

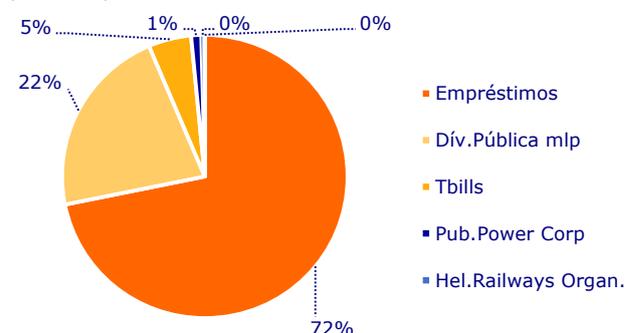
GRÉCIA: INCERTEZA NUM FUTURO PRÓXIMO

□ Dada a proximidade de um período importante no que respeita ao calendário de vencimentos da dívida pública grega, apresentamos, neste artigo, um breve apanhado da situação.

□ A dívida pública grega (capital+juros) ascende a 332.2 mil milhões de euros (mme). Relativamente ao capital, 218.5 mme, equivalente a 72% do total é constituída por empréstimos bilaterais ao abrigo do programa de assistência financeira e 66.2 mme ou 22% é constituída por títulos de dívida pública. A restante dívida é constituída por bilhetes do tesouro (14.8 mme) e por dívida emitida por empresas públicas: 3.5 mme da Public Power Corp SA com início do plano de amortizações em 2017, 1.1 mme da Hellenic Railways Organization SA, cuja primeira amortização de 0.2 mme ocorre em Outubro deste ano, e 0.2 mme da Athens Urban Transportation Organisation.

Dívida pública grega (capital)

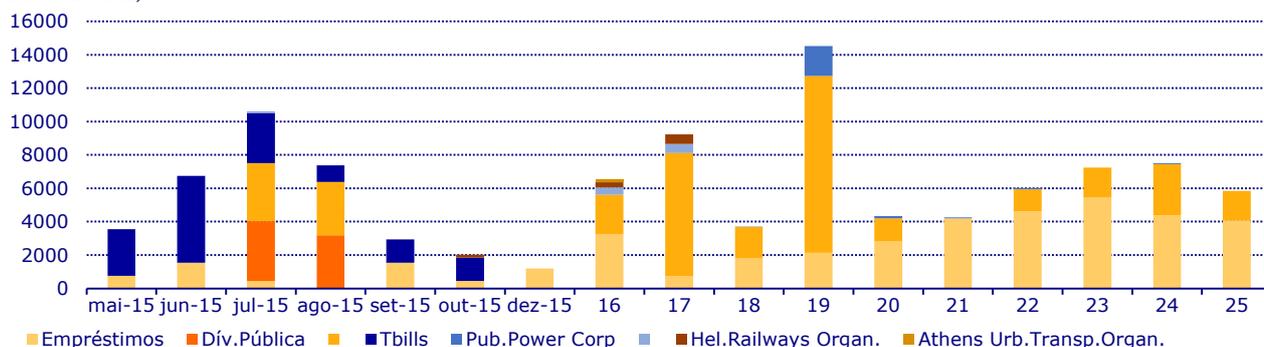
(% do Total)



Fonte: Bloomberg

Dívida grega - vencimentos até 2025

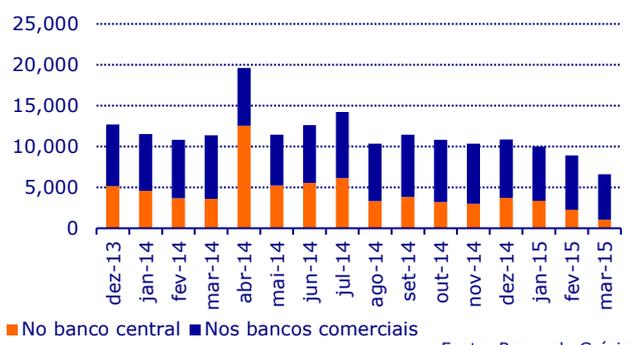
(milhões de euros)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

Depósitos do governo central

(milhões de euros)



Fonte: Banco da Grécia

□ Depois de honrar as suas obrigações financeiras, realizando o pagamento de 0.2 mme de euros ao FMI no dia 6 de Maio, o Governo grego enfrenta um apertado calendário de vencimentos no que resta do mês de Maio e durante o segundo semestre do ano, existindo um elevado grau de incerteza quanto à capacidade do governo evitar uma situação de incumprimento muito proximamente. Para fazer face ao vencimento de 1.4 mme de dívida de curto prazo no dia 8 o tesouro grego realizou um leilão de BT's a 6 meses no dia 6, tendo colocando junto de investidores domésticos 1.138 mme; e no dia 15 vencem mais 1.4 mme de dívida de curto prazo. No dia 12 de

Detalhe dos vencimentos agendados até ao final de 2015

Tipo de dívida	maturidade	montante (mme)
T-Bill	8-mai-15	1.4
T-Bill	15-mai-15	1.4
T-Bill	12-jun-15	3.6
T-Bill	19-jun-15	1.6
T-Bill	1-jul-15	2.0
T-Bill	17-jul-15	1.0
T-Bill	7-ago-15	1.0
T-Bill	4-set-15	1.4
T-Bill	9-out-15	1.4
T-Bill	6-nov-15	1.1
Bond	20-jul-15	2.1
Bond	20-jul-15	1.4
Bond	20-ago-15	3.0
Bond	20-ago-15	0.2
Empréstimos FMI	12-mai-15	0.8
Empréstimos FMI	5-jun-15	0.3
Empréstimos FMI	12-jun-15	0.3
Empréstimos FMI	16-jun-15	0.6
Empréstimos FMI	19-jun-15	0.3
Empréstimos FMI	13-jul-15	0.4
Empréstimos FMI	4-set-15	0.3
Empréstimos FMI	14-set-15	0.3
Empréstimos FMI	16-set-15	0.6
Empréstimos FMI	21-set-15	0.3
Empréstimos FMI	13-out-15	0.4
Empréstimos FMI	7-dez-15	0.3
Empréstimos FMI	16-dez-15	0.6
Empréstimos FMI	21-dez-15	0.3
Total		28.5

Fonte: Bloomberg, FMI.

TEMAS EM DESTAQUE

GRÉCIA: INCERTEZA NUM FUTURO PRÓXIMO (cont.)

Maio ocorre a amortização de 750 milhões de euros ao FMI. Para além desta situação de curtíssimo prazo, a Grécia enfrenta nos meses seguintes um pesado calendário de reembolsos.

□ Face à dificuldade em chegar a um acordo com os credores internacionais e à incerteza quanto à situação de tesouraria do estado grego, como é que o país poderá honrar os compromissos mais próximos?

□ O BCE aumentou em 2 mme a linha de emergência concedida aos bancos gregos, facilitando a participação nos leilões de dívida de curto prazo do estado e o *rollover* deste tipo de dívida.

□ Em Março de 2015, ultimo dado disponível, o governo central tinha 6.7 mil milhões de euros de depósitos junto dos bancos, dos quais 5.6 mme junto dos bancos comerciais. Admitindo como hipótese que o ritmo de queda dos depósitos em Abril tenha sido semelhante à variação média dos depósitos do estado no primeiro trimestre, no início de Maio os depósitos do estado poderiam situar-se em 5.3 mme.

Estimativa dos Fluxos do estado grego em Maio (mil milhões de euros)

Aplicações de Fundos				Origem de fundos	
Amortizações		Despesa pública			
T-Bill	1.4	Salários e benefícios sociais (estimativa BPI)	4.6	T-Bill	1.1
T-Bill	1.4			BCE (ELA)	2.0
Empréstimos FMI	0.8			Depósitos bancários (estima BPI)	5.3
		Outras (estimativa BPI)	2.8	Transf. Ad. Local e EP's	?
Total	3.6		4.6		8.4

Origem-Aplicação de fundos (admitindo apenas pagamento pelo estado de salários e benefícios sociais)**0.3**

Fonte: Bloomberg, FMI, CME, calc. BPI.

□ Tendo por base as previsões da Comissão Europeia para a despesa corrente em 2015 e admitindo que o governo grego concentrará o seu esforço financeiro no pagamento de salários e benefícios sociais, adiando todos os outros pagamentos, os encargos em que ocorrerá em Maio situar-se-ão em 4.6 mme (a despesa corrente mensal total de acordo com as previsões da CE é de 7.4 mme), o governo grego disporá de apenas 0.7 mme, insuficientes para honra o compromisso de 12 de Maio. Este cenário passará pela obtenção do montante em falta através de transferências da administração central ou empresas públicas, como pedido pelo governo, para a sua conta junto do banco central (mas que segundo a imprensa tem gerado alguma resistência por parte da administração local e das empresas públicas). Outra solução será a obtenção de um acordo com o FMI para o adiamento deste reembolso.

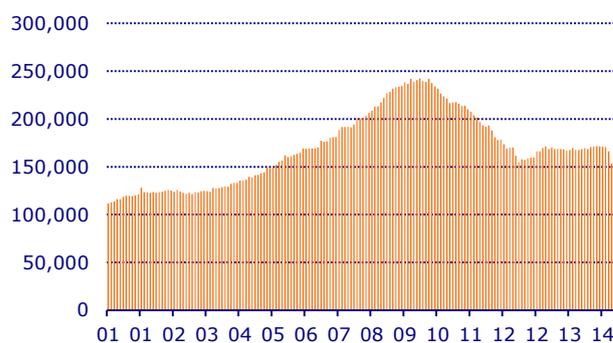
□ Admitindo que a Grécia consegue evitar uma situação de incumprimento em Maio, o problema manter-se-á em aberto até à obtenção de um acordo com os credores internacionais para a libertação da tranche de 7.2 mme. Relativamente aos 3.4 mme de títulos de dívida pública de longo prazo, detidos maioritariamente pelo BCE ao abrigo do SMP, e que vencem em Julho há uma proposta de alargamento do prazo e de transferência do empréstimo do BCE para o Mecanismo Europeu de Estabilidade.

□ O total da dívida pública grega representa 187% do PIB grego e 3.2% do dos países do euro.

□ Entretanto, os depósitos nas instituições financeiras continuam em queda, aumentando a dependência dos bancos da linha de emergência do BCE. Desde o início do ano, os depósitos totais caíram 13% para 181.3 mme (dados de Março, reflectindo uma quebra de 22% nos depósitos do estado e de 14% nos de outros sectores (79% dos depósitos totais). Os depósitos de outros residentes na área do euro aumentaram 10%, mas os de países terceiros (17% do total) caíram 8%.

Depósitos dos bancos, excluindo o governo central

(milhões de euros)



Fonte: Banco da Grécia

AS TAXAS DE JURO NEGATIVAS E O BCE

□ 2015, ficará caracterizado pelo primeiro ano em que se observou um novo ambiente, antes inimaginável, no mercado de dívida pública europeia. Ao longo dos primeiros quatro meses do ano, assistiu-se ao aumento do número de títulos de dívida pública com taxas de rentabilidade negativa. No final de Abril cerca de 25% das emissões de dívida pública de estados europeus registavam *yields* negativas. No mercado interbancário, observa-se um movimento idêntico, tendo o principal *benchmark* – a taxa Euribor a 3 meses – registado valores negativos na última metade de Abril. A persistência deste fenómeno levanta algumas questões relativamente aos seus efeitos na economia, nomeadamente no que se refere à alteração da composição de carteiras dos investidores – empolando a aposta em activos de maior risco - mas também ao nível de decisões de política monetária. No presente artigo, propomos-nos realçar os factores de risco que este ambiente comporta.

□ Cerca de 1.5 biliões de euros de dívida emitida pelos estados que partilham o euro registam taxas de juro negativas, o que, no limite, indica que os investidores estão dispostos a perder dinheiro, (no caso de manterem os títulos na sua carteira até ao seu vencimento). Embora em 2014 os receios de materialização de um cenário de deflação pudessem justificar a verificação de *yields* negativas, tanto porque os investidores antecipavam a continuação do aumento dos preços dos títulos de maior qualidade (queda das respectivas taxas de rentabilidade), como pela construção de um cenário de maior aversão ao risco (e consequentemente maior procura de aplicações em activos de melhor qualidade), a verdade é que o início de 2015 se tem caracterizado por perspectivas mais positivas quanto ao cenário macroeconómico e ao andamento da inflação. Este facto é tão visível nos sinais de inversão do movimento de queda dos índices de preços – depois do mínimo de -0.6% registado em Dezembro de 2014, a taxa de inflação deverá situar-se em 0% em Abril de 2015, atribuindo-se uma elevada probabilidade a que o movimento ascendente (ainda que moderado) se consolide nos próximos meses, na medida em que se dissiparão os efeitos estatísticos associados ao efeito da queda do preço do petróleo - como na alteração dos indicadores que avaliam as expectativas inflacionistas desde que o BCE anunciou o programa de compra de dívida pública. Um cenário de maior confiança é também evidente na evolução dos indicadores de actividade, de sentimento e de apreciação dos índices bolsistas.

□ Assim, a verificação de um crescente número de títulos que registam taxas de rentabilidade negativa encontra suporte ou no movimento de depreciação do euro, abrindo a possibilidade de os investidores não residentes na área do euro obterem ganhos a partir de movimentos cambiais, ou no programa de compra de dívida pública pelo BCE, na medida em que se estima que a sua dimensão supere as necessidades de financiamento dos estados pertencentes à moeda única no período em que o respectivo programa estará em vigor. Com efeito, esta situação não se verificou aquando do lançamento de programas idênticos pela Reserva Federal norte-americana nem pelo Banco Central de Inglaterra, pois as necessidades de financiamento daqueles estados superavam a dimensão dos respectivos programas de compra de dívida pública pelos bancos centrais. Este facto é o que, principalmente, sustenta os receios de que o ciclo de taxas de juro negativas se prolongue por algum tempo, contribuindo para a alteração significativa das decisões por parte dos investidores e para a formação de constrangimentos importantes em algumas áreas da economia.

As circunstâncias que justificam taxas de rentabilidade negativas

Expectativa de materialização de um cenário de deflação, dando a possibilidade de o comprador de um título com uma taxa de rentabilidade negativa poder obter um ganho;

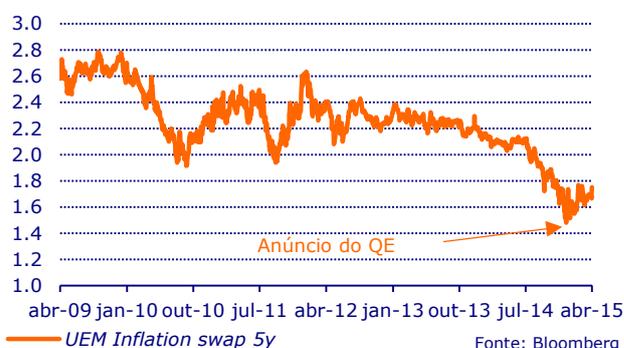
Extrema aversão ao risco levando os investidores a atribuírem maior probabilidade a que a perda seja menor se a liquidez disponível for aplicada em activos considerados seguros (dívida pública de estados com classificação de risco 3-A) do que em activos com maior risco (acções, por exemplo);

Movimentos especulativos com os investidores a atribuírem maior probabilidade a que o movimento de queda das *yields* se acentue no curto prazo;

Num cenário de depreciação do euro e apreciação da moeda local a compra de títulos com *yield* negativas pode traduzir-se num ganho cambial.

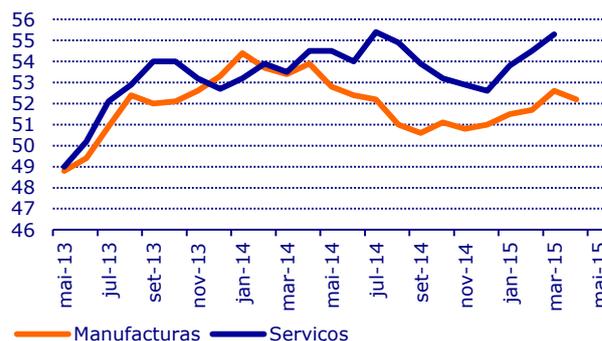
Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps 5 Anos

(%)



Indicadores PMI para a zona euro

(%)

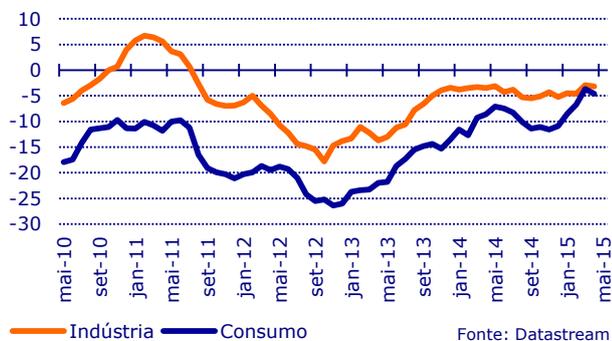


TEMAS EM DESTAQUE

AS TAXAS DE JURO NEGATIVAS E O BCE (cont.)

Indicadores de confiança na zona euro

(pontos)



Evolução dos índices bolsistas

(índice)



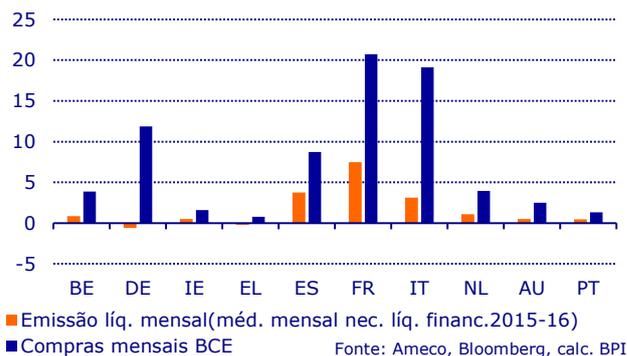
Taxa de câmbio do EUR/USD

(1USD=xEUR)



As necessidades de financiamento e as compras do BCE mensais

(mil milhões de euros)

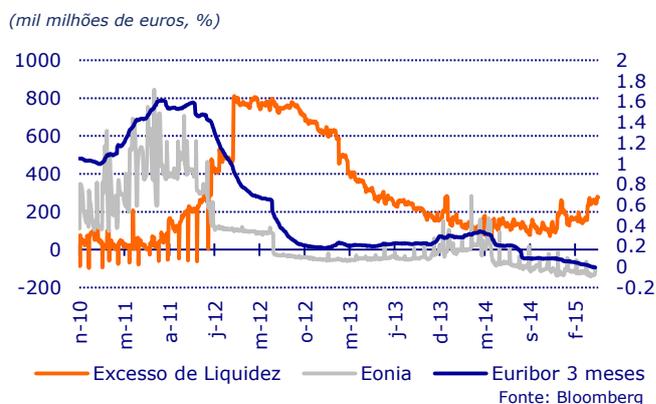


- Para os investidores a principal implicação resulta de um aumento da procura de rendimento, favorecendo a subavaliação do risco tomado, evidente, por exemplo, no movimento de subida dos índices bolsistas e um aumento da procura por dívida diversa com pior classificação de risco, (segundo alguns *researchs* internacionais, a emissão de dívida por parte de empresas com classificação do risco na classe especulativa na europa aumentou cerca de 40% desde o início do ano e, nos EUA, cerca de 20% desde o pico observado em 2014), o que no limite, levará à formação de bolhas especulativas, com consequências imprevisíveis.
- Para além da subavaliação do risco, os investidores tenderão a diversificar carteiras através, por exemplo, da procura de dívida de qualidade emitida noutras moedas como é o caso da dívida pública norte-americana, gerando-se um movimento generalizado de queda das taxas longas, em contraposição com o desenhar-se de um cenário macroeconómico mais equilibrado.
- Adicionalmente, importa também ter presente o facto de algumas instituições estarem, por questões regulamentares, obrigadas a aplicar os seus fundos em dívida com muito boa classificação de risco, pelo que o prolongamento do actual cenário de taxas de rentabilidade negativas poder-se-á reflectir em perdas consideráveis para estas instituições, designadamente quando a tendência inverter. Destas destacam-se os casos dos Fundos de Pensões, os quais representam um importante papel a nível social e económico, na medida em que os fundos por eles gerados fazem face aos compromissos com o pagamento de pensões de reforma.
- Também a rentabilidade dos bancos poderá ser afectada, na medida em que aplicações em dívida pública com boa qualidade de risco é importante para a obtenção de rácios de capital em linha com o estabelecido em Basileia III, pelo que estes poderão mostrar maior apetência para o encaixe de perdas.

AS TAXAS DE JURO NEGATIVAS E O BCE (cont.)

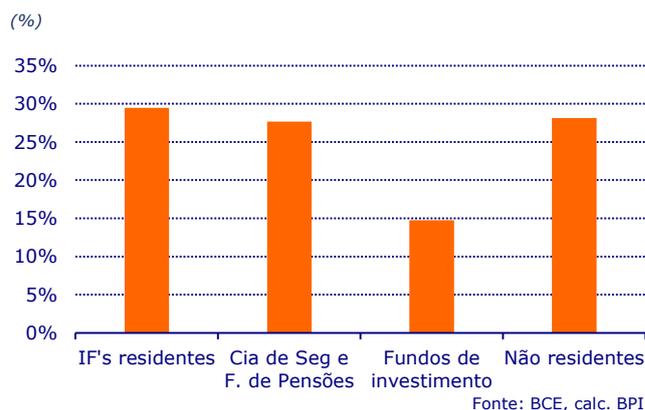
□ O movimento de queda das taxas de juro também é evidente no mercado interbancário, verificando-se que as taxas Euribor até aos três meses se encontram em níveis inferiores a zero. Paralelamente, verifica-se que as taxas implícitas nos preços dos futuros da taxa Euribor a três meses atribuem uma considerável probabilidade a que a situação se mantenha e até se aprofunde até meados de 2016, altura em que o mercado antecipa que o nível da taxa Euribor a 3 meses se aproxime de -0.2%. Este facto será mais um aspecto indicativo das distorções introduzidas no mercado pela observação de um elevado excesso de liquidez e pelo facto de se verificarem taxas de referência negativas. O facto de a taxa Euribor a 3 meses se situar em terreno negativo levanta também questões relacionados com o facto desta ser um importante indexante utilizado em operações de financiamento da economia, pelo que a sua redução pode ser um incentivo à realização de novos investimento, cuja avaliação de risco poderá ser distorcida pelos actuais níveis de taxas de juro; mas também funcionará como nível indicativo das taxas praticadas nos depósitos, podendo reflectir-se num desvio da poupança de produtos bancários tradicionais para instrumentos de poupança alternativos com maior risco incorporado.

Excesso de liquidez no Eurosistema e taxas de curto prazo



□ Ao nível da política monetária do BCE têm surgido algumas questões quanto à capacidade de cumprimento do programa de compra de dívida pública, em parte pelo facto de as necessidades de financiamento dos estados ser menor do que as compras mensais anunciadas pelo BCE, em parte porque o BCE poderá ter dificuldade em encontrar vendedores já que grande parte da dívida pública emitida em euros é detida por instituições que poderão, pelas razões acima descritas, revelar pouca apetência para a venda dos títulos em carteira. De acordo com informação disponibilizada pelo BCE, **cerca de 60% da dívida pública é detida por companhias de seguros e fundos de pensões e por instituições financeiras residentes**. Contudo, o BCE pode ainda "contar" com a parcela detida por não residentes, que poderão estar menos dependentes de questões regulatórias e que detêm ainda uma importante parcela da dívida pública emitida pelos estados pertencentes à moeda única: cerca de 1.8 biliões de euros, o que compara com os cerca de 0.8 biliões que se estima que o BCE irá comprar ao abrigo do programa de *quantitative easing*. Assim, pelo menos **numa perspectiva de curto prazo, atribui-se uma baixa probabilidade a que o BCE altere a amplitude do programa de compras de dívida pública**, podendo ainda sentir-se confortável quanto à capacidade de levar a termo o objectivo de empolar o seu balanço para níveis próximos dos três biliões de euros até Setembro de 2016. Por outro lado, a informação fundamental quanto ao andamento da actividade, embora apresente uma evolução favorável, precisa de se consolidar, nomeadamente no que se refere à recuperação do crédito concedido à economia e evolução dos indicadores de preços.

Detentores de dívida pública da zona euro (dados de 2014)



□ Finalmente refere-se o facto de nos últimos dias de Abril se terem observado movimentos de subida das *yields* dos principais *benchmarks* europeus, os quais precisarão de se consolidar para que se possa dizer que se está perante a perspectiva de concretização de um cenário mais equilibrado. Recorde-se o objectivo da autoridade monetária: influenciar os activos financeiros, estimular a recomposição de balanços, acelerar e facilitar os processos de ajustamento no sector financeiro, estimulando a confiança e favorecendo a formação de um ciclo virtuoso de crescimento e inflação. Por enquanto as melhorias a este nível são apenas ligeiras: o crédito a empresas não financeiras e a particulares ainda está em queda, ainda que menos acentuada, os diferenciais de taxas de juro entre riscos semelhantes europeus tendem a estreitar, a taxa de inflação e expectativas desenharam tentativa de inversão, a economia dá sinais favoráveis. Mas o processo será lento, reforçando a perspectiva de que as taxas de juro negativas irão manter-se durante algum tempo, aconselhando prudência na avaliação de estratégias de investimento.

TEMAS EM DESTAQUE

REEMBOLSO ANTECIPADO DOS EMPRÉSTIMOS DO FMI

- Perante a redução dos custos de financiamento da dívida pública, o Tesouro português decidiu o reembolso antecipado de cerca de metade, ou seja cerca de 11.5 mil milhões de SDR, equivalente a 14.8 mil milhões de euros dos empréstimos obtidos junto do FMI ao abrigo do Programa de Assistência Económica e Financeira. A antecipação dos reembolsos será até Agosto de 2017 (ao longo de 30 meses) e recairá sobre os montantes originalmente programados para vencerem até ao terceiro trimestre de 2019.
- Em meados de Março, o IGCP realizou o primeiro reembolso antecipado, o qual ascendeu a 5.108 mil milhões de SDR, equivalente a 6.6 mil milhões de euros, tendo por base o câmbio médio do EUR/SDR nos três dias em que a operação foi realizada. Segundo o IGCP esta operação foi financiada através da emissão de 4 mil milhões de euros de dívida de médio e longo prazo e pela utilização de cerca de 2 mil milhões de euros relativos à almofada de liquidez do tesouro.
- Os restantes 6.4 mil milhões de SDR, cerca de 8.3 mil milhões de euros serão amortizados até meados de 2017, segundo nota do IGCP.
- Para fins de cálculo da poupança associada ao reembolso antecipado actualizaram-se os juros a pagar tendo por base as taxas de juros implícitas na curva de rendimentos do swap do euro (à data do cálculo) acrescidas de um prémio de risco estimado pelo DEEF; e os custos de financiamento médio da dívida pública portuguesa associados às emissões realizadas em 2015. Para simplificação de cálculos, considerou-se que a estrutura dos custos de financiamento de substituição das tranches reembolsadas e/ou a reembolsar será idêntica à obtida pelo Tesouro português durante o primeiro trimestre de 2015.
- Conforme se pode observar no quadro abaixo, os cálculos apontam para que a poupança associada ao reembolso antecipado dos 6.6 mil milhões de euros realizado em Março ter-se-á reflectido numa poupança entre 105-251 milhões de euros, equivalente a cerca de 0.1% do PIB. A poupança associada aos próximos reembolsos dependerá dos custos de financiamento em vigor nessa altura, mas a título indicativo refere-se que, mantendo uma estrutura de financiamento equivalente à registada no primeiro trimestre de 2015, a poupança total do reembolso de cerca de metade das tranches relativas ao empréstimo do FMI poderá oscilar entre os 338 milhões de euros, (hipótese mais conservadora, admitindo que os montantes reembolsados antecipadamente serão substituídos por emissões de OT's a 10 anos, cujo cupão é de 2.875%), e os 809 milhões de euros, admitindo que o custo de financiamento de substituição situar-se-á perto da *yield* média ponderada dos leilões de OT's a 10 anos e BT's realizados no primeiro trimestre de 2015.

Poupança no pagamento de juros associada ao reembolso antecipado dos empréstimos do FMI

				<i>milhões de euros</i>		
		Juros a pagar	Poupança		em % do PIB	
Empréstimos reembolsados	Juros a pagar tranches FMI reembolsadas antecipadamente em Março 2015	471.1				
	Juros das tranches FMI a reembolsar até meados de 2017	1,079.0				
Alternativas de Financiamento	Substituir financiamento por OT's 10 anos com cupão 2.875%	366.3	104.9			0.06%
		845.4	233.5	338.4	0.13%	0.19%
	Substituir financiamento pela <i>yield</i> média dos leilões de OT's 10 anos 2.63%	309.8	161.3			0.09%
		755.2	323.8	485.1	0.18%	0.27%
	Substituir por financiamento em OT's 10 anos e BT's, custo financiamento 1.85% (cupão das OT's = 2.875% e <i>yield</i> média ponderada dos leilões de BT's)	235.5	235.6			0.13%
		559.7	519.2	754.9	0.29%	0.42%
	Substituir por financiamento em OT's e BT's, <i>yield</i> média ponderada 1.69%	220.6	250.5			0.14%
		520.7	558.3	808.8	0.31%	0.45%

Fonte: FMI, IGCP, INE, calc. BPI.

REINO UNIDO: O DIA SEGUINTE

□ O Partido Conservador do primeiro-ministro David Cameron ganhou as recentes eleições legislativas no Reino Unido por uma votação que surpreendeu pela sua dimensão. É possível que Cameron venha a liderar o próximo governo sem a necessidade de fazer coligação com outra força política (o anterior governo era suportado por conservadores e liberais democratas). Há cinco anos, David Cameron e Nick Clegg formaram o primeiro governo de coligação desde a II Guerra Mundial, e poucos acreditaram que chegaria ao fim do mandato. Entretanto, segundo a mais recente análise eleitoral, o Partido Conservador poderá ficar com 327 dos 650 lugares do Parlamento, a solução governativa mais estável (a maioria absoluta de um partido) mas que se acreditava ser a mais difícil de alcançar.

□ Este escrutínio era considerado o mais incerto pois as diversas sondagens que foram sendo realizadas e divulgadas ao longo do período de campanha eleitoral indicavam a possibilidade de ocorrer uma fragmentação política, terminando o longo ciclo de bipartidarismo no Reino Unido, dividido entre Conservadores e Trabalhistas. No entanto, o sistema eleitoral de divisão do país por círculos e cada um eleger um deputado, permite uma solução diferente da indicada pelas sondagens. Ao seja, o partido que ganha em cada círculo (nem que seja só por um voto) elege o seu deputado, ficando os restantes em branco.

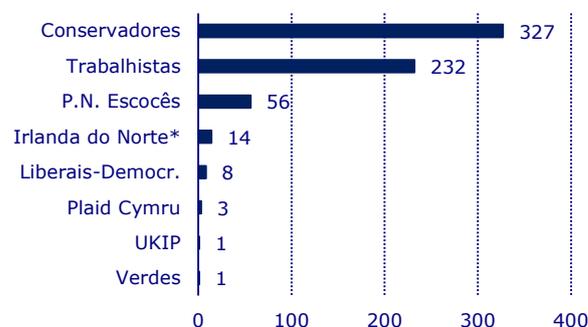
□ Existiam quatro candidatos ao cargo de primeiro-ministro, suportados pelos respectivos partidos que tentavam eleger o maior número de parlamentares da Câmara dos Comuns (Câmara Baixa do Parlamento): David Cameron (Partido Conservador), actual PM; Ed Miliban (Partido Trabalhista); Nick Clegg (Partido Liberal Democrata); Nigel Farage (UKIP/UK Independence Party). Para além destas forças concorreram outras com menor expressão, como os Verdes (Greens), o Partido Nacional Escocês (Scottish National Party/SNP) e o Partido Galês (Plaid Cymru). Para além da surpresa da vitória maioritária do Partido Conservador, também foram expressivas as votações no Partido Nacional Escocês e no Partido Galês (partidos com interesses independentistas). O SNP foi a terceira força com possivelmente 56 lugares, à frente dos liberais democratas com 8 lugares (um dos grandes perdedores) e o Plaid Cymru terá obtido 3 lugares, seguindo-se os Verdes com 1 parlamentar. A Irlanda do Norte, no total, conseguiu 14 lugares (Sinn Fein 4; Democratic Unionist Party/DUP 8; Ulster Unionist Party/UUP 2). (gráfico 1)

□ Se Cameron chamou a si a construção do novo ciclo de crescimento económico, de queda da taxa de desemprego e com défices corrente e fiscal mais controlados, já Ed Miliban criticou os danos colaterais provocados por cinco anos de austeridade, reflectindo-se no aumento das desigualdades sociais e do empobrecimento da classe média. Por outro lado, o serviço nacional de saúde foi sujeito a uma gestão mais austera e rigorosa que, segundo os trabalhistas, agravou os problemas do sistema de saúde. A imigração foi outro dos assuntos em destaque, perante uma posição mais radical de Nigel Farage e do partido UKIP. Também este partido tem vindo a forçar a discussão do referendo à Europa, e David Cameron prometeu, durante a campanha, realizar o referendo mais cedo do que estava pensado (2017), acreditando na manutenção do Reino Unido no projecto europeu.

□ As promessas de Cameron incidiram sobre os mais variados temas debatidos durante a campanha eleitoral: passar de défice corrente para superávit em 2018/19 e ter uma economia mais próspera até 2030; legislar a impedir qualquer aumento de IRS, IVA e contribuições para a segurança social até 2020; a taxa máxima de IRS de 40% incidir só acima de rendimentos superiores a 50 mil libras, enquanto a taxa mínima só se aplicará a rendimentos anuais superiores a 12.5 mil libras; não permitir que trabalhadores, com 30 horas de trabalho semanal e que ganhem o salário mínimo, paguem IRS; o imposto sucessório sobre habitações passará a ter um tecto de 1 milhão de libras; meta do "pleno emprego" com a criação de dois milhões de novos postos de trabalho; impostos mais competitivos para as empresas; cuidados infantis gratuitos para ajudar famílias a regressar ao mercado de trabalho; Sistema Nacional de Saúde permanecerá gratuito e receberá um acréscimo total mínimo de 8 mil milhões de libras nos próximos 5 anos; são garantidos lugares para crianças e jovens nos vários graus de ensino; redução do acolhimento anual de imigrantes; reforma do sistema prisional; medidas anti-radicalização dos jovens;

Distribuição Parlamentar (resultados provisórios)

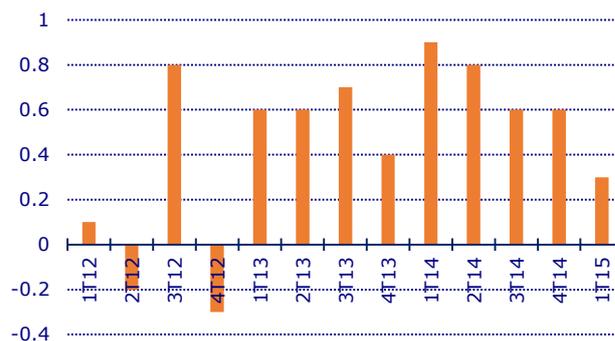
(nº assentos parlamentares)



Fonte: Oficial
Nota: *Soma de 3 partidos: Sinn Fein+DUP+UUP

Varição em cadeia do PIB no Reino Unido, %

(taxa variação trimestral)



Fonte: Bloomberg

TEMAS EM DESTAQUE

REINO UNIDO: O DIA SEGUINTE (cont.)

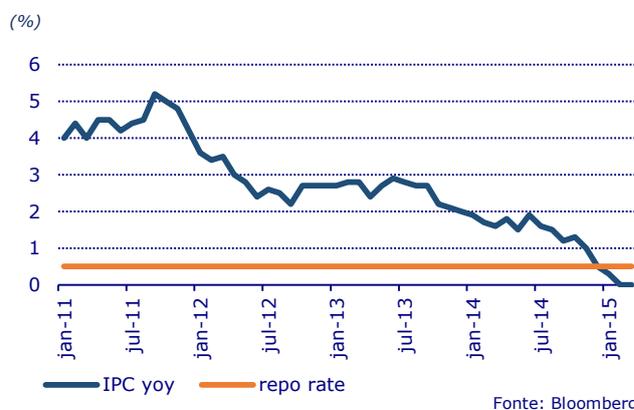
benefícios para pensionistas; serviços públicos de maior acesso electrónico do que presencial; melhores transportes públicos; serviço da BBC e entradas em museus permanecerão gratuitos; etc. Aparentemente, o eleitorado preferiu o certo do que o incerto (tanto em termos de alianças eleitorais como no que respeita às propostas prometidas), e mostrou ter maior confiança nas garantias dadas pelo Partido Conservador nas várias áreas, nomeadamente ao nível do seu emprego, rendimento e segurança financeira.

□ Entretanto, a economia desacelerou com mais força do que o previsto nos primeiros três meses de 2015, o que é considerado um revés para o PM Cameron, que usou o forte crescimento económico do último ano na campanha para a sua reeleição. De facto, o PIB cresceu apenas 0.3% entre Janeiro e Março, sendo a mais baixa performance desde final de 2012, quando esperitava o cenário de recessão. Este valor é metade do verificado no último trimestre de 2014 e inferior à expectativa de expansão de 0.5% prevista pelos analistas. Em reacção, o ministro das finanças, George Osborne, chegou a afirmar que a recuperação económica não pode ser dada como certa, por isso não se pode hesitar e votar na instabilidade política. A contribuir para este abrandamento estiveram os serviços, que cresceram apenas 0.5% que compara com os 0.9% no trimestre anterior; a indústria contraiu 0.1%, que contrasta com o crescimento de 0.2% no 4ºT14; já o sector da construção continua em queda, embora a um ritmo menor, a diminuição de 1.6% no 1ºT15 contrasta com a contracção de 2.2% no 4ºT14. Mesmo assim, as autoridades referem que o crescimento permanece sólido e que a procura interna é robusta, com o desemprego a acentuar a tendência de queda (encontra-se no valor mais baixo dos últimos seis anos).

□ No que respeita à inflação, ela praticamente não existe já que, tanto em Fevereiro como em Março, a taxa homóloga do IPC foi nula, o nível mais baixo em décadas (segundo o último relatório da inflação do BoE, é o nível mais baixo desde que a autoridade monetária introduziu o objectivo de inflação, há duas décadas atrás). O Banco de Inglaterra (BoE) espera mesmo que passe a ser em breve negativa. Mesmo com o aumento dos custos do trabalho e da pressão salarial, mantém-se a queda dos preços da energia e da alimentação. Neste cenário, para o qual tem contribuído a apreciação sistemática da libra, a autoridade central tem hesitado na alteração da actual política monetária, em que a taxa *repo* se encontra em 0.5% (inalterado desde Março de 2009). O BoE acredita na continuação do processo de normalização económica e mantém o objectivo para a inflação em 2%, mas os mercados estão a prever um novo adiamento do início da normalização das taxas de juro.

□ Na discussão acerca do referendo e da permanência do Reino Unido na União Europeia surgiu um estudo realizado pelos institutos alemães Ifo e Fundação Bertelsmann, que conclui que os britânicos perderiam 313 mil milhões de euros numa década, com a saída em 2018, uma perda per capita de cerca de 5 mil milhões de euros. Em termos de PIB, representaria uma perda de 14%, com a redução forte das exportações, o encarecimento das importações, a diminuição do investimento e da inovação, para além dos efeitos económicos negativos nos restantes países europeus, na economia europeia no seu todo e na economia mundial. No entanto, a dimensão do impacto dependeria do grau de isolamento do país.

□ Por fim, referir que a globalidade dos mercados financeiros reagiram positivamente aos resultados eleitorais, com a libra a regressar às apreciações depois da recente dinâmica de correcção. Por seu turno, o índice bolsista britânico permanece próximo dos níveis máximos de sempre.

Evolução do IPC e da taxa *repo* do BoE

Variação diária do EUR/GBP

