-02-18	-1.4	9.9
DJ EUROPE STOXX	280.9	0.1	7.5	2.3	22.8	2010-05-25	-3.5	2011-02-18	4.7	11.3
MSCI EUROPE	n.d.	0.3	7.0	3.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.8	n.d.
BBG EUROPEAN INTERNET	56.3	-2.7	6.6	-1.1	18.7	2010-05-25	-5.2	2011-01-12	2.3	18.8
BBG US INTERNET	55.8	0.0	10.3	1.2	33.3	2010-07-01	-5.2	2011-02-09	5.9	18.9
FTSE 100	6,007.1	1.0	6.5	2.5	26.3	2010-07-01	-0.9	2011-02-21	4.7	10.7
DAX	7,175.3	0.7	15.2	4.5	28.9	2010-05-25	-2.9	2011-02-21	15.6	11.3
CAC 40	4,041.7	0.9	7.7	6.6	23.4	2010-05-25	-2.7	2011-02-16	0.1	10.6
PSI-20	7,792.3	-1.3	1.2	2.8	18.8	2010-05-25	-6.5	2010-04-15	-4.8	13.0
IBEX 35	10,678.6	3.5	1.5	10.2	26.9	2010-06-08	-6.1	2010-04-14	-2.6	10.7
DOW JONES INDUST.	12,393.9	2.2	13.4	7.4	29.3	2010-07-02	-0.1	2011-04-06	13.4	12.8
S&P 500	1,332.6	1.1	15.2	6.2	32.2	2010-07-01	-0.6	2011-02-18	12.3	13.8
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2,791.2	0.7	17.8	5.7	36.1	2010-07-01	-1.2	2011-02-18	15.1	17.8
S&P UTILITIES	327.7	3.1	18.5	9.0	41.2	2010-07-06	-0.7	2011-04-01	18.5	15.9
S&P FINANCIALS INDEX	222.1	0.5	12.6	3.9	24.8	2010-08-25	-3.5	2011-02-16	0.9	12.8
NIKKEI 225	9,584.4	-10.4	-1.1	-6.3	16.5	2011-03-15	-15.6	2010-04-06	-15.1	14.4
BOVESPA	69,837.5	2.2	-1.5	0.3	20.6	2010-05-20	-4.9	2010-11-04	-2.2	11.1
MSCI WORLD	n.d.	-0.5	10.6	3.7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	5.9	n.d.

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções II

	06.Abr.11	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mfn. 52 sem.	Data Mfn. 52sem.	Var. % face Máx. 52sem.	Data Máx. 52sem.	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estim.
DJ EUROPE TELECOM	282.5	0.6	5.2	5.2	26.1	2010-05-25	-2.3	2011-02-21	8.8	10.5
DJ EUROPE BANK	201.5	-1.9	-3.6	4.9	13.6	2010-06-08	-12.9	2010-04-16	-9.5	9.5
DJ EUROPE TECHNLOGY	231.6	-1.2	17.3	6.5	28.0	2010-08-31	-4.8	2011-02-07	5.1	15.2
DJ EUROPE INDUSTRIAL	337.6	2.1	14.8	2.4	36.7	2010-05-25	-1.4	2011-01-13	20.1	14.2
DJ EUROPE INSURANCE	169.9	-1.3	14.3	11.9	32.0	2010-05-07	-5.2	2011-02-18	5.9	9.1
DJ EUROPE MEDIA	185.1	-1.4	6.3	2.1	23.5	2010-05-25	-4.5	2011-02-14	6.0	12.2
DJ EUROPE FINANCIAL	273.7	-0.2	12.5	2.3	29.6	2010-05-25	-4.9	2011-02-14	11.8	13.4
DJ EUROPE OIL&GAS	359.3	-0.2	16.3	7.7	34.2	2010-07-01	-1.7	2011-03-01	2.6	9.8
DJ EUROPE UTILITY	322.0	0.3	6.9	2.8	13.5	2010-07-02	-6.9	2010-04-16	-4.9	11.9
DJ EUROPE AUTO	346.1	4.8	22.9	1.7	58.5	2010-05-25	-7.3	2011-01-18	45.6	9.3
DJ EUROPE CONSTRUCT	296.5	2.9	18.2	5.2	32.0	2010-08-25	-0.5	2010-04-26	4.3	14.0
DJ EUROPE HEALTHCARE	380.1	-1.6	0.9	-2.3	10.9	2010-05-21	-5.1	2011-01-12	0.5	10.7
DJ EUROPE PR & HO GOODS	407.2	-0.3	3.9	-3.3	23.9	2010-05-21	-5.8	2010-12-23	n.d.	n.d.
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	123.7	-2.1	1.3	-7.3	13.2	2010-05-25	-12.6	2011-01-12	n.d.	n.d.
DJ EUROPE BAS.RESR	618.8	0.5	14.7	-2.5	42.9	2010-05-20	-5.7	2011-01-13	6.3	9.4
DJ EUROPE FOOD&BEV	352.6	1.5	4.4	-3.5	15.3	2010-05-21	-5.9	2010-12-29	6.9	15.0
DJ EUROPE CHEMICAL	577.2	2.3	15.3	2.3	41.3	2010-05-25	-0.1	2011-04-06	n.d.	n.d.
DJ EUROPE RETAIL	257.2	1.0	-5.5	-3.2	8.2	2010-05-21	-9.0	2010-09-21	n.d.	n.d.
S&P AUTOMOBILES	119.2	6.4	24.6	0.9	60.6	2010-06-29	-8.5	2011-01-13	24.9	10.9
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	414.8	-2.4	13.1	3.3	29.2	2010-07-01	-4.9	2011-02-18	9.5	13.5
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	312.3	1.1	16.9	5.7	38.4	2010-07-01	-1.1	2011-02-18	18.3	15.7
S&P CONSUMER STAPLES	311.7	2.7	7.2	3.1	20.1	2010-07-01	-0.0	2011-04-06	8.5	14.9
S&P ENERGY	593.6	2.2	36.7	16.9	62.0	2010-07-01	-0.9	2011-03-31	33.3	13.0
S&P HEALTH CARE	385.6	1.3	8.9	6.2	21.5	2010-07-01	-0.2	2011-04-04	3.8	11.9
S&P MATERIALS	254.8	4.0	21.1	5.6	50.2	2010-07-01	-1.6	2011-04-06	19.7	14.3
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	132.7	5.7	7.2	2.1	33.2	2010-05-06	-2.0	2011-04-01	20.0	17.0

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

	Peso	Preços						Variação				
		01.Abr.10	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	Dez.09	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
CRB Futuros												
Índice Global	100%	360.9	355.2	332.8	285.7	276.4	332.8	1.6%	8.4%	26.3%	30.6%	8.4%
CRB Energia												
Petróleo		108.6	104.4	89.4	81.5	84.9	91.4	4.0%	21.5%	33.3%	28.0%	18.9%
Heating oil		302.4	275.7	240.6	204.1	202.4	254.4	9.7%	25.7%	48.1%	49.4%	18.9%
Gas natural		3.9	4.3	4.3	3.8	4.7	4.4	-10.9%	-9.3%	3.0%	-17.2%	-12.1%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1409.9	1340.7	1362.4	1236.0	1118.9	1421.4	5.2%	3.5%	14.1%	26.0%	-0.8%
Platina		1809.2	1805.0	1645.2	1537.0	1539.9	1773.3	0.2%	10.0%	17.7%	17.5%	2.0%
Prata		33.8	27.9	26.7	19.0	16.5	30.9	21.1%	26.6%	77.6%	104.9%	9.4%
CRB Agrícola												
Milho		722.5	644.0	538.3	421.0	378.0	629.0	12.2%	34.2%	71.6%	91.1%	14.9%
Sementes de soja		1357.3	1398.0	1238.5	1022.0	951.0	1393.8	-2.9%	9.6%	32.8%	42.7%	-2.6%
Trigo		782.5	825.8	648.3	662.5	506.5	794.3	-5.2%	20.7%	18.1%	54.5%	-1.5%
CRB Alimentares												
Cacau		3757.0	3277.0	2756.0	2675.0	2917.0	3035.0	14.6%	36.3%	40.4%	28.8%	23.8%
Café		271.7	245.0	202.2	177.1	129.1	240.5	10.9%	34.4%	53.5%	110.5%	13.0%
Sumo de laranja		180.0	165.9	151.4	134.5	143.7	172.4	8.5%	18.9%	33.8%	25.3%	4.4%
Açúcar		32.5	33.9	28.3	20.0	24.1	32.1	-4.2%	15.1%	62.9%	34.7%	1.2%
CRB Industriais												
Cobre		449.1	454.0	394.6	346.9	333.3	444.0	-1.1%	13.8%	29.5%	34.7%	1.1%
Algodão		205.1	164.8	116.1	89.0	82.6	144.8	24.5%	76.8%	130.4%	148.3%	41.7%
CRB Gado												
Bovino		110.3	107.5	102.2	98.1	90.3	107.9	2.6%	7.9%	12.4%	22.1%	2.2%
Suíno		88.8	85.8	70.4	74.8	72.8	79.8	3.6%	26.2%	18.7%	22.0%	11.3%

Fonte: Bloomberg, BPI.

"Esta publicação destina-se exclusivamente a circulação privada. A informação nela contida foi obtida de fontes consideradas fiáveis, mas a sua precisão não pode ser totalmente garantida. As recomendações destinam-se exclusivamente a uso interno, podendo ser alteradas sem aviso prévio. As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos seus autores, reflectindo apenas os seus pontos de vista e podendo não coincidir com a posição do BPI nos mercados referidos. O BPI, ou qualquer afiliada, na pessoa dos seus colaboradores, não se responsabiliza por qualquer perda, directa ou potencial, resultante da utilização desta publicação ou seus conteúdos. O BPI e seus colaboradores poderão deter posições em qualquer activo mencionado nesta publicação. A reprodução de parte ou totalidade desta publicação é permitida, sujeita a indicação da fonte."

BANCO BPI. S.A.

Rua Tenente Valadim, 284
Telef.: (351) 22 207 50 00

4100 - 476 PORTO
Telefax: (351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 - 9º
Telef.: (351) 21 724 17 00

1269-067 LISBOA
Telefax: (351) 21 353 56 94