



Comentário Semanal de Mercados

16 de janeiro de 2012

DPEC - Departamento de Estudos

Nos **EUA**, a informação divulgada para a economia americana durante a semana foi um tanto contraditória. Por um lado, diversos indicadores apontaram no sentido de uma melhoria do ímpeto de crescimento da economia. Todavia, olhando para os principais indicadores quantitativos que foram divulgados o cenário não parece ser tão favorável: as vendas a retalho subiram menos do que o esperado, o défice comercial alargou-se e o ritmo de reposição de existências diminuiu. Como conciliar estes sinais contraditórios? Por um lado, apesar da melhoria de diversos indicadores qualitativos, estes apresentam níveis fracos, nomeadamente os indicadores de confiança dos consumidores ou a confiança nas pequenas empresas. Por outro lado, nos indicadores quantitativos a menor performance dos últimos registos sucedeu após comportamentos excecionais em meses anteriores em que as variáveis evoluíram para além do cenário de crescimento moderado da generalidade dos analistas, incluindo de nós próprios. Assim sendo, mantemos o nosso cenário de que a economia terá crescido a um ritmo anualizado de 2.5% no 4ºT2011, suportada por um idêntico avanço do consumo privado, enquanto o contributo da procura externa terá sido quase negligenciável (provavelmente apenas ¼ do registado no 3ºT2011, quando foi de 0.4 p.p.) ao contrário do contributo da variação de existências. Atendendo a que a própria procura externa líquida também não deverá nos próximos meses ser uma fonte de crescimento, o contributo de outras componentes da procura interna revela-se fundamental. E aí temos desde logo um candidato: a sempre falada revitalização do imobiliário, cuja atividade no 4ºT2011 corresponderá a apenas 43% do máximo histórico registado em 2005. Neste sentido, a margem de recuperação é imensa e aqui a Fed poderá dar um impulso adicional através do reforço das medidas especialmente direcionadas para os ativos ligados ao imobiliário. Refira-se que a rotação anual dos membros votantes do comité de política monetária é favorável a um cenário mais expansionista, na medida em que vão deixar de ser votantes membros mais preocupados com os efeitos destas políticas sobre as expectativas de inflação, em detrimento de membros com posturas mais acomodáticas.

Na **Zona Euro**, a semana passada ficou essencialmente marcada pela reunião de política monetária do BCE, com a autoridade monetária a mostrar-se igual a si própria, não querendo acompanhar os seus congéneres dos EUA, do Japão e do Reino Unido com novos estímulos monetários. Com efeito, na reunião da passada quinta-feira, como esperado, o BCE decidiu manter inalterada em 1.00% a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento da Zona Euro, a refi rate, depois de a ter descido nas duas últimas reuniões mensais de 2011, em 0.25 p.p. cada, revertendo em apenas dois meses as subidas que havia efetuado nos passados meses de julho e abril e voltando a colocar esta taxa em níveis mínimos históricos. Em termos prospetivos e ao nível das medidas de caráter convencional, consideramos que a autoridade monetária irá manter a refi rate no atual mínimo histórico durante os próximos meses, já que o próprio BCE referiu, por um lado, que se começaram a vislumbrar alguns sinais de estabilização da atividade e, por outro lado, que as medidas de cedência de liquidez adotadas pela autoridade têm permitido manter as taxas de juro overnight confortavelmente abaixo da refi rate, o que na prática seria equivalente a que a refi rate já estivesse num nível inferior (recorde-se que antes de Grande Recessão, as taxas de juro overnight eram normalmente superiores à refi rate).

Em **Portugal**, os indicadores conhecidos para os setores dos serviços, da construção e da indústria reforçaram o cenário de agravamento do ritmo de contração da atividade no derradeiro trimestre de 2011, que apenas terá sido beneficiada pelo contributo das exportações líquidas. Continuamos a apontar para uma queda da atividade económica entre 1.0% e 1.5% naquele trimestre, resultante de um conjunto significativo de fatores que afetam a procura interna: i) o aumento do IVA na energia; ii) a sobretaxa aplicada ao subsídio de Natal; iii) as expectativas dos agentes face às fortes medidas de austeridade para 2012 inscritas no OE 2012. A contração deverá ficar mais perto do limite inferior ao nosso intervalo de previsão, do que do centro, embora melhor do que a que está implícita nas previsões de inverno do Banco de Portugal, que ao apontarem para uma queda anual de 1.6% em 2011, requerem que o PIB do 4ºT2011 tenha caído entre 1.7% e 2.0%.

No **Reino Unido**, os dados divulgados na semana passada corroboraram o cenário de estagnação da economia britânica, com fortes riscos descendentes, num contexto de esbatimento das pressões inflacionistas, desta forma sustentando que o Banco de Inglaterra (BoE) deverá decidir-se por um novo alargamento do programa de quantitative easing na próxima reunião, em fevereiro.

Nos **Mercados Financeiros**, o balanço da segunda semana do ano acabou por ser positivo, com os ativos a flutuarem ao sabor das notícias. O início da semana foi bastante promissor, com os mercados a serem sustentados pela euforia do início da época de divulgação de resultados das empresas norte-americanas, acompanhada pelo aumento da probabilidade da China avançar em breve com medidas de estímulo económico, assim como pelo sucesso dos leilões de dívida pública de Espanha e de Itália. Com o decorrer da semana, este sentimento positivo foi sendo temperado por dados a apontarem para alguma perda de ímpeto do crescimento dos EUA em alguns setores, em simultâneo com a persistência de alguns receios quanto à situação europeia, em particular após rumores de descida do rating de vários países da Zona Euro, por parte da agência Standard & Poor's (S&P), entre os quais a França. Já depois do fecho do mercado europeu, confirmaram-se os rumores. O comportamento da maioria das classes de ativos foi condizente com esta realidade. Os mercados acionistas de referência registaram ganhos. No mercado cambial, o dólar apreciou-se e o euro e a libra cederam. As taxas Euribor desceram, continuando o processo de ajustamento às taxas do BCE, e as taxas Libor do dólar voltaram a diminuir, num contexto de redução dos prémios de risco. As yields dos bunds alemães e dos treasuries norte-americanos desceram, assim como as taxas da dívida das economias mais periféricas da Zona Euro, com as medidas de risco da dívida pública a registarem uma descida, quer nos spreads a 10 anos sobre a dívida alemã, quer nos CDS a 5 anos. No segmento de dívida privada o sentimento evoluiu favoravelmente. Os índices de referência para as mercadorias (commodities) desceram, mas refletindo quase exclusivamente a descida dos preço do barril de petróleo e a queda dos produtos agrícolas.

Indicadores Anunciados na Semana Passada

País	Data	Evento	Período	Consenso	Actual	Anterior	Revisão	
Portugal	10-jan	Encomendas Industriais nsa (MoM)	NOV	--	-2.2%	-6.5%	-6.3%	
		Encomendas Industriais nsa (YoY)	NOV	--	-25.0%	0.0%	1.0%	
	11-jan	IPC (MoM)	DEC	--	0.0%	-0.10%	--	
		IPC (YoY)	DEC	--	3.60%	4.00%	--	
		IPCH (MoM)	DEC	0.10%	0.10%	-0.10%	--	
		IPCH (YoY)	DEC	3.50%	3.50%	3.80%	--	
		Produção na Construção sa (mm3m/MoM)	NOV	--	-4.1%	-2.4%	-2.3%	
		Produção na Construção sa (mm3m/YoY)	NOV	--	-11.6%	-10.2%	--	
		Volume de Negócios nos Serviços (MoM)	NOV	--	-1.1%	-3.7%	-4.2%	
	Volume de Negócios nos Serviços (YoY)	NOV	--	-11.7%	-8.5%	-8.9%		
	12-jan	Portugal OECD Leading Ind.	NOV	--	96.9	98	96.9	
		Turismo - Dormidas nsa (YoY)	NOV	--	-3.4%	2.4%	--	
Espanha	10-jan	Vendas de Casas (YoY)	NOV	--	-14.40%	-18.00%	--	
	11-jan	Produção Industrial nsa (YoY)	NOV	--	-7.00%	-4.20%	-4.50%	
		Produção Industrial wda (YoY)	NOV	-5.40%	-7.00%	-4.00%	-4.20%	
	12-jan	Spain OECD Leading Ind.	NOV	--	100.1	100.2	100.1	
	13-jan	IPC (MoM)	DEC	0.20%	0.10%	0.40%	--	
		IPC (YoY)	DEC F	2.40%	2.40%	2.40%	--	
		IPC Core (MoM)	DEC	0.10%	0.20%	0.40%	--	
		IPC Core (YoY)	DEC	1.40%	1.50%	1.70%	--	
		IPCH (MoM)	DEC	0.10%	0.00%	0.20%	--	
		IPCH (YoY)	DEC F	2.30%	2.40%	2.30%	--	
	Alemanha	11-jan	Orçamento (Maastricht) (% do PIB)	Jul-05	--	-1.00%	-4.30%	--
			PIB (Tx. Crescim. anual)	Jul-05	3.00%	3.00%	3.60%	3.70%
12-jan		IPC (MoM)	DEC F	0.70%	0.70%	0.70%	--	
		IPC (YoY)	DEC F	2.10%	2.10%	2.10%	--	
	IPCH (MoM)	DEC F	0.80%	0.70%	0.80%	--		
IPCH (YoY)	DEC F	2.40%	2.30%	2.40%	--			
França	10-jan	Indicador Sentimento Industrial - Banco de França	DEC	95	96	95	--	
		Indústria Transf (MoM)	NOV	-0.40%	1.30%	0.20%	0.20%	
		Indústria Transf (YoY)	NOV	-0.10%	2.20%	2.60%	--	
		Produção Industrial (MoM)	NOV	-0.20%	1.10%	0.00%	0.10%	
	Produção Industrial (YoY)	NOV	-0.40%	0.90%	1.80%	1.70%		
	12-jan	IPC (MoM)	DEC	0.20%	0.40%	0.30%	--	
IPC (YoY)		DEC	2.30%	2.50%	2.50%	--		
IPCH (MoM)	DEC	0.30%	0.40%	0.30%	--			
IPCH (YoY)	DEC	2.50%	2.70%	2.70%	--			
Itália	11-jan	Deficit to GDP (year to date)	3Q	--	4.30%	5.30%	5.20%	
	12-jan	Produção Industrial nsa (YoY)	NOV	--	-4.10%	-4.10%	-4.00%	
		Produção Industrial sa (MoM)	NOV	-0.20%	0.30%	-0.90%	--	
		Produção Industrial wda (YoY)	NOV	-2.90%	-4.10%	-4.20%	-4.10%	
Zona Euro	11-jan	Consumo Privado (QoQ)	3Q F	--	0.20%	0.30%	--	
		Consumo Público (QoQ)	3Q F	--	-0.10%	0.00%	--	
		FBCF (QoQ)	3Q F	--	-0.10%	0.10%	--	
		PIB sa (QoQ)	3Q F	--	0.10%	0.20%	--	
		PIB sa (YoY)	3Q F	--	1.30%	1.40%	--	
		BCE - Decisão sobre Taxa de Juro	Jan-12	1.00%	1.00%	1.00%	--	
	12-jan	Leading Indicators OCDE	NOV	--	98.3	98.5	98.3	
		Produção Industrial exc Construção sa (MoM)	NOV	-0.30%	-0.10%	-0.10%	-0.30%	
		Produção Industrial exc Construção wda (YoY)	NOV	0.20%	-0.30%	-1.30%	1.00%	
	13-jan	Balança Comercial	NOV	--	6.9B	1.1B	1.0B	
		Balança Comercial sa	NOV	0.5B	6.1B	0.3B	0.5B	
	R. Unido	10-jan	Preços Habitação - RICS (Survey)	DEC	-19%	-16%	-17%	--
11-jan		Balança Comercial de Bens (Visible)	NOV	-£8400	-£8644	-£7557	-£7868	
		Balança Comercial exc UE GBP/Mn	NOV	-£5000	-£5211	-£4554	-£4556	
		Balança Comercial Total (milhões GBP)	NOV	-£2400	-£2566	-£1552	-£1861	
12-jan		Bank of England - Decisão sobre Taxa de Juro	Jan-12	0.50%	0.50%	0.50%	--	
		BOE Asset Purchase Target	JAN	275B	275B	275B	--	
		NIESR - Estimativa do PIB (QoQ)	DEC	--	0.10%	0.30%	--	
		Produção Industrial (MoM)	NOV	-0.10%	-0.60%	-0.70%	-1.00%	
Produção Industrial (YoY)		NOV	-2.20%	-3.10%	-1.70%	-2.10%		
13-jan		Reino Unido OECD Leading Ind	NOV	--	98.4	98.6	98.4	
		IPP Core nsa (MoM)	DEC	0.00%	-0.10%	-0.10%	-0.10%	
		IPP Core nsa (YoY)	DEC	3.20%	3.00%	3.20%	3.10%	
	IPP Input nsa (MoM)	DEC	-0.20%	-0.60%	0.10%	0.30%		
	IPP nsa (MoM)	DEC	0.10%	-0.20%	0.20%	--		
	IPP nsa (YoY)	DEC	5.00%	4.80%	5.40%	--		
EUA	10-jan	IBD/TIPP - Índice Otimismo Económico	JAN	45	47.5	42.8	--	
		NFIB Small Business Optimism	DEC	93.8	93.8	92	--	
		Ofertas de Empregos	NOV	3161	3167	3224	3224	
		Stocks Grossistas (MoM)	NOV	0.50%	0.10%	1.60%	1.20%	
	11-jan	MBA - Refinanciamento e Novas Hipotecas sa (WoW)	Jan-06	--	4.50%	-4.10%	--	
		Publicação do Livro Bege (FED)	--	--	--	--	--	
	12-jan	Confiança do Consumidor (Bloomberg; anterior ABC)	Jan-08	--	-44.7	-44.8	--	
		EUA OECD Leading Ind.	NOV	--	101.2	101	101.2	
		Pedidos Subsídio de Desemprego - Acumulado	DEC 31	3595K	3628K	3695K	3609K	
		Pedidos Subsídio de Desemprego - Novos	Jan-07	375K	399K	372K	375K	
		Saldo Orçamental (Mensal)	DEC	-\$83.7B	-\$86.0B	-\$78.1B	--	
		Stocks Empresariais (MoM)	NOV	0.40%	0.30%	0.80%	--	
Vendas a Retalho - nominais sa (MoM)		DEC	0.30%	0.10%	0.20%	0.40%		
Vendas a Retalho excl. Automóveis - nominais sa (MoM)		DEC	0.30%	-0.20%	0.20%	0.30%		
Vendas a Retalho excl. Automóveis e Gasolina sa (MoM)		DEC	0.40%	0.00%	0.20%	--		
Vendas Ret. excl. Auto., Gas. e Mat. Constr. (MoM)		DEC	0.30%	-0.20%	0.20%	0.30%		
13-jan	Balança Comercial	NOV	-\$45.0B	-\$47.8B	-\$43.5B	-\$43.3B		
	Confiança do Consumidor (Univ. Michigan)	JAN P	71.5	74	69.9	--		
	Índice Preços Importações (MoM)	DEC	-0.10%	-0.10%	0.70%	0.80%		
Japão	11-jan	Índice Preços Importações (YoY)	DEC	8.40%	8.50%	9.90%	10.10%	
		Balança Corrente	NOV	-74.20%	-85.50%	-62.40%	--	
	12-jan	Indicador Avançado	NOV P	92.9	92.9	92	--	
		Indicador Coincidente	NOV P	90.3	90.3	91.4	--	
13-jan	Inquérito Eco Watchers: Expetativas	DEC	--	44.4	44.7	--		
	Inquérito Eco Watchers: Situação Atual	DEC	--	47	45	--		
	Japão OECD Leading Ind.	NOV	--	101.5	101.3	101.5		
	M2 (YoY)	DEC	3.00%	3.10%	3.00%	--		
	M3 (YoY)	DEC	2.50%	2.60%	2.50%	--		
	Tokyo Avg Office Vacancies (%)	DEC	--	9.01	8.9	--		
Brasil	12-jan	Brasil OECD Leading Ind.	NOV	--	93.3	94.2	93.3	
		Vendas a Retalho - reais (MoM)	NOV	0.40%	1.30%	0.00%	--	
	Vendas a Retalho - reais (YoY)	NOV	5.40%	6.80%	4.30%	4.20%		
	Vendas a Retalho Alargadas (YoY)	NOV	--	3.20%	1.60%	--		
China	10-jan	Balança Comercial - USD	DEC	\$8.80B	\$16.52B	\$14.53B	--	
		Exportações (YoY)	DEC	13.40%	13.40%	13.80%	--	
	Importações (YoY)	DEC	18.00%	11.80%	22.10%	--		
	China OECD Leading Ind.	NOV	--	100	100.2	100		
12-jan	IPC (YoY)	DEC	4.00%	4.10%	4.20%	--		
	IPP (YoY)	DEC	1.70%	1.70%	2.70%	--		
13-jan	Reservas Cambiais	DEC	\$3200.0B	\$3181.1B	\$3201.7B	--		
Rússia	10-jan	IPC (MoM)	DEC F	--	0.40%	0.40%	--	
		IPC (YoY)	DEC	--	6.10%	6.10%	--	
		IPC (YTD YoY)	DEC	6.50%	6.50%	5.60%	--	
		IPC Core (MoM)	DEC	0.60%	0.40%	0.70%	--	
	IPC Core (YTD YoY)	DEC	--	6.60%	6.20%	--		
	12-jan	Reservas de Ouro e Divisas (USD)	Jan-06	--	498.0B	503.0B	--	
		Rússia OECD Leading Ind.	NOV	--	102.5	102.2	102.5	
	Vendas de Veículos Novos Ligeiros	DEC	--	23%	26%	--		
	13-jan	Balança Comercial (USD)	NOV	17.1B	17.4B	16.9B	16.6B	
		Confiança do Consumidor	4Q	--	-7	-7	--	
Exportações (USD)	NOV	46.6B	47.7B	45.9B	--			
Importações (USD)	NOV	29.0B	30.3B	29.1B	29.4B			
Índia	10-jan	Venda de Carros Indianos	DEC	--	159325	171131	--	
	12-jan	Índia OECD Leading Ind.	NOV	--	93.6	93.1	93.6	
Produção Industrial (YoY)	NOV	2.10%	5.90%	-5.10%	-4.70%			

Fonte: Thomson Reuters. Legenda: nsa - não ajustado de sazonalidade; sa - ajustado de sazonalidade; wda - ajustado de dias úteis; saar - taxa anualizada ajustada de sazonalidade; WoW - variação semanal; MoM - variação mensal; QoQ - variação trimestral; YoY - variação homóloga; mm3m - média móvel 3 meses.

EUA – Vendas a retalho abrandam e confiança dos consumidores recupera...

A informação divulgada para a economia americana durante a semana foi um tanto contraditória. Por um lado, diversos indicadores como o **indicador avançado da OCDE (CLI)**, o **indicador de confiança dos investidores (sentix)** ou as subidas generalizadas dos diversos indicadores de **confiança dos consumidores (Michigan, IBD, Bloomberg)**, a que se associou o traço qualitativo dado pelo **Beige Book da Reserva Federal (Fed)**, foram no sentido de uma melhoria do ímpeto de crescimento da economia americana. O *Beige Book* referiu que a atividade económica expandiu-se a um ritmo de modesto a moderado durante o período compreendido entre final de novembro e final de dezembro, mas com a maioria dos Distritos a destacar condições mais favoráveis do que as identificadas em relatórios desde o final da primavera até início do outono.

Todavia, olhando para os principais **indicadores quantitativos** que foram divulgados o cenário não parece ser tão favorável: as **vendas a retalho** subiram menos do que o esperado, o **défi ce comercial** alargou-se e o ritmo de reposição de **existências** diminuiu. Como conciliar estes sinais contraditórios?

Por um lado, apesar da melhoria de diversos indicadores qualitativos, estes apresentam níveis fracos, nomeadamente os indicadores de confiança dos consumidores ou a confiança nas **pequenas empresas**.

Por outro lado, nos indicadores quantitativos a menor performance dos últimos registos sucedeu após comportamentos excecionais em meses anteriores em que as variáveis evoluíram para além do cenário de crescimento moderado da generalidade dos analistas, incluindo de nós próprios. Assim sendo, mantemos o nosso cenário de que a economia terá crescido a um ritmo anualizado de 2.5% no 4ºT2011, suportada por um idêntico avanço do **consumo privado**, enquanto o contributo da procura externa terá sido quase negligenciável (provavelmente apenas ¼ do registado no 3ºT2011, quando foi de 0.4 p.p.) ao contrário do contributo da variação de existências.

Efetivamente, apesar de em novembro as **existências no comércio e indústria (business inventories)** terem subido menos do que o esperado, tinha-se observado um forte crescimento no mês anterior, tendo prosseguido com o ciclo de cerca de 2 anos a aumentar e atingindo um novo máximo histórico. Com o **rácio entre os stocks e as vendas** a continuar muito perto de mínimos históricos, espera-se que continue a ter um efeito positivo na produção industrial, via movimento de reposição de existências.

Ao nível das contas externas, o **défi ce da balança comercial em bens e serviços** subiu mais do que o esperado em novembro, em resultado de um acréscimo das importações e de uma quebra nas exportações. O défi ce foi superior à média mensal de 2011, algo que poderá ser o prenúncio de uma inflexão atendendo à recente apreciação do dólar, particularmente face ao

euro e ao facto do crescimento da procura interna na Europa dever ser inferior ao dos EUA durante os próximos meses. Um aspeto positivo é que as importações de **bens de investimento** registaram o 2º acréscimo consecutivo, atingindo um novo máximo histórico, crescendo 8.7% face a igual período de 2010 e continuando a revelar a importância que o investimento empresarial em equipamentos tem tido durante o processo da recuperação da economia no pós Grande Recessão, permitindo, ademais, compensar os dados já anteriormente conhecidos para as entregas de bens de investimento ao nível do mercado doméstico.

Mas voltemos ao **consumo privado**. Relembre-se que continuamos a considerar que uma consistente aceleração da economia americana deveria ter o *click* na aceleração do consumo, suportando os aumentos de produção, de emprego e rendimento e novamente do consumo. No 4ºT2011 o consumo privado fez o seu papel, mas também consideramos que esse ritmo de crescimento do consumo não poderá ser sustentado caso os rendimentos não acelerem também, atendendo à recente redução da taxa de poupança para níveis inferiores à sua média de 20 anos. Neste contexto é fundamental que o ritmo de crescimento de postos de trabalho nos EUA se mantenha na vizinhança dos 200 mil empregos de dezembro (embora desde já se admita que se possa assistir a um ligeiramente abrandamento da criação do emprego no mês de janeiro, já que parte da aceleração de dezembro esteve empolada por fatores sazonais e por condições meteorológicas mais favoráveis que o habitual) e que não haja qualquer recrudescimento das pressões inflacionistas associadas às subidas dos preços das *commodities* nos mercados internacionais.

Atendendo a que a própria **procura externa líquida** também não deverá nos próximos meses ser uma fonte de crescimento, o contributo de outras componentes da procura interna revela-se fundamental. E aí temos desde logo um candidato: a sempre falada revitalização do **imobiliário**.

Importa ter em mente que apesar de estimarmos uma aceleração do investimento em construção residencial no 4ºT2011 para o ritmo mais elevado em ano e meio, a atividade no setor corresponderá a apenas 43% do máximo histórico registado em 2005. Neste sentido, a margem de recuperação é imensa e aqui a *Fed* poderá dar um impulso adicional através do reforço das medidas especialmente direcionadas para os ativos ligados ao imobiliário, de modo a reduzir as taxas das próprias hipotecas não apenas no mercado grossista, como está acontecer, mas no retalho, algo que poderá ser conseguido sobretudo pela dinamização do mercado de titularizações.

Refira-se que a rotação anual dos membros votantes do comité de política monetária é favorável a um cenário mais expansionista, na medida em que vão deixar de ser votantes membros mais preocupados com os efeitos destas políticas sobre as expectativas de inflação, em detrimento de membros com posturas mais acomodáticas.

Aconteceu na semana passada... nos EUA

Emprego

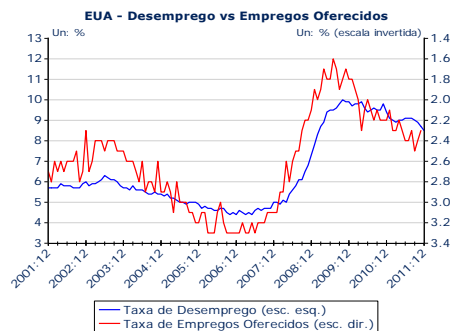
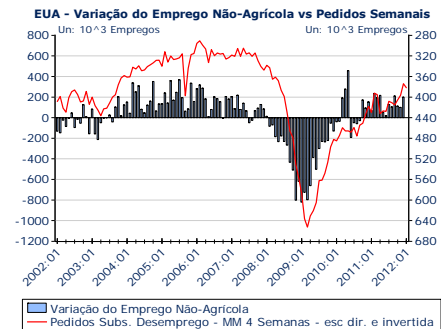
O número de **novos pedidos de subsídio de desemprego** subiu em 24 mil para 399 mil na semana terminada em 7 de janeiro, contrariando a estabilização esperada pelo mercado (consenso: 375 mil) e afastando-se dos 366 mil registados três semanas antes, que representa o valor mais baixo desde abril de 2008. Refira-se que parte deste aumento poderá ser espúrio, refletindo apenas as dificuldades no ajustamento sazonal das semanas contiguas ao fim de ano. A **média móvel de 4 semanas** (mm4s), uma medida menos volátil, registou uma subida de 8 milhares, apenas pela 2ª vez em 11 semanas, corrigindo de um mínimo desde junho de 2008. Com 382 mil indivíduos, permaneceu abaixo da barreira psicológica dos 400 mil, em linha com os números observados no verão de 2008, período em que o mercado de trabalho se encontrava em rápida deterioração, em função da Grande Recessão de 2008/09. Segundo cálculos do Montepio, a média móvel de 4 semanas permanece compatível com um ritmo de criação de postos de trabalho no **setor privado** na ordem dos 190 a 200 mil, valores ligeiramente inferiores aos 212 mil criados em dezembro (o total do **emprego não-agrícola** subiu em 200 mil naquele mês).

Importa ter em mente que os novos pedidos de subsídio de desemprego refletem sobretudo os despedimentos, sendo que ao nível das contratações os dados têm-se revelado mais fracos. Ainda assim, o último dado quantitativo disponível, referente às **ofertas de emprego**, atingiu um máximo desde setembro de 2008, no trimestre terminado em novembro. Além disso, ao nível dos indicadores qualitativos, em dezembro, os indicadores regionais de emprego na indústria transformadora sugerem, em média, uma aceleração das contratações naquelas regiões, indicação que foi corroborada pela componente de emprego do indicador nacional *ISM Manufacturing*. Também fora da indústria transformadora as indicações foram mais favoráveis, com a componente de emprego do *ISM Non-Manufacturing* a observar também um acréscimo, embora para valores que não são historicamente robustos. Também os índices de emprego do indicador de confiança dos consumidores (*Conference Board*) voltaram a registar fortes subidas em dezembro, embora sinalizando ainda uma fraca criação de postos de trabalho.

Ou seja, em termos globais, os indicadores disponíveis apontam para a uma melhoria das condições no mercado de trabalho, embora se admita que se possa assistir a um ligeiro abrandamento da criação do emprego no mês de janeiro, na medida que parte da aceleração de dezembro esteve empolada por fatores sazonais e por condições meteorológicas mais favoráveis que o habitual.

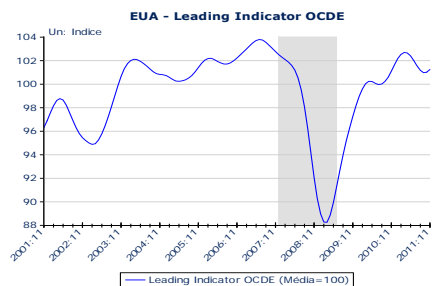
Em novembro as **ofertas de emprego** dos empregadores americanos desceram de 3.224 milhões (valor revisto em baixa, dos anteriores 3.267 milhões) para 3.161 milhões de empregos disponíveis, observando a 2ª queda consecutiva e continuando a corrigir de um máximo desde ago-08. Trata-se, ainda assim, do 7º mês consecutivo em que o indicador permanece acima do limiar dos 3 milhões, valores que, desde novembro de 2008, apenas tinham sido ultrapassados nos passados meses de fevereiro e março de 2010 (o mês em que mais postos de trabalho foram criados na economia americana durante o atual ciclo). Apesar da queda mensal de novembro, a média móvel de três meses das ofertas de emprego, uma medida menos volátil, prosseguiu com a sua trajetória ascendente e atingiu um máximo de ciclo (desde set-08). Note-se que o registo de dezembro do índice relativo às **vagas por preencher** no indicador de confiança das pequenas empresas sinaliza novamente uma subida das ofertas de emprego para valores superiores a 3.2 milhões.

Em novembro a **taxa de ofertas de emprego** desceu de 2.4% para 2.3%, continuando a corrigir igualmente de um máximo desde agosto 2008. Refira-se que, segundo o mesmo relatório, o número de contratações subiu de 4.042 para 4.149 milhões, permanecendo significativamente abaixo dos 5.0 milhões de dezembro 2007, sendo que o número de indivíduos que se desvincularam da entidade patronal, voluntariamente ou não, também registou um decréscimo, ligeiramente inferior, de 3.898 para 3.995 milhões, recuperando de um mínimo desde abril para um máximo desde setembro. Continua a existir, assim, uma elevada incongruência entre a oferta e a procura de trabalho, que, na opinião de alguns responsáveis da *Fed*, terá que ser combatida com medidas de estímulo orçamental e não, apenas, através da política monetária. De facto, apesar de já em dezembro a taxa de desemprego ter caído de 8.7% para 8.5%, continua num valor claramente acima do que seria expectável, uma vez que a sua relação histórica com a taxa de ofertas de emprego a colocaria num nível bastante inferior (7.2%).



Indicadores Avançados

Em novembro, o **indicador avançado da OCDE (CLI)** para a atividade económica subiu pelo 2º mês consecutivo, já que a queda do mês anterior foi revista para um crescimento, tendo ficado pelo 16º mês consecutivo acima da sua média de longo-prazo (100 pontos). A Organização subiu o *outlook* de "slowdown" para "positive change in momentum". Para o 4ºT2011, o indicador da OCDE sinaliza um crescimento de 2.1% do PIB, um valor numérico já mais realista, contrariamente ao que tem acontecido nos últimos trimestres (+3.6% para o 3ºT2011), sendo que o atual trimestre sugere uma aceleração do crescimento para 3.4%. Importa ter em mente que o objetivo do *CLI* (e do *LEI* da *Conference Board*) é o de detetar inversões no ciclo e não o de prever o crescimento.



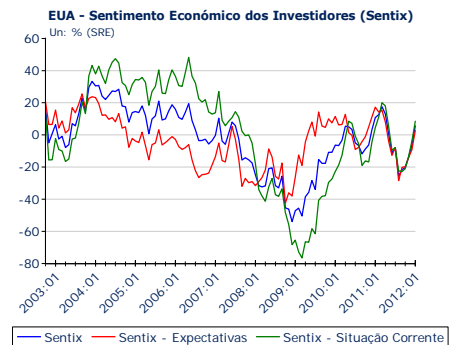
Indicadores Avançados da OCDE

	Valor		Variação		Up/Down		Up 100		Max/Min		Outlook	
	Out	Nov	Out	Nov	Out	Nov	Out	Nov	Mês	Valor	Actual	Anterior
EUA	101.0	101.2	0.1	0.2	1	2	15	16	Jul-11	101.6	Positive change in momentum	Slowdown

Confiança Investidores

O indicador de **sentimento económico dos investidores (Sentix)** registou em janeiro uma subida de -6.4 para +5.6 pontos, a 5.^a consecutiva, tendo atingido um máximo desde abril e pela primeira vez em 8 meses sinaliza um crescimento da economia americana acima da sua tendência histórica. Os últimos meses foram marcados por uma elevada oscilação nas perspetivas, na medida em que o *Sentix* passou em poucos meses de um máximo desde maio de 2006 (em março) para um mínimo desde o início do atual período de expansão, em julho de 2009 (em agosto), encontrando-se agora em vincada recuperação.

A subida de janeiro resultou de um aumento de ambas as componentes, que também atingiram máximos desde abril, mas continuando a de situação corrente a registar valores mais robustos. Em março, após 4 meses de subidas, esta componente tinha feito um máximo desde fevereiro de 2007 (i.e., antes do espoletar da crise do *sub-prime*, em agosto desse ano). Esta componente regressou ao verde após 7 meses consecutivos no vermelho, embora desde novembro já viesse a sinalizar crescimentos moderados da atividade económica, algo que apenas no mês de dezembro passou a ser sinalizado pela componente referente às **expectativas**, que agora em janeiro, ao passar a ter um valor positivo, já sinaliza crescimentos superiores à tendência histórica. Recorde-se que as expectativas estiveram no vermelho durante 8 meses consecutivos, tendo inclusivamente em agosto feito um mínimo desde dezembro de 2008, período em que a economia se encontrava na fase mais aguda da Grande Recessão.



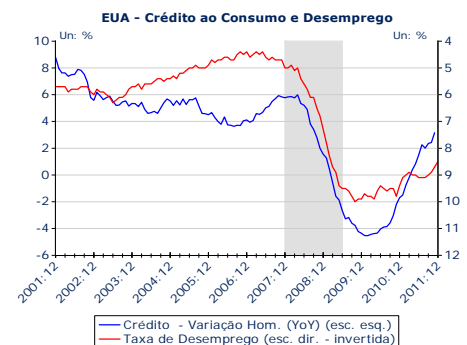
Crédito ao Consumo

Em novembro o **crédito ao consumo** registou uma subida de 20.374 mil milhões de dólares (mM\$), correspondendo a um acréscimo de 10.0%, em termos anualizados, surpreendendo pela positiva o mercado que esperava um aumento inferior (consenso: +7.0 mM\$), tendo a subida do mês anterior apenas sido ligeiramente revista em baixa (de +\$7.645 mM\$ para +6.022 mM\$). Com esta subida, o crédito ao consumo prosseguiu com o movimento de recuperação pós-crise iniciado em setembro de 2010, tendo o montante "vivo" de crédito ao consumo atingido um máximo desde setembro de 2009. O segmento de **crédito revolving** subiu pelo 3.^o mês consecutivo, mas antes deste ciclo de subidas estava muito perto do registo de abril de 2011, que é um mínimo desde 2004. O grande responsável pela recuperação do crédito ao consumo tem sido o segmento de **crédito não-revolving**, que registou a 17.^a subida dos últimos 18 meses, avançando 10.7% (+3.9% no mês anterior) e atingindo um novo máximo histórico. Este aumento deveu-se em grande medida à continuação da recuperação das vendas de carros, que, naquele mês, cresceram a um ritmo anualizado de 41.8%. Note-se que, já em dezembro, se registou uma descida anualizada de 6.0%, pelo que é provável que este segmento do crédito possa ter registado uma certa correção naquele mês.

Apesar da tendência de recuperação do crédito ao consumo, a inversão de ciclo neste mercado continua mais lenta do que a observada no mercado laboral – principalmente em termos reais –, podendo uma recuperação mais robusta constituir um suporte adicional para o consumo privado, especialmente numa altura em que o ritmo da criação de postos de trabalho ainda é fraco. Mas para tal será necessário que as instituições de crédito tornem menos restritivos os critérios de concessão de crédito. O recente *track record* do setor é até bastante favorável. No passado mês de março, a agência de *rating Moody's* subiu o seu *outlook* para a indústria de cartões de crédito de "negativo" para "estável", referindo a recuperação das emissões de cartões, a qualidade dos ativos e a rentabilidade das operações, num contexto de uma melhoria do ambiente económico. No 3.^oT2011, os pagamentos com cartões de crédito da Visa, o maior operador mundial de cartões, subiram mais rapidamente do que com cartões de débito, pela 1.^a vez desde 2005.

Survey de Crédito

De resto, outros dados demonstram que está a existir uma inversão de ciclo no mercado de crédito. Assim, o último *survey* trimestral da *Fed* sobre o crédito, relativo a outubro, mostrou, que a disponibilidade de crédito está a melhorar. Os bancos continuaram a abrandar os critérios de concessão de crédito. Pelo 8.^o trimestre consecutivo os bancos revelaram a intenção de aumentar o crédito ao consumo, sendo de salientar que, no segmento de cartões de crédito (*revolving*), pela 6.^a vez (consecutiva) desde o 3.^oT2007, os bancos tornaram menos restritivos os critérios de concessão de crédito. No segmento *não-revolving* trata-se, já, do 7.^o trimestre consecutivo de menor aperto. Também do lado da procura os dados se revelaram favoráveis, com os bancos a sinalizarem um aumento da procura pelo 4.^o trimestre consecutivo.



Confiança dos Consumidores

O **indicador de confiança dos consumidores da Universidade de Michigan**, na estimativa preliminar de janeiro, apontou para uma subida de 69.9 para 74.0 pontos, registando o 5º avanço consecutivo e superando as expectativas dos analistas contactados pela *Bloomberg* (consenso: 71.5 pontos). Trata-se de um máximo desde maio e, mais significativo, segundo os cálculos do Montepio, o indicador deixou desde dezembro de sinalizar a contração do consumo, algo que sucedeu entre julho e novembro.

Ambas as componentes apresentaram acréscimos, sendo que no índice que mede a **situação corrente** o aumento voltou a ser inferior, mas atingiu um máximo desde fevereiro de 2011, refletindo a aceleração da atividade económica a partir da 2ª metade de 2011, que até acabou por ser notável comparativamente às expectativas mais funestas que foram sendo avançadas durante o verão. Saliente-se o facto do indicador estar desde novembro acima (ainda que marginalmente) do limiar que historicamente é consistente com acréscimos no **consumo privado**. O indicador de **expectativas** subiu mais, para um máximo desde maio, tendo somente em dezembro ultrapassado o limiar que sinaliza crescimentos do consumo privado.

Apesar das recentes subidas, a confiança (74.0 em janeiro) permanece ainda bastante abaixo da sua média histórica dos últimos 34 anos (85.5 pontos), constituindo um entrave a uma recuperação mais vigorosa do consumo privado, que acelerou para um crescimento de 1.7% no 3ºT2011, e que no 4ºT2011 terá crescido cerca de 2.5%. Os baixos níveis de confiança estão associados à onda de instabilidade que varreu os mercados financeiros desde o início de agosto, após a descida de notação de risco dos EUA e que espoletou a necessidade de se caminhar paulatinamente para uma consolidação orçamental, mas também da contínua irresolução da crise da dívida soberana na Zona Euro, fatores que têm obscurecido o cenário prospetivo para o crescimento económico mundial, em geral, e americano, em particular, dificultando o difícil caminho de recuperação dos 8.8 milhões de empregos perdidos ao longo da Grande Recessão de 2008/09.

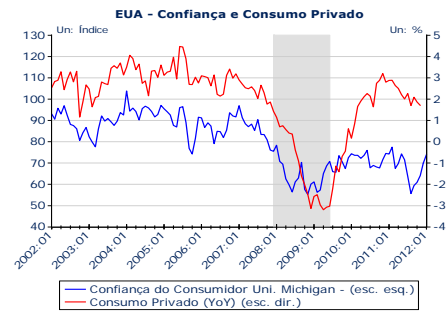
Ainda assim, tem sido observada uma melhoria das condições no mercado de trabalho, patente da redução da taxa de desemprego e na aceleração do emprego, que terá vindo a suportar o sentimento dos consumidores. A sustentar a melhoria da confiança deverá também estar a diminuição das pressões inflacionistas, nomeadamente dos bens que os consumidores mais facilmente avaliam as alterações de preços, como a gasolina, cujos preços, de acordo com a *AAA - Americana Automobile Association*, caíram em dezembro para mínimos desde fevereiro. No entanto, este último fator já não terá sido tão decisivo para a melhoria da confiança em janeiro, na medida em que os preços da gasolina estão a subir no mês, o que poderá explicar o porquê das **expectativas de inflação** terem subido de 3.1% para 3.2%, no horizonte de 12 meses, e de 2.7% para 2.8% no horizonte de 5 anos, corrigindo, respetivamente, de mínimos desde setembro e dezembro de 2010.

O indicador de confiança dos consumidores divulgado pela **IBD/TIPP** subiu em janeiro, 4.7 pontos para 47.5 pontos, continuando a recuperar do mínimo dos 10 anos de história deste indicador, obtido em agosto último (+35.8 pontos), estando já em máximos desde fevereiro de 2011. Este resultado superou as expectativas do mercado (consenso: 45 pontos), permanecendo o indicador abaixo do limiar do otimismo (os 50 pontos), o que tem sido a norma desde setembro de 2009 e apenas pontualmente ultrapassado nos registos de janeiro e fevereiro de 2011. As **expectativas sobre a evolução da economia** observaram a 3ª subida consecutiva e a maior entre as três componentes, tendo neste registo de janeiro ultrapassado a sua média histórica e atingido um máximo desde fevereiro de 2011. As **expectativas sobre as finanças pessoais** também subiram para máximos desde fevereiro, continuando em níveis mais favoráveis e historicamente compatíveis com acréscimos do consumo privado, embora com valores ligeiramente abaixo da média histórica. Verdadeiramente abaixo da sua média histórica está o indicador relativo à avaliação das **políticas públicas** (cerca de 11 pontos), em linha com as sondagens que dão conta de baixos níveis de popularidade da Administração Obama, sendo assim o principal determinante para o fraco registo do índice geral. De facto, se excluirmos esta componente no cálculo do índice constatamos que a confiança já estaria acima da sua média histórica.

O índice da **RBC** também registou uma melhoria, a 3ª consecutiva, continuando a aliviar de mínimos desde julho de 2009, encontrando-se já num máximo desde junho.

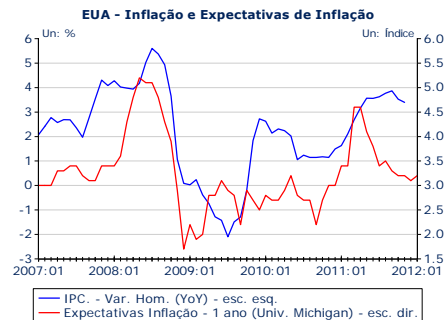
Também o indicador da *Bloomberg*, no 2º registo semanal de janeiro, apresenta uma subida face ao fecho de dezembro, mês em que já havia avançado 5.4 pontos.

Assim, depois de, em dezembro, o nosso **indicador composto para a confiança dos consumidores americanos** – obtido através da média ponderada dos 5 principais indicadores de confiança dos consumidores – ter subido pelo 2º mês consecutivo e atingido máximos desde junho, estes dados apontam para a continuação da recuperação da confiança, embora continuando em níveis historicamente baixos, sinalizando um crescimento do consumo privado de apenas 2.0% no 1ºT2012 (+2.5% no 4ºT2011, de acordo com o **nosso indicador composto para o consumo**).



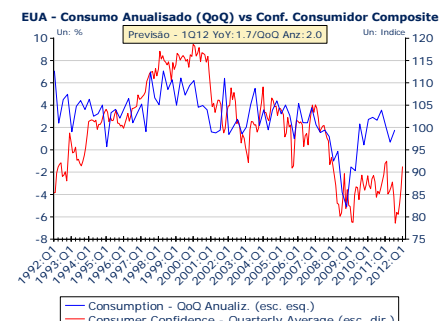
EUA – Conf. Consumidores (Univ. Michigan)

	Valor		Variação	
Michigan	Dez-11	Jan-12	Dez-11	Jan-12
Confiança	69.9	74	5.8	4.1
Situação	79.6	82.6	2	3.0
Expectativas	63.6	68.4	8.2	4.8



EUA - Indicadores de Confiança dos Consumidores

	Valor		Variação	
Ind. Confiança	Dez-11	Jan-12	Dez-11	Jan-12
Conference Board	64.5	-	9.3	-
ABC	-44.8	-44.7	5.4	0.1
IBD	42.8	47.5	2.2	4.7
Michigan	69.9	74.0	5.8	4.1
RBC	40.3	45.8	0.7	5.5



Balança Comercial

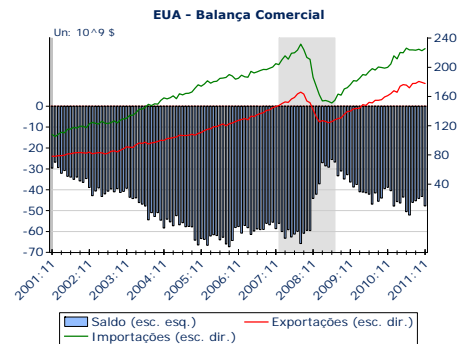
O **défi ce da balança comercial em bens e serviços** subiu mais do que o esperado, de 43.3 para 47.8 mil milhões de dólares (mM\$), em novembro, em resultado de um acréscimo das importações e de uma quebra nas exportações. Trata-se do 1º agravamento do défi ce em 5 meses, depois de no mês anterior se ter observado o défi ce mais reduzido do ano de 2011. O défi ce foi superior à média mensal de 2011, algo que poderá ser o prenúncio de uma inflexão atendendo à recente apreciação do dólar, particularmente face ao euro e ao facto do crescimento da procura interna na Europa dever ser inferior ao dos EUA durante os próximos meses. Nos 4 meses anteriores o défi ce tinha ficado abaixo da média do ano em resultado: *i)* de uma correção face a um ritmo de crescimento das importações excessivamente elevado para um 1º semestre do ano marcado por uma fraca procura interna; *ii)* do recuo dos preços do petróleo desde os máximos da primavera. O **défi ce da balança de bens** subiu 7.9%, mais do que anulando o aumento de 0.9% no **excedente da balança de serviços**, que voltou a aproximar-se dos máximos históricos de agosto.

As **exportações de bens e serviços** desceram 0.9%, representando a 2ª quebra consecutiva, num movimento que parcialmente pode ser entendido no âmbito de uma correção, após três meses a atingir máximos históricos sucessivos. O crescimento médio dos últimos 3 meses estagnou, sendo necessário recuar até junho para observar um registo pior, contrastando com o crescimento dos últimos 12 meses (+0.8). Trata-se de um movimento que já tínhamos antecipado, não só no quadro de uma menor robustez da procura externa, como também pelo facto da recuperação do dólar ter passado a ser um obstáculo. Efetivamente, a evolução do dólar desde o final de 2010 tinha vindo a ajudar a competitividade dos bens "made in USA", com o índice de taxa de câmbio efetiva nominal "alargado", calculado pela Reserva Federal, a mostrar perdas do valor externo do dólar de 6.4% até final de agosto. O final do verão trouxe a inversão da tendência de depreciação do dólar, com este a apreciar-se 4.6% em apenas dois meses. A queda das exportações foi relativamente generalizada entre os diversos produtos, com exceção dos **bens de consumo (excluindo automóveis)**. Entre as descidas, o maior contributo negativo foi dado pelos **bens alimentares**, seguido dos **automóveis**, dos **outros bens**, dos **bens de investimento** e dos **bens para fornecimentos industriais**.

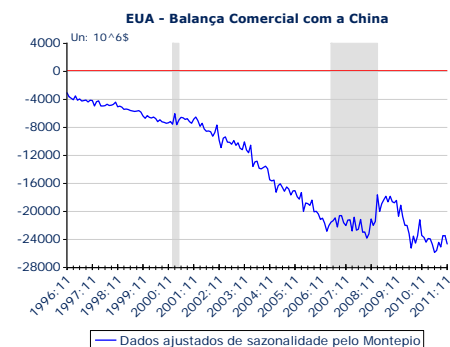
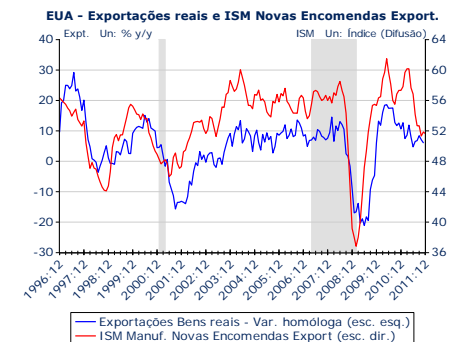
Quanto às **importações de bens e serviços**, estas subiram 1.3%, mas permaneceram no corredor apertado que tem marcado a evolução desta variável desde o registo de maio, o 3º mais elevado da história e apenas superado pelas leituras de junho a agosto de 2008, sugerindo que as importações já concluíram o processo de rápida recuperação, iniciado na primavera de 2009, o qual resultou num incremento de mais de 50% do montante importado. Cerca de 60% da subida de novembro resultou do aumento de 6.5% das importações de petróleo, refletindo, em parte, a própria subida do preço médio por barril, mas também um acréscimo do nº de barris importados. Também as importações dos demais **bens para fornecimentos industriais** subiram, mas menos, algo que também sucedeu com as importações de **automóveis**, de **outros bens** e de **bens de investimento**. Refira-se que este aumento dos bens de investimento é o 2º consecutivo, atingindo um novo máximo histórico, crescendo 8.7% face a igual período de 2010 e continuando a revelar, também aqui, a importância que o investimento empresarial em equipamentos tem tido durante o processo da recuperação da economia nos pós Grande Recessão, permitindo, ademais, compensar os dados já anteriormente conhecidos para as entregas de bens de investimento ao nível do mercado doméstico.

Apesar do alargamento do défi ce comercial em novembro, as indicações continuam a apontar para um novo contributo positivo das exportações líquidas, mas provavelmente apenas ¼ do registado no 3ºT2011.

O défi ce **bilateral** com o Japão manteve-se praticamente inalterado, após 3 agravamentos nos anteriores 4 meses, aproximando-se dos máximos desde abril de 2008, observados em agosto. Com a União Europeia o défi ce subiu 21.8% (+25.4% no mês anterior), variações que refletem, em grande medida, a sazonalidade, mas de acordo com os nossos dados ajustados de sazonalidade observa-se também um aumento do défi ce. Já o politicamente sensível e altamente volátil défi ce com a China caiu 4.3%, depois de em agosto ter atingido um máximo histórico (dados não ajustados de sazonalidade). Ainda recentemente Barack Obama renovou a pressão sobre a China, considerando demasiado lenta a valorização do *yuan*. Por seu lado, a China considera que o aumento dos custos domésticos e um abrandamento na procura externa estão a exercer uma grave pressão nas suas exportações, um sinal de que os responsáveis chineses não deverão permitir rápidas apreciações na sua moeda.



Un: 10^9 \$	EUA - Balança Comercial							
	Valor		Var. Mensal		Var. Homól.		Var. Trimestral	
	Out	Nov	Out	Nov	Out	Nov	3ºT11	4ºT11
Balança	-43.3	-47.8	-2.0	10.4	9.7	22.9	-26.1	2.8
<i>MM3m</i>	-44.3	-45.1	-2.1	1.8	2.9	10.5	5.2	-22.1
Exportações	179.4	177.8	-0.7	-0.9	12.5	10.3	10.0	-0.5
Petróleo	5.1	5.0	-49.2	-1.5	-23.1	-29.7	40.1	-93.6
Importações	222.6	225.6	-1.0	1.3	11.9	12.7	1.2	0.2
Petróleo	26.9	28.6	-5.7	6.5	44.7	39.9	-2.9	-1.2
Bens Invest.	43.7	43.8	2.9	0.3	11.4	8.7	1.6	9.0
Balança Serviços	15.3	15.4	-0.3	0.9	18.6	13.0	17.4	-0.7
Balança Bens	-58.6	-63.2	-1.6	7.9	11.9	20.3	-17.3	1.9
China (nsa)	-28.1	-26.9	0.0	-4.3	10.0	4.8	73.0	-7.2
UE (nsa)	-8.0	-9.7	25.4	21.8	12.1	37.5	-25.9	45.1
Japão (nsa)	-6.2	-6.2	19.5	0.1	9.4	7.1	678.8	38.6
Balança Bens Real	-44.0	-47.5	-4.0	7.8	-4.3	2.4	-9.6	-2.0



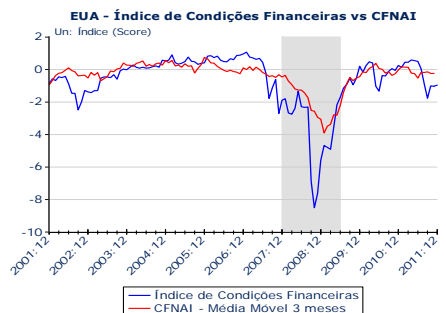
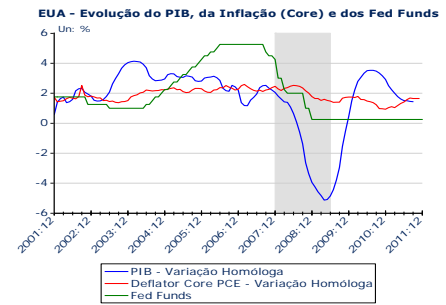
Beige Book

O **Beige Book da Reserva Federal (Fed)**, que traça uma caracterização qualitativa da atividade nos 12 distritos da Fed, revelou que a atividade econômica expandiu-se a um ritmo de modesto a moderado durante o período compreendido entre final de novembro e final de dezembro. Este relatório sugere uma melhoria nas condições econômicas nos últimos meses, com a maioria dos Distritos a destacar condições mais favoráveis do que as identificadas em relatórios desde o final da primavera até início do outono.

O **consumo privado** subiu na maioria dos Distritos, refletindo aumentos significativos das vendas no período das festas e com o setor das **viagens** e do **turismo** a expandirem em muitas regiões. Também as **vendas de automóveis** continuaram a aumentar e os serviços não-financeiros viram a procura fortalecer. Em termos sectoriais, a **indústria transformadora** e os **transportes** registaram, em média, subidas. Todavia, na indústria transformadora o ritmo de crescimento abrandou para alguns subsectores, como o de produtos tecnológicos. Na **agricultura** e na **indústria extrativa** as condições apresentaram-se robustas. Já as **atividades imobiliárias** ao nível do segmento **residencial** permaneceram pouco dinâmicas, enquanto as condições para o imobiliário **comercial** continuaram fracas, mas com alguns sinais de melhorias em diversos distritos. As instituições financeiras reportaram alguma subida na procura de **empréstimos**, em paralelo com certas melhorias na qualidade do crédito.

As pressões ascendentes sobre os **preços** e os próprios aumentos dos preços mantiveram-se bastante limitados para a maioria das categorias de bens e serviços de consumo final, na medida em que os próprios efeitos dos anteriores aumentos dos custos dos **inputs** também se esbateram.

No **mercado de trabalho**, a combinação entre uma evolução ainda limitada das contratações na maior parte dos setores em simultâneo com um elevado número de indivíduos em busca de emprego continua a pressionar o aumento dos salários. Em algumas regiões destacaram-se limitações significativas na oferta de mão de obra altamente especializada, com reflexo nas remunerações desses funcionários, nomeadamente na energia e a tecnologia.



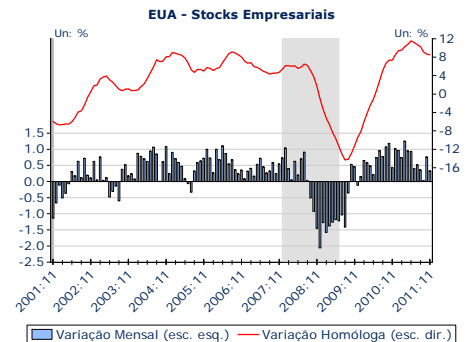
Investimento Empresarial em Stocks

O volume de **vendas no comércio e indústria** aumentou 0.3% em novembro, representando a 6ª subida consecutiva (+0.6% no mês anterior) e voltando a bater máximos históricos. Esta evolução refletiu um comportamento ascendente na maioria dos setores, com exceção da **indústria**, que estagnou. As vendas no **comércio por grosso** subiram 0.6% e no **comércio a retalho** avançaram 0.4%. Refira-se que as vendas no comércio por grosso e a retalho renovaram novos máximos destas séries iniciadas em 1992, enquanto o volume de vendas na indústria permaneceu em máximos desde agosto de 2008.

As **existências no comércio e indústria (business inventories)** subiram 0.3%, depois de terem avançado 0.8% no mês anterior, prosseguindo com a tendência ascendente que vêm descrevendo desde o início do outono de 2009 e tendo pelo 2º mês consecutivo batido os anteriores máximos históricos de agosto de 2008. Tratou-se de uma subida ligeiramente inferior ao esperado pelas expectativas de consenso (+0.4%), as quais poderiam ainda não ter refletido os dados que já tinham sido conhecidos na 3ª feira para os **stocks** dos grossistas, cujo abrandamento deverá ter refletido sobretudo uma certa correção, na medida em que o crescimento médio dos últimos três meses até acelerou marginalmente e a performance das vendas continua a revelar-se consistente com progressivas subidas nos **stocks**. Os **stocks dos retalhistas**, os únicos que ainda não eram conhecidos, subiram 0.3%, acelerando o crescimento (+0.2% em outubro).

Em termos médios, no 4ºT2011, as **existências no comércio e indústria** apresentam um acréscimo superior ao observado no 3ºT2011, particularmente em termos reais, sugerindo um contributo positivo da variação de existências para o crescimento do PIB do 4ºT2011. Recorde-se que o contributo da **variação de existências** foi de -1.35 p.p. no 3ºT2011, o 2º contributo negativo consecutivo (-0.28 p.p. no 2ºT2011), algo que acaba por até ser um aspeto positivo para os trimestres seguintes, na medida em que, mantendo-se o ímpeto de crescimento do consumo e do investimento em capital fixo, certamente que os empresários irão querer retomar o anterior ritmo de acumulação de existências, suportando a produção e o emprego.

A dinâmica entre as vendas e as existências resultou na manutenção do **rácio entre os stocks e as vendas**, em 1.270 meses, permanecendo em níveis historicamente baixos para esta série, cuja média é de 1.48 meses e cujo pico recente ocorreu no inverno de 2008/09 (cerca de 1.47 meses). Teoricamente, quanto mais baixos forem os níveis deste rácio, maior será o seu efeito positivo na **produção industrial**, via movimento de reposição de existências. No entanto, é de realçar que este indicador apresenta uma tendência histórica de descida, na medida em que vão sendo otimizados os modelos de gestão, designadamente modelos como o "just in time". Admite-se que a manutenção do crescimento do **consumo privado** em valores pelo menos na ordem dos 2% (para o 4ºT2011 estimamos um crescimento de 2.5%, em termos anualizados) favoreça a manutenção de um ritmo considerável de crescimento dos **stocks** e, conseqüentemente, da produção.



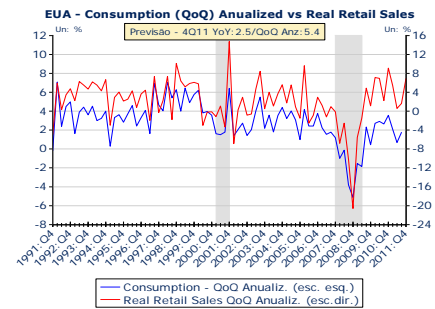
EUA - Vendas e Stocks				
Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out	Nov	Out	Nov
Vendas	0.6	0.3	10.8	9.6
Retalho	0.6	0.4	7.6	7.0
Grossistas	0.8	0.6	13.0	11.3
Industriais	0.5	0.0	11.5	10.2
Stocks	0.8	0.3	8.7	8.5
Retalho	0.2	0.3	3.6	3.9
Grossistas	1.2	0.1	10.4	10.5
Industriais	0.9	0.5	11.5	10.9

Vendas a Retalho

Em dezembro as **vendas a retalho** (nominais) subiram 0.1%, menos do que o esperado (consenso: +0.3%), mas importa ter em mente que os crescimentos dos dois meses anteriores foram revistos em alta: em outubro de 0.6% para 0.7% e em novembro de 0.2% para 0.4%. Assim, apesar do avanço de dezembro ser o mais baixo da atual sequência de 7 meses de subidas, o crescimento médio dos últimos 3 meses manteve-se ainda nuns decentes 0.4%, embora apenas metade do registo do trimestre terminado em novembro. Com mais esta subida, as vendas a retalho bateram novos níveis máximos históricos, refletindo a tendência de crescimento dos últimos meses. As **vendas de carros** subiram 1.5%, depois de terem avançado 0.9% no mês anterior e atingindo o nível mais elevado desde março de 2008, continuando a refletir o restabelecimento progressivo dos fornecimentos de veículos e peças provenientes do Japão e, agora, sobretudo, as melhorias ao nível do mercado de trabalho. Ao contrário dos últimos dois meses, o crescimento do valor das vendas foi superior ao **nº de veículos vendidos**, que inclusivamente caíram (-0.5%). As **vendas nas estações de serviço** desceram 1.6% (+0.9% no mês anterior e -0.3% em outubro), fazendo mais uma pausa na tendência ascendente que se vem observando desde meados de 2010, resultando de quebras nos preços da gasolina, de acordo com os dados não oficiais de associações do setor. As vendas de **materiais de construção** subiram 1.6%, suportadas por temperaturas mais amenas para a época.

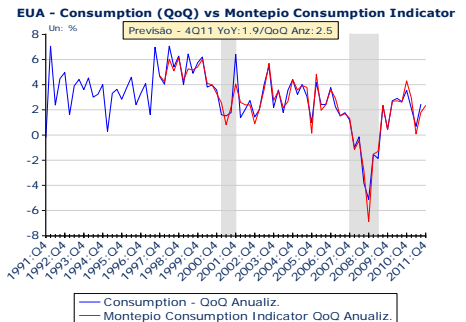
À semelhança do índice geral, as componentes *core* também surpreenderam pela negativa, embora também aqui possam estar a refletir correções face aos fortes crescimentos anteriormente observados, ademais que do ponto de vista fundamental as condições são agora mais favoráveis para o consumo, como demonstram os dados da confiança dos consumidores, dos preços e do mercado de trabalho. Assim, as **vendas excluindo automóveis e gasolina** e as **vendas excluindo automóveis, gasolina e materiais de construção** (aquelas que são usadas diretamente no cálculo do consumo privado, uma vez que as outras componentes são provenientes de outras fontes) observaram, respetivamente, uma estagnação e uma descida de 0.2%, depois de no mês anterior terem atingido níveis máximos históricos. A única ressalva é que o crescimento da segunda no mês de novembro foi revisto em alta de 0.2% para 0.3%.

Em termos trimestrais, no **4ºT2011**, as vendas a retalho exibiram um crescimento trimestral anualizado de 7.9% face ao trimestre anterior (+6.9% apenas com os anteriores dados de novembro), o mais elevado crescimento desde o 1ºT2011 (+4.7% no 3ºT2011), sugerindo um contributo positivo para o crescimento do consumo privado, pelo 11º trimestre consecutivo. Em termos reais (utilizando como deflatores o IPC), observa-se uma aceleração bem superior, o que significa que o consumo privado terá conseguido também acelerar, dos 1.7% do 3ºT2011 para os 2.5%, estimativa que mantemos. Relembre-se que continuamos a considerar que uma consistente aceleração da economia americana deveria ter o *click* na aceleração do consumo, suportando os aumentos de produção, de emprego e rendimento e novamente do consumo. No 4ºT2011 o consumo privado fez o seu papel, mas também consideramos que esse ritmo de crescimento do consumo não poderá ser sustentado caso os rendimentos não acelerem também, atendendo à recente redução da taxa de poupança para níveis inferiores à sua média de 20 anos. Assim sendo é fundamental que o ritmo de crescimento de postos de trabalho nos EUA se mantenha pelo menos na vizinhança dos 200 mil empregos e que não haja qualquer recrudescimento das pressões inflacionistas associadas às subidas dos preços das *commodities*.



EUA - Vendas a Retalho

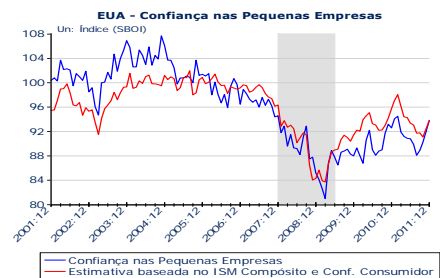
Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Nov	Dez	Nov	Dez
Total	0.4	0.1	7.0	6.5
mm3m	0.8	0.4	7.6	7.0
Excl. Automóveis	0.3	-0.2	6.8	6.0
Automóveis	0.9	1.5	8.3	8.8
Estações Serviço	0.9	-1.6	14.6	8.9
Excl. Autom. e Gasolina	0.2	0.0	5.6	5.5
Excl. Autom. e Gas. e Mat	0.3	-0.2	5.6	5.4



Confiança Pequenas Empresas

A **confiança nas pequenas empresas** subiu 1.8 pontos em dezembro, para 93.8 pontos, observando o 4º acréscimo consecutivo, continuando a recuperar de mínimos desde julho de 2010 e encontrando-se já em máximos desde fevereiro de 2011. Este resultado saiu exatamente em linha com as expectativas de consenso e realça a recente diminuição dos riscos descendentes para a atividade económica americana, não obstante a situação económica internacional adversa. Refira-se que desde novembro o indicador encontra-se em níveis que sinalizam uma expansão da economia americana. Ainda assim, considerando a média dos registos de outubro a dezembro, o índice apenas sugere uma expansão do PIB de 1.2% (anualizados) no 4ºT2011, segundo os cálculos do Montepio. No entanto, este indicador deve ser entendido com alguma moderação, pois este sinalizou uma contração da atividade no 3ºT2011, bem como nos dois trimestres do atual ciclo em que o PIB mais cresceu. Esta discrepância pode ser explicada, pelo menos parcialmente, pelo facto de as pequenas empresas viverem essencialmente da procura interna, a qual tem apresentado pouco fulgor em face do elevado desemprego e de condições de crédito genericamente restritivas. Por oposição, são as empresas de maior dimensão que mais intensamente têm beneficiado da recuperação da procura externa, o que explica o facto do **ISM Composite - production** (mais representativo das grandes empresas) sinalizar uma expansão superior (+2.0%), embora a um ritmo modesto. Apesar do fraco crescimento subjacente da economia, o *carry-over* favorável observado em diversas variáveis e o facto da economia continuar ainda a recuperar dos efeitos temporários, leva-nos a reiterar um cenário de crescimento para o 4ºT2011 na ordem dos 2.5%.

Em termos de componentes, o número de subidas (7) suplantou claramente o de descidas (2), tendo-se também observado uma manutenção. Pelo 4º mês consecutivo, os maiores acréscimos ocorreram nos indicadores referentes às **expectativas de vendas** e **expectativas sobre a evolução da economia**, embora com este último ainda a ser o 3º indicador mais negativo de todo o índice composto. Refira-se que neste mês os indicadores relativos ao mercado de trabalho, **intencões de contratação** e **vagas por preencher**, revelaram ligeiras correções, depois de no mês anterior ambas as variáveis terem atingido máximos desde setembro de 2008, data que marcou a intensificação da Grande Recessão, na sequência da falência da *Lehman Brothers*. Neste sentido, ambas as variáveis revelam indicações menos favoráveis que o relatório da *ADP*, que apontou para uma aceleração do emprego nas pequenas empresas no mês de dezembro. O índice de **tendência de resultados** subiu uns robustos 6 pontos, atingindo o valor mais elevado desde dezembro de 2007 (o início da última recessão), mas permanecendo como a componente mais negativa do índice, continuando a deixar entender que os maiores problemas das pequenas empresas se prendem com o fraco volume de vendas, num contexto de elevada incerteza.



EUA - Confiança das Pequenas Empresas

	Valor		Variação	
	Nov-11	Dez-11	Nov-11	Dez-11
Small Business Confidence	92	93.8	1.8	1.8
Plans to Increase Employment	7	6	4	-1
Plans to Make Capital Outlays	24	24	3	0
Plans to Increase Inventories	0	2	0	2
Expect Economy to Improve	-12	-8	4	4
Expect Real Sales Higher	4	9	8	5
Current Inventory	-1	0	-1	1
Current Job Openings	16	15	2	-1
Expected Credit Conditions	-10	-9	1	1
Now a Good Time to Expand	8	10	1	2
Earnings Trends	-28	-22	-2	6
Prices	0	0	1	0

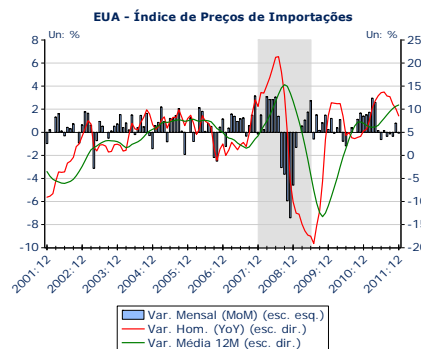
Preços

O **índice de preços de importações** caiu em dezembro 0.1%, em linha com o esperado, representando a 4ª queda em 5 meses (+0.8% em novembro), recuos estes que refletem a evolução dos preços das *commodities* nos mercados internacionais. Observou-se uma redução de 0.4% nos preços dos **produtos alimentares**, a 5ª em 8 meses, e o preço do **petróleo importado** também desceu 0.4%, após ter subido 3.8% no mês anterior, tendo os **preços excluindo o petróleo** permanecido inalterados, após dois meses de quebras em que inverteram a tendência ascendente que se vinha observando há mais de um ano. Com esta descida mensal, os preços do petróleo importado observaram o 5º abrandamento homólogo dos últimos 6 meses (de +35.0% para +27.4%), mas continuando a evidenciar ritmos de crescimento bastante elevados e bem superiores ao do índice geral (que também desacelerou, embora menos, de +10.1% para +8.5%), pelo que estes dados continuam a revelar que as pressões inflacionistas resultam, sobretudo, dos preços das *commodities*. Também a variação homóloga dos **preços excluindo petróleo** abrandou (de +3.7% para +3.3%), continuando a ser substancialmente menor do que a dos preços do petróleo, afastando-se dos 5.5% observados em agosto, um máximo desde setembro de 2008.

Nos restantes produtos, observaram-se comportamentos mistos, mas mantendo-se a tendência dos maiores crescimentos homólogos serem observados nos segmentos mais baseados em *commodities*: **alimentação e bebidas** (+6.3%), continuando a aliviar do máximo histórico do indicador atingido cinco meses antes, e **materiais para a indústria** (+18.6%), igualmente em desaceleração. Já os **bens de investimento** registaram um crescimento de apenas 0.9% (+0.8% em novembro), o 3º registo mais baixo desde fevereiro, tendo os **bens de consumo excluindo automóveis** registado uma aceleração de 3.1% para 3.2%, sendo que, nos **automóveis**, o crescimento homólogo também acelerou, de 3.4% para 3.7%.

As recentes quedas nos preços das importações são boas notícias para o controlo das pressões inflacionistas na economia americana, já que a inflação tem tido uma origem iminentemente externa, porquanto o elevado desemprego tem permitido uma contenção dos custos por via da moderação salarial, sendo que o recente contexto de apreciação do dólar também contribui para diminuir a “inflação importada”.

Por seu lado, os **preços das exportações** caíram 0.5%, anulando a subida de 0.1% do mês anterior e depois de em outubro já terem descido 2.0%, a maior quebra desde dezembro de 2008. Note-se, no entanto, que nos últimos 17 meses apenas se tinha observado uma outra descida (em julho). A variação homóloga dos preços das exportações passou de 4.8% para 3.6%, continuando a aliviar dos máximos desde julho de 2008, observados no passado mês de junho, e encontrando-se já em mínimos desde fevereiro de 2010.



EUA – Índice de Preços das Importações

	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Nov	Dez	Nov	Dez
IP Importações	0.8	-0.1	10.1	8.5
Petróleo	3.8	-0.4	35.0	27.4
Exc. Petróleo	-0.2	0.0	3.7	3.3
Aliment. & Beb.	0.0	-0.4	8.1	6.3
Materiais p/ Ind.	1.9	-0.4	23.5	18.6
Bens Investi	0.0	0.2	0.8	0.9
Automóveis	0.1	0.1	3.4	3.7
Bens Cons exc. Auto	0.0	0.2	3.1	3.2
IP Exportações	0.1	-0.5	4.8	3.6

Saldo Orçamental

O **défi ce de execução orçamental** ascendeu a 86.0 mil milhões de dólares (mM\$), em dezembro, o que representa um agravamento de 10.0% face ao valor do mês homólogo de 2010, que em parte pode ser atribuído a algumas alterações no calendário dos pagamentos, como os pagamentos de reformas de militares, que seriam pagos no dia 1 de janeiro e que foram antecipados por ser um domingo. Este agravamento do **défi ce**, um pouco mais intenso do que o esperado pelo mercado (consenso: -83.7 mM\$) e pelo próprio *Congressional Budget Office (CBO)*, resultou simultaneamente da subida da despesa, que apresentou um acréscimo homólogo de 3.5% (-3.2% no mês anterior), em grade medida porque os pagamentos líquidos à *Fannie Mae* e *Freddie Mac* subiram em 11 mM\$. Já as **receitas** subiram 1.3% (+2.3% no mês anterior).

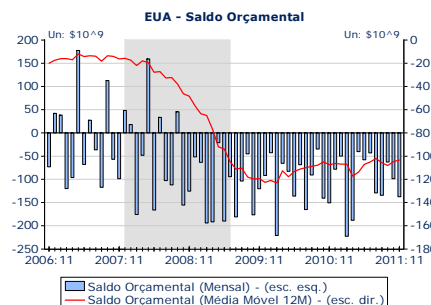
No **ano fiscal de 2011**, a **despesa** subiu 4.2% e as **receitas** 6.5%, lideradas pelo incremento de 21.5% da coleta do imposto sobre o rendimento dos particulares. O **défi ce orçamental** no ano fiscal de 2011 atingiu os 1 299 mM\$, o 2º maior da história, superior aos 1 294 mM\$ do ano passado e inferior aos 1 416 de 2009. De acordo com os dados do Departamento do Tesouro, este **défi ce** de 2011 corresponde a cerca de 8.7% do PIB, abaixo dos 9%, em 2010, e dos 10%, em 2009, o maior desde 1945, segundo o *CBO*. De acordo com o *CBO*, as **receitas** subiram para 15.4% do PIB, abaixo da média de 18% dos últimos 40 anos. Já as despesas corresponderam a 24.1% do PIB, superior à média de 40 anos de 20.1%.

O mês de dezembro é o 3º mês do atual ano fiscal e, em termos acumulados, o **défi ce** caiu 12.8% face a igual período do ano anterior, estando a despesa a descer 2.6% e receita a subir 4.4%, demonstrando, de facto, que os efeitos da recuperação económica se fazem sentir, com os impostos sobre o rendimento individual a aumentarem 5.6%, para 270.4 mM\$, enquanto os impostos sobre as empresas subiram 55% para 55.6 mM\$.

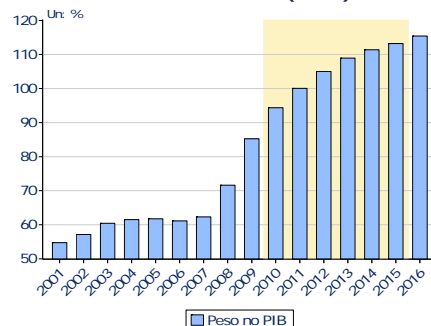
O funcionamento dos estabilizadores automáticos ajudarão na redução do **défi ce**, mas algo mais terá que ser feito para alterar a atual trajetória insustentável das contas públicas americanas – o FMI prevê que, sem alteração de políticas, ao longo de todo o horizonte de previsão (até 2016), o rácio da Dívida Pública/PIB continue a subir –, a qual esteve na génese do corte de *rating* da dívida americana, durante o verão, por parte da agência *Standard & Poor's* (de AAA para AA+).

Neste contexto, um comité de 12 membros especiais do Congresso foi mandatado para encontrar 1.5 biliões de dólares em poupanças ao longo da próxima década, no âmbito do acordo, obtido em agosto, entre Democratas e Republicanos relativamente ao teto da dívida. Todavia, o comité não conseguiu obter um acordo dentro das datas programadas. Recorde-se que a ausência de um acordo a breve trecho poderá desencadear cortes automáticos em várias áreas: defesa, educação, transportes e ambiente.

Entretanto, o Presidente Barack Obama comunicou formalmente ao Congresso que o Governo precisa de aumentar o limite de endividamento dos EUA em mais 1.2 biliões (*trillion*) de dólares.



EUA – Dívida Pública (% PIB)

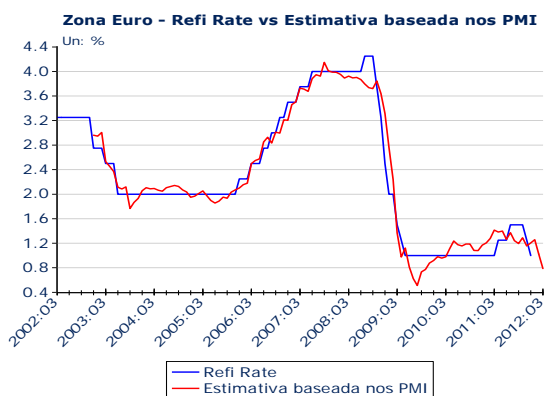


Fonte: FMI (*World Economic Outlook* – 2011 Sep).

Zona Euro – BCE mostra-se igual a si próprio, não abrindo a porta a novos estímulos...

Na Zona Euro, a semana passada ficou essencialmente marcada pela **reunião de política monetária do BCE**, com a autoridade monetária a mostrar-se igual a si própria, não querendo acompanhar os seus congéneres dos EUA, do Japão e do Reino Unido com novos estímulos monetários.

Com efeito, na reunião da passada quinta-feira, como esperado, o **BCE** decidiu manter inalterada em 1.00% a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento da Zona Euro, a *refi rate*, depois de a ter descido nas duas últimas reuniões mensais de 2011, em 0.25 p.p. cada, revertendo em apenas dois meses as subidas que havia efetuado nos passados meses de julho e abril e voltando a colocar esta taxa em níveis mínimos históricos. Em termos prospetivos e ao nível das medidas de carácter convencional, consideramos que a autoridade monetária irá manter a *refi rate* no atual mínimo histórico durante os próximos meses, que continua a ser o nível relativamente sugerido pelos indicadores de confiança empresarial de referência para a região (índices *PMI*), não obstante ter-se noção que se tratam de índices qualitativos que, designadamente num período de incerteza acrescida e de clara falta de confiança dos empresários, tenderão a subestimar as indicações para a evolução da atividade económica.



Do nosso ponto de vista, só um manifesto agravamento das perspetivas de crescimento para região poderá levar o BCE a descer as taxas abaixo do atual nível. Isto não impede de considerarmos que depois do anémico crescimento no **3ºT2011**, cuja **estimativa final do PIB** veio rever ligeiramente em baixa (de +0.2% para +0.1%), no **4ºT2011**, o PIB terá regressado às contrações, apresentando uma quebra de 0.2% de acordo com as indicações dadas pelo nosso **indicador compósito para a Zona Euro**.

Em todo o caso, os dados conhecidos na passada semana até se revelaram favoráveis face às expectativas. A **produção industrial** caiu pelo 3º mês consecutivo em novembro, de forma ligeira (-0.1%), embora sobre dados revistos em baixa, levando a atividade no setor a passar,

em apenas três meses, de um nível máximo desde outubro de 2008 para um mínimo desde outubro de 2010. Em termos trimestrais, a produção industrial deverá ter registado no **4ºT2011** a 1ª queda em 10 trimestres, refletindo essencialmente o *carry-over* desfavorável que trazia do trimestre anterior, contribuindo decisivamente para a quebra da atividade económica no final de 2011.

Já do lado da procura, os dados revelaram-se inequivocamente favoráveis, na medida em que o **saldo comercial** evidenciou uma melhoria mais intensa do que a esperada pelo mercado, atingindo um máximo desde julho de 2004. Igualmente positivo foi o facto desta melhoria do excedente comercial da Zona Euro estar associada a subidas das **exportações** e das **importações**, com as primeiras a serem suportadas pela depreciação do euro e a atingirem máximos históricos, mas com as segundas a conseguirem apenas recuperar uma pequena parte da queda dos dois meses anteriores, numa demonstração da fraqueza da procura interna da Zona Euro no final do ano passado. Estes dados encontram-se a sugerir um contributo positivo da procura externa líquida para o crescimento do PIB do **4ºT2011**, permitindo compensar as referidas fraquezas internas.

Foi perante dados como estes, mas também certamente tendo em mente a recente recuperação dos indicadores *PMI* da indústria e dos serviços (embora para valores ainda compatíveis com quebras na atividade) que o Presidente do BCE, referiu, durante a conferência de imprensa, que se começaram a vislumbrar alguns sinais de estabilização da atividade na Zona Euro, facto que tende a reforçar a posição da autoridade em não avançar como novos estímulos. Além disso, a autoridade monetária considera que as medidas de cedência de liquidez adotadas têm permitido manter as taxas de juro *overnight* confortavelmente abaixo da *refi rate*, o que na prática seria equivalente a que a *refi rate* já estivesse num nível inferior (recorde-se que antes de Grande Recessão, as taxas de juro *overnight* eram normalmente superiores à *refi rate*). Não foram anunciadas quaisquer **medidas adicionais não-convencionais de política monetária**, depois de na anterior reunião, e numa tentativa de responder aos sinais de deterioração das condições financeiras na região, o BCE ter anunciado um reforço das medidas de apoio ao setor bancário europeu, como forma de aliviar pressões de liquidez e procurando garantir que o sistema financeiro conceda crédito à economia durante 2012, entre as quais a inédita cedência de liquidez a linhas de 3 anos, objetivos que o BCE considera que já estão a começar a ser cumpridos.

Por último, ao nível da crise da dívida soberana e, em concreto, aos rumores que anteriormente já se haviam levantado sobre a possibilidade de o BCE poder intervir de forma mais ativa no apoio aos países em dificuldades, a autoridade voltou a demarcar-se, reforçando não ser esse o seu mandato e que se deverá manter focalizada em assegurar da estabilidade de preços e o correto funcionamento da política monetária na região.

O destaque da semana passada... na Zona Euro

Política Monetária

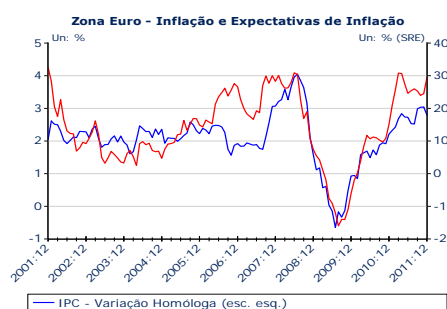
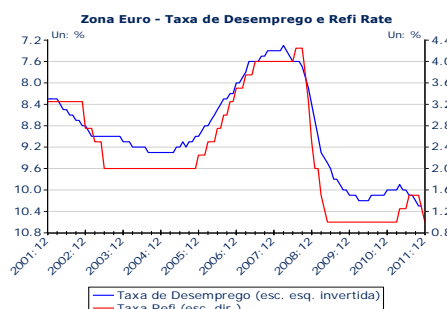
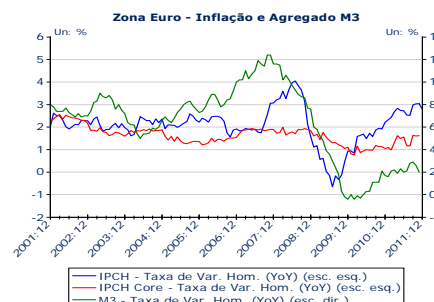
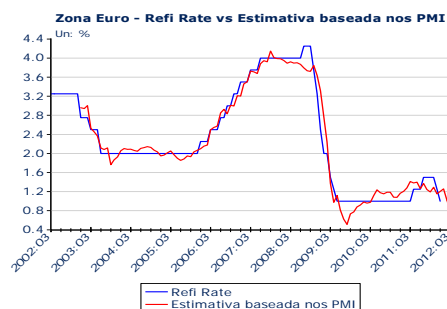
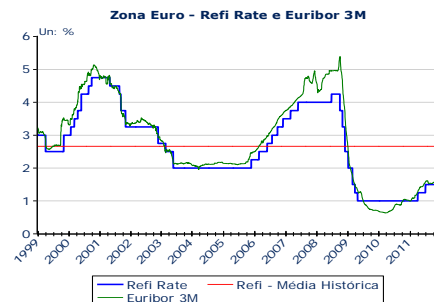
Como esperado, na reunião de política monetária de 12 de janeiro o Conselho de Governadores do BCE decidiu manter inalterada em 1.00% a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento da Zona Euro, a *refi rate*, depois de a ter descido nas duas últimas reuniões mensais de 2011, em 0.25 p.p. cada, revertendo em apenas dois meses as subidas que havia efetuado nos passados meses de julho e abril e voltando a colocar esta taxa em níveis mínimos históricos. Na conferência de imprensa que se seguiu ao anúncio da decisão, o Presidente do BCE, Mario Draghi, evitou naturalmente pronunciar-se sobre se este seria ou não o nível mínimo a que colocaria a *refi rate* no atual ciclo, mas referindo que a decisão de manter inalteradas as taxas de juro, bem como toda a discussão de suporte à decisão fora unânime, voltando a não dar indicações de que a autoridade se prepare para efetuar novas descidas.

De resto, em termos prospetivos e ao nível das medidas de caráter convencional, consideramos que a autoridade monetária irá manter a *refi rate* no atual nível mínimo histórico durante os próximos meses, que continua a ser o nível relativamente sugerido pelos indicadores de confiança empresarial de referência para a região (índices *PMI*), não obstante ter-se noção que se tratam de índices qualitativos que, designadamente num período de incerteza acrescida e de clara falta de confiança dos empresários, tenderão a subestimar as indicações para a evolução da atividade económica. Acresce que as medidas de cedência de liquidez adotadas pela autoridade têm permitido manter as taxas de juro *overnight* confortavelmente abaixo da *refi rate*, o que na prática seria equivalente a que a *refi rate* já estivesse num nível inferior (recorde-se que antes de Grande Recessão, as taxas de juro *overnight* eram normalmente superiores à *refi rate*). Do nosso ponto de vista, só um manifesto agravamento das perspetivas de crescimento para região – atualmente, continuamos a esperar o retomar da recuperação na Zona Euro no 2º trimestre deste ano – poderá levar o BCE a descer as taxas abaixo do atual nível.

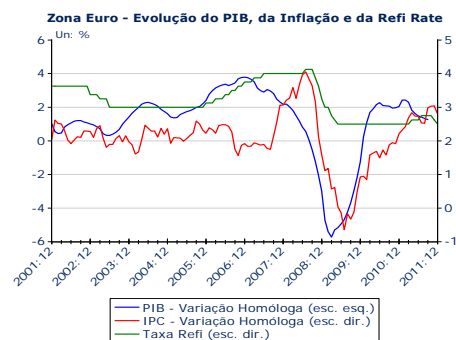
Não foram anunciadas quaisquer medidas adicionais de política monetária não-convencional, depois de na última reunião de 2011, e numa tentativa de responder aos sinais de deterioração das condições financeiras na região, o BCE ter anunciado um reforço das medidas de apoio ao setor bancário europeu, como forma de aliviar pressões de liquidez e procurando garantir que o sistema financeiro conceda crédito à economia durante 2012, um ano em que os bancos enfrentarão pressões acrescidas. Entre as medidas então anunciadas estiveram a inédita cedência de liquidez a linhas de 3 anos, o baixar das exigências em termos de colaterais aceites nas operações de cedência de liquidez e a redução do valor que os bancos têm de ter depositado no BCE ou em reserva de liquidez nos seus balanços (rácio de reservas), de 2% para 1%. A este nível, Mario Draghi congratulou-se com os resultados da primeira das duas operações de cedência extraordinária de liquidez (*LTRO*) a 3 anos anunciadas, que decorreu em dezembro, que considera ter permitido melhorar a situação financeira dos bancos, contribuindo nesse sentido para o reforço das condições de financiamento e de confiança na economia. O BCE referiu ainda que está a trabalhar ativamente na implementação de todas as medidas anunciadas na anterior reunião, reforçando, uma vez mais, que todas estas medidas não-convencionais de política monetária são, por definição, de natureza temporária.

Ao nível da crise da dívida soberana e, em concreto, quanto aos rumores que anteriormente já se haviam levantado sobre a possibilidade de o BCE poder intervir de forma mais ativa no apoio aos países em dificuldades, a autoridade voltou a demarcar-se, reforçando não ser esse o seu mandato, com o Presidente Mario Draghi a reafirmar que o BCE se deverá manter focalizado em assegurar a estabilidade de preços na Zona Euro e o correto funcionamento da política monetária. Neste sentido, voltou a apelar para que os Estados intensifiquem os esforços no sentido da resolução da crise da dívida, tendo nomeadamente sugerido o quão benéfico seria o tratado intergovernamental de consolidação orçamental acordado entre os países da Zona Euro, na última cimeira europeia de 8 e 9 de dezembro, poder vir a ser assinado ainda até final deste mês, em oposição à data prevista para março.

Em termos da avaliação da atividade económica na região, o Presidente do BCE referiu que, depois do acréscimo trimestral do PIB da Zona Euro de 0.1%, no 3ºT2011, em ligeiro abrandamento face ao acréscimo de 0.2% no trimestre precedente, os últimos dados conhecidos encontram-se a sugerir uma maior fraqueza da atividade da região, indo assim de encontro ao cenário de contração do PIB no 4ºT2011 que temos vindo a defender. A autoridade continuou a referir que uma série de recentes desenvolvimentos parece ter provocado uma clara quebra na dinâmica subjacente na atividade da Zona Euro, incluindo um abrandamento do ritmo de crescimento económico global, quedas nos mercados acionistas e na confiança dos empresários, e os efeitos desfavoráveis resultantes das tensões em curso nos mercados de dívida soberana num conjunto de economias da região. Ao mesmo tempo, o BCE referiu que se começaram a vislumbrar alguns sinais de estabilização da atividade, esperando que a economia da região recupere, embora de uma forma muito gradual, ao longo deste ano, suportada por uma resiliência da procura global, pelas baixas taxas de juro de curto-prazo que estão a ser proporcionadas pela atual política monetária acomodaticia e pelas várias medidas recentemente tomadas no sentido de apoiar o funcionamento do setor financeiro. No entanto, o BCE continuou a considerar que os riscos para a atividade económica na região permanecem descendentes, num contexto de elevada incerteza.



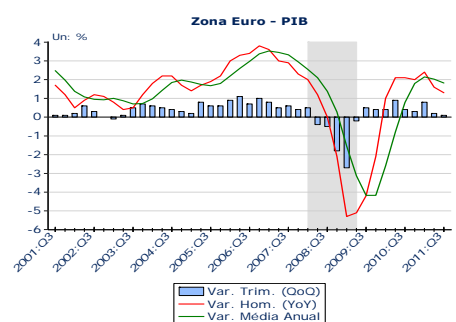
Ao nível dos **riscos à estabilidade dos preços**, de acordo com a estimativa rápida do Eurostat, a inflação terá diminuído no mês de dezembro para 2.8%, depois de três meses consecutivos nos 3.0%, uma diminuição que deverá confirmar-se, atendendo aos dados finais já conhecidos para algumas das principais economias da região. A taxa de inflação permanece bem acima do *target* de 2.0%, situação que já vem ocorrendo desde dezembro de 2010, mas com a autoridade a continuar a admitir que as atuais pressões inflacionistas decorrem, essencialmente, das *commodities* energéticas. Em termos prospetivos, o BCE espera que a inflação se mantenha acima dos 2.0% durante vários meses, antes de regressar para níveis abaixo desse *target* no final deste ano, num quadro de crescimentos salariais relativamente moderados e de fraco crescimento económico. De resto, segundo o BCE, os riscos para a estabilidade dos preços a médio-prazo encontram-se relativamente balanceados. Do lado dos riscos ascendentes, o BCE destaca a possibilidade de novos aumentos dos impostos indiretos e dos preços fixados administrativamente, decorrentes da consolidação orçamental que está a ser levada a cabo por uma boa parte dos Estados-Membros da região. Do lado descendente, a autoridade continua a destacar a possibilidade de um crescimento da região e da economia mundial ser inferior ao atualmente admitido.



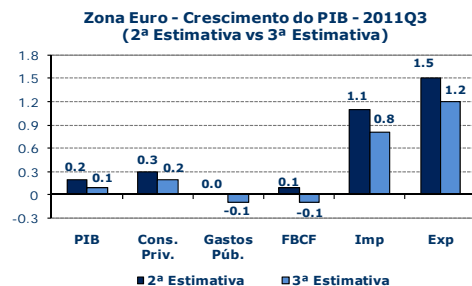
PIB

A estimativa final do **PIB** relativo ao **3ºT2011** veio rever ligeiramente em baixa a expansão em cadeia, de 0.2% para 0.1%, passando a representar uma desaceleração (a 2ª consecutiva) face ao trimestre anterior (+0.2% no 2ºT2011). Em termos homólogos, o PIB cresceu 1.3%, um valor igualmente revisto em baixa em 0.1 p.p., depois do acréscimo de 1.6% observado no trimestre anterior (revisto dos anteriores +1.7%).

Desde o 3ºT2009 que a região vem consecutivamente a registar expansões trimestrais, embora agora a ritmos claramente inferiores aos observados no início de 2011 (+0.8% no 1ºT2011) e com a atividade económica a permanecer ainda longe de recuperar os níveis pré-crise, encontrando-se cerca de 1.8% abaixo do nível atingido antes da entrada em recessão técnica no 2ºT2008. Trata-se, na verdade, de um patamar que ainda deverá demorar vários trimestres a ser atingido, atendendo ao modesto dinamismo que vem caracterizando a atividade da Zona Euro e às perspetivas não muito animadoras. Para o **4ºT2011**, o nosso atual cenário é o de uma ligeira contração trimestral na ordem dos 0.2%, a que se verá seguir uma queda mais marginal de 0.1% no atual trimestre, com a economia da região a não dever, assim, conseguir escapar à entrada em recessão técnica, pese embora se perspetive o regresso da região aos crescimentos no 2º trimestre do ano. De acordo com as nossas previsões, a economia da Zona Euro apenas conseguirá recuperar os níveis de atividade pré-crise no final de 2013.



Quando se atenta aos dados em detalhe do PIB, constata-se que a explicar a revisão em baixa do crescimento trimestral da economia esteve uma revisão em baixa da generalidade das componentes na ótica da despesa, que no caso das **exportações líquidas** acabaram por se compensar, na medida em que se assistiu a uma revisão de -0.3 p.p. do crescimento tanto das **exportações** como das **importações**, com as primeiras a continuarem a evidenciar um crescimento superior (+1.2% vs +0.8%), permanecendo como as principais impulsionadoras da economia da região. Do lado da procura interna, o **consumo privado** continuou a evidenciar um contributo determinante para o crescimento trimestral do PIB no 3ºT2011, mas menor do que o anteriormente avançado (+0.2% vs +0.3% na 2ª estimativa), tendo o **consumo público** e o **investimento em capital fixo (FBCF)** passado a exibir em ambos os casos ligeiras contrações de 0.1%, quando, na estimativa anterior, haviam sido reportadas uma estagnação e um acréscimo de 0.1%, respetivamente. Como resultado, a procura interna passou a evidenciar um ligeiro decréscimo e não uma estagnação como avançado anteriormente, representando esta já a sua segunda queda trimestral (-0.2% no 2ºT2011).



Zona Euro - Crescimento do Produto Interno Bruto (PIB)

Un: %	Trimestral				Homólogo			
	4ºT10	1ºT11	2ºT11	3ºT11	4ºT10	1ºT11	2ºT11	3ºT11
PIB	0.3	0.8	0.2	0.1	2.0	2.4	1.6	1.3
Consumo Privado	0.3	0.0	-0.5	0.2	1.1	0.9	0.2	0.0
Consumo Público	0.0	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.5	0.1	0.0
FBCF	-0.4	1.8	-0.1	-0.1	1.3	3.6	1.6	1.3
Procura Interna	0.2	0.5	-0.2	-0.1	1.5	1.6	0.7	0.4
Importações	1.3	1.1	0.5	0.8	11.2	8.5	4.6	3.7
Exportações	1.5	1.8	1.2	1.2	12.0	10.4	6.8	5.8

Fonte: Eurostat.

Em termos de **países**, a revisão em baixa do PIB do 3ºT2011 terá refletido essencialmente a revisão dos dados do PIB francês, que em vez da expansão trimestral de 0.4%, cresceu 0.3%, que mais do que terão compensado as revisões em alta aos dados da Holanda, do Chipre e da Estónia (em +0.1 p.p., +0.1 p.p. e +0.4 p.p., respetivamente). Destaque para os primeiros dados disponibilizados para Irlanda, o Luxemburgo e Malta, com o primeiro a revelar uma intensa queda de 1.9%, devendo também ter estado na origem da revisão agora efetuada ao PIB da região, e com os dois últimos a crescerem 0.6% e 0.3%, respetivamente. Esta estimativa final do PIB não trouxe, no entanto, qualquer novidade em termos do perfil geográfico de crescimento da Zona Euro, continuando a expor as divergências que se têm vindo a observar no seio da região, agora um pouco mais esbatidas, mas com as duas maiores economias da região a revelarem os maiores contributos para a expansão, com a Alemanha a manter-se como o principal motor do crescimento económico da região, ao registar uma expansão trimestral de 0.5% e a França a crescer 0.3%.

Zona Euro - Crescimento do PIB

Un: %	Trimestral				Homólogo			
	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
Zona Euro	0.3	0.8	0.2	0.1	2.0	2.4	1.6	1.3
Alemanha	0.5	1.3	0.3	0.5	3.8	4.6	2.9	2.6
França	0.4	0.9	-0.1	0.3	1.4	2.2	1.7	1.5
Itália	0.0	0.1	0.3	-0.2	1.6	0.8	0.7	0.2
Espanha	0.2	0.4	0.2	0.0	0.7	0.9	0.8	0.8
Países Baixos	0.6	0.8	0.2	-0.2	2.0	2.3	1.8	1.3
Bélgica	0.5	0.9	0.4	-0.1	2.1	2.9	2.2	1.7
Áustria	1.1	0.9	0.5	0.3	3.4	4.4	4.1	2.9
Grécia	-	-	-	-	-7.4	-5.5	-7.4	-5.2
Finlândia	1.5	0.2	0.1	0.9	5.4	4.9	1.9	2.7
Portugal	-0.4	-0.6	-0.2	-0.6	1.0	-0.5	-1.0	-1.7
Irlanda	-1.4	1.8	1.4	-1.9	0.0	0.2	2.1	-0.2
Eslováquia	0.8	0.8	0.8	0.8	3.4	3.4	3.4	3.2
Luxemburgo	1.2	0.2	-0.9	0.6	3.9	2.9	0.5	1.1
Eslovénia	0.3	-0.1	0.0	-0.2	2.2	1.9	0.7	-0.1
Chipre	0.3	-0.2	0.2	-0.7	2.6	1.5	1.3	-0.5
Estónia	2.1	3.0	1.7	1.2	6.2	9.5	8.4	8.3
Malta	2.0	-0.3	0.4	0.3	3.1	1.8	2.4	2.4

Notas: Não estão disponíveis dados ajustados de sazonalidade para o PIB grego, pelo que não se reportam dados sobre o crescimento trimestral.
Fonte: Eurostat.

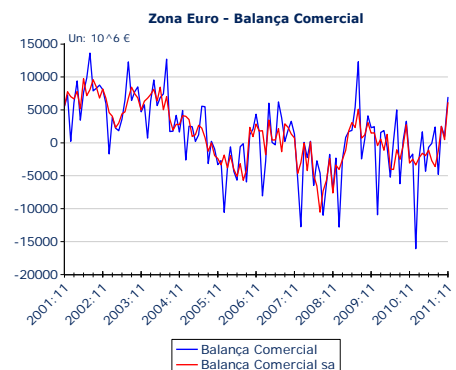
Aconteceu na semana passada... na Zona Euro

Comércio Externo

Em novembro o saldo da **balança comercial** (de bens) da Zona Euro, ajustado de sazonalidade, registou uma melhoria bem mais intensa do que a esperada pelo mercado, de um excedente de 0.5 mil milhões de euros (mM€) para um excedente de 6.1 mM€, recuperando da degradação observada no mês anterior e remetendo o saldo comercial da região para níveis máximos desde julho de 2004.

Igualmente positivo foi o facto desta melhoria da balança estar associada a subidas nas **exportações** e nas **importações**, mais intenso nas primeiras (+4.1% e +0.2%, respetivamente). Todavia, e numa demonstração da fraqueza da procura interna da Zona Euro no final do ano passado, as importações apenas conseguiram recuperar uma pequena parte da queda acumulada de 4.2% nos dois meses anteriores, ficando 4.0% abaixo do nível máximo histórico observado em agosto. Não obstante o abrandamento económico global, as exportações conseguiram recuperar da descida de 1.9% do mês anterior, tendo atingido um máximo histórico. As exportações terão continuado, pelo menos em parte, a beneficiar do comportamento cambial favorável observado nos meses de maio a novembro, com o euro a registar uma depreciação efetiva de 3.2%.

Em termos trimestrais, e embora ainda faltando conhecer com a leitura de dezembro para o **4ºT2011**, estes dados encontram-se, para já, a sugerir um contributo positivo das **exportações líquidas** para o crescimento do PIB da Zona Euro, o que não altera o nosso atual cenário de uma ligeira contração da atividade no final do ano passado, com a economia a ser penalizada pela procura interna. No **3ºT2011**, as exportações líquidas evidenciaram um contributo de 0.2 p.p. para a expansão da economia (+0.4 p.p. no 2ºT2011), refletindo uma manutenção do ritmo de crescimento das **exportações** (em +1.2%) e uma aceleração das **importações** (de +0.5% para +0.8%).



Zona Euro - Balança Comercial

Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out-11	Nov-11	Out-11	Nov-11
Balança Comercial	-80.0	1132.5	-68.9	-393.9
Exportações	-2.0	3.9	5.8	10.2
Importações	-0.6	0.0	7.5	3.6

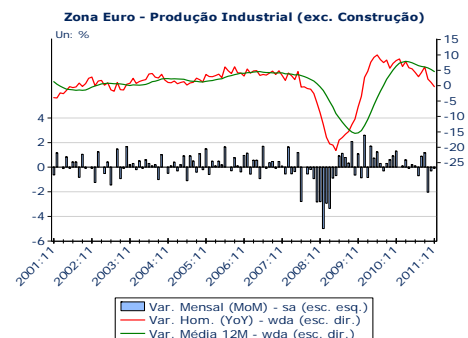
Indústria

A **produção industrial** registou um decréscimo de 0.1% em novembro, ligeiro, mas representando já o 3º consecutivo, depois de ter caído 2.0% em setembro e visto o registo de outubro ser revisto de uma marginal queda de 0.1% para uma de 0.3%. O dado acabou por surpreender ligeiramente o mercado pela positiva, que apontava para uma correção mais intensa (consenso: -0.3%), mas provavelmente não contando com a revisão em baixa do registo anterior. Com estes resultados, em apenas três meses, a atividade industrial da região passou de níveis máximos desde outubro de 2008 para mínimos desde outubro de 2010.

Esta nova ligeira queda da produção industrial na região, que, ao contrário do que sucede em alguns países, exclui a construção, resultou de comportamentos maioritariamente desfavoráveis entre os grandes agrupamentos industriais, com a principal exceção a observar-se na produção de **energia**, que subiu 0.5%, embora depois de duas quedas consecutivas, encontrando-se em níveis mínimos desde abril de 2011 e a evidenciar a maior queda homóloga da atividade (-5.8%). A produção de **bens de investimento** e de **bens intermédios** estagnaram, nestes últimos após duas quedas consecutivas. No caso dos bens de investimento, a estabilização ocorreu após uma subida de 0.9%, que fora insuficiente para compensar a forte queda de 3.8% que a antecedeu, mas permitindo a este agrupamento evidenciar um robusto (e único) crescimento homólogo da produção de 4.3%. Já os **bens de consumo duradouro** e os **bens de consumo não duradouro** contraíram ambos 0.8%, em termos mensais, evidenciando, no 1º caso, já a 4ª queda consecutiva.

Entre as quatro **principais economias**, o comportamento revelou-se maioritariamente desfavorável, com as quedas de produção na Alemanha e em Espanha (-1.0% em ambos os casos), a conseguirem mais do que anular os acréscimos observados em França e em Itália (+1.1% e +0.3%, respetivamente).

Em termos trimestrais, e faltando ainda conhecer a leitura de dezembro relativa ao **4ºT2011**, a produção industrial da Zona Euro encontra-se a evidenciar um decréscimo de 0.9%, continuando essencialmente a refletir o *carry-over* desfavorável que trazia do trimestre anterior e com a informação prospetiva disponível a não permitir antever que se tenham registado grandes melhorias até final daquele trimestre. A confirmar-se uma contração da produção industrial, terá sido a 1ª após uma série de 9 acréscimos consecutivos (+0.7% no 3ºT2011), contribuindo decisivamente para a quebra da atividade económica no final de 2011.



Zona Euro - Produção Industrial

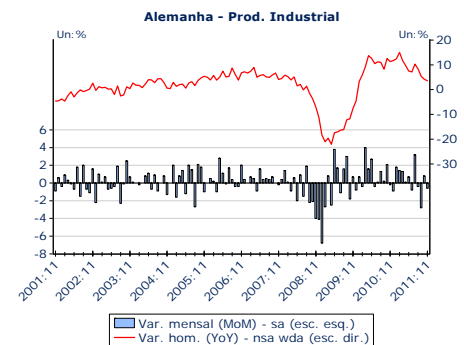
Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out-11	Nov-11	Out-11	Nov-11
Zona Euro	-0.3	-0.1	1.0	-0.3
Bens de Investimento	0.9	0.0	4.9	4.3
Bens Intermédios	-1.0	0.0	0.3	-1.1
Bens Cons. Duradouro	-1.3	-0.8	-3.5	-4.0
Bens Cons. Não Duradouro	0.4	-0.8	0.8	-1.3
Energia	-0.7	0.5	-5.0	-5.8
Alemanha	0.8	-1.0	4.1	3.2
França	0.2	1.1	1.4	0.8
Itália	-0.9	0.3	-4.1	-4.1
Espanha	-1.3	-1.0	-4.2	-7.0

Aconteceu na semana passada... na Alemanha
Indústria

A **produção industrial** registou uma descida de 0.6% em novembro, ligeiramente superior à esperada pelo mercado (consenso: -0.5%), embora não conseguindo anular a totalidade da subida precedente (+0.8% em outubro). Tratou-se já da 3ª queda dos últimos 4 meses, mas com este ciclo de tendência descendente a surgir depois da produção industrial ter registado uma expressiva expansão de 3.2% no mês de julho, que haviam colocado a atividade industrial da maior economia da Zona Euro em níveis máximos históricos.

Esta nova correção da atividade industrial é comum à maioria dos subsectores, com exceção da construção, que expandiu pelo 2º mês consecutivo. A produção na **energia** caiu 0.4%, depois de ter avançado 3.8%, permanecendo com a única indústria a contrair em termos homólogos, tendo a produção na **indústria transformadora e extrativa** (a mais importante) deslizado 1.0%, neste caso mais do que anulando a anterior subida de 0.6% e caindo para um nível mínimo desde abril de 2011. Ainda assim, permanece como o subsector que menos distante está do seu máximo histórico (-3.6%), encontrando-se a evidenciar crescimentos homólogos já há cerca de dois anos. Por fim, a produção na **construção** expandiu uns robustos 4.5%, depois de já ter subido 1.6% em outubro, refletindo o comportamento favorável dos segmentos de edifícios e de obras de engenharia (mais intenso neste último), mas permanecendo como o subsector que mais distante se encontra do máximo histórico (-23.5%). Excluindo o setor da construção (a medida utilizada pelo *Eurostat*), a produção industrial acabou por apresentar um decréscimo superior ao do total da indústria, de 1.0%, mais do que anulando a anterior subida de 0.8%, representando também a 3ª queda dos últimos 4 meses, mas igualmente depois de ter praticamente atingido níveis máximos históricos no mês de julho.

Em termos trimestrais, e faltando ainda conhecer a leitura de dezembro relativas ao **4ºT2011**, a produção industrial (excluindo a construção) encontra-se a evidenciar um decréscimo de 1.7%, marcada pelo forte *carry-over* desfavorável que trazia do trimestre anterior (-2.1%), com a informação prospetiva disponível a não deixar antever melhoria até final do trimestre. A confirmar-se uma queda da produção industrial, será a 1ª após uma série de 9 acréscimos consecutivos (+1.8% no 3ºT2011), contribuindo desfavoravelmente para a evolução do PIB alemão e dando força ao cenário de contração da atividade previsto para a Zona Euro no final do ano passado.

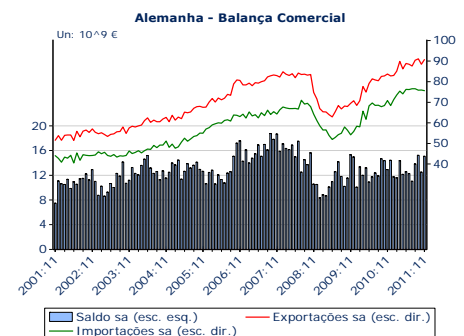

Alemanha - Produção Industrial

Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out	Nov	Out	Nov
Produção Industrial	0.8	-0.6	4.2	3.6
Excl. Construção	0.8	-1.0	4.0	3.2
Construção	1.6	4.5	5.1	10.9
Edifícios	2.0	3.8	6.9	11.2
Obras Engenharia	0.9	5.8	2.1	10.3
Energia	3.8	-0.4	-7.8	-8.1
Transformadora e Extractiva	0.6	-1.0	5.0	4.1

Comércio Externo

O saldo da **balança comercial**, ajustada de sazonalidade, registou um acréscimo mensal de 2.6 mil milhões de euros (mM€), em novembro, para um excedente de 15.1 mM€, corrigindo o decréscimo do mês anterior e voltando para níveis muito próximos do máximo desde novembro de 2009 alcançado no passado mês de setembro. Esta subida de excedente comercial refletiu o acréscimo de 2.5% das **exportações**, que não conseguiu anular totalmente a correção de 2.9% do mês anterior, mas representando a 3ª subida dos últimos 4 meses e que voltou a colocar a variável próxima dos níveis máximos históricos renovados em setembro, enquanto as **importações** desceram 0.4%, pela 2ª vez nos últimos 3 meses e que representaram essencialmente uma correção dos máximos históricos observados em agosto. A dinâmica das exportações surpreendeu largamente o mercado pela positiva, que esperava um acréscimo de apenas 0.5%, enquanto as importações surpreenderam ao cair, com o mercado a esperar uma ligeira subida, pelo que a melhoria do saldo também surpreendeu largamente o mercado pela positiva. Refira-se a tendência favorável das exportações, que se encontram a crescer 8.8% em termos homólogos, continuando a sublinhar a competitividade dos bens "*made in Germany*", da mesma forma que o crescimento de 6.2% das importações continua a ser um bom indicador da robustez da procura interna.

Em termos trimestrais, e embora ainda com a leitura de dezembro em falta, para o **4ºT2011**, estes dados encontram-se a sugerir um contributo positivo das **exportações líquidas de bens (nominais)** para o crescimento do PIB alemão, um comportamento que deverá intensificar-se em termos reais, atendendo à evolução dos preços das exportações e das importações germânicas. O contributo da balança de serviços apresenta-se, para já, negativo, mas menos do que no mês anterior, com os dados já disponíveis para o conjunto das balanças de bens e serviços a sugerirem um novo contributo positivo das **exportações líquidas de bens e serviços** para o crescimento do PIB alemão, e em aceleração. Isto depois de no **3ºT2011** as exportações líquidas terem evidenciado o 3º contributo positivo consecutivo para o crescimento do PIB, mas somente de 0.1 p.p. (idêntico ao do trimestre anterior), com as **importações** a acabarem por evidenciar um acréscimo ligeiramente inferior ao das **importações** (+2.5% vs +2.6%, respetivamente), em ambos os casos em ligeiro abrandamento face aos crescimentos observados no trimestre precedente.


Alemanha - Balança Comercial

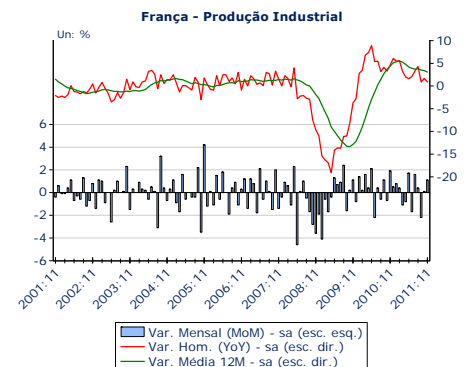
Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out-11	Nov-11	Out-11	Nov-11
Balança Comercial sa	-18.0	20.5	-20.7	16.5
Exportações	-2.9	2.5	4.0	8.8
Importações	0.1	-0.4	8.8	6.2

Aconteceu na semana passada... em França
Indústria

A **produção industrial** registou um crescimento mensal de 1.1% em novembro, tendo ademais recaído sobre dados de outubro ligeiramente revistos em alta, de uma estagnação para um acréscimo de 0.1%, levando a atividade industrial francesa a recuperar dos mínimos desde setembro de 2010 avançados no mês anterior para o nível mais elevado desde agosto último, quando se atingiram níveis máximos desde outubro de 2008.

Esta subida da atividade industrial refletiu comportamentos maioritariamente favoráveis das indústrias, com a única exceção a observar-se na volátil produção de **energia** (-0.7%), que contraiu pelo 3º mês consecutivo, renovando níveis mínimos desde abril de 2011. Já a **indústria transformadora** expandiu 1.3%, revelando-se como a principal impulsionadora do setor industrial, atendendo ao peso preponderante que assume, tendo igualmente voltado aproximar-se dos máximos desde outubro de 2008 observados em agosto, impulsionada por todos os grandes agrupamentos industriais, com destaque para a produção de bens de investimento (+2.0%), os quais atingiram níveis máximos desde setembro de 2008. A produção na **construção** também cresceu (+0.8%), embora depois de duas quedas consecutivas, a última das quais de igual intensidade. A **produção industrial excluindo o setor da construção** (que é a forma de reporte do *Eurostat*) registou, segundo os cálculos do Departamento de Estudos do Montepio, igualmente uma expansão na ordem da evidenciada pela indústria total (+1.1% vs 0.0% em outubro).

Em termos trimestrais, e faltando ainda conhecer a leitura de dezembro relativa ao **4ºT2011**, a produção industrial (excluindo a construção) encontra-se a evidenciar um decréscimo de 0.8%, tendo anulado já parte do *carry-over* desfavorável de 1.1% que trazia do trimestre anterior, embora a informação disponível sugira que esta queda se possa vir a acentuar ligeiramente até final do trimestre. A confirmar-se a descida da produção industrial francesa no 4ºT2011, terá representado um regresso às contrações do setor (+0.6% no trimestre anterior), depois de este já ter contraído 0.8% no 2ºT2011, contribuindo desfavoravelmente para a evolução do PIB francês e do setor industrial da Zona Euro, o qual vinha a liderar a recuperação económica desde a Grande Recessão.

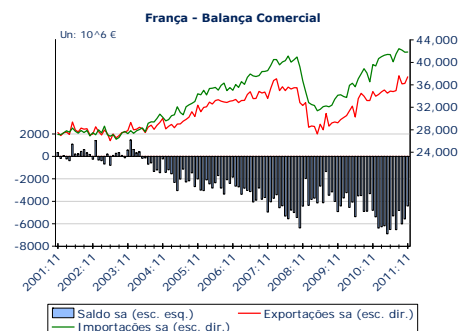

França - Produção Industrial

Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out	Nov	Out	Nov
Produção Industrial	0.1	1.1	1.7	0.9
Ind. Transformadora	0.2	1.3	2.6	2.2
Bens Investimento	2.2	2.0	4.8	5.4
Bens Intermedios	-1.1	1.2	0.0	-0.7
Bens Cons. Não-Duradouro	-0.3	0.8	-4.8	-3.6
Bens Cons. Duradouro	-1.0	4.3	1.2	-1.1
Energia	-0.3	-0.7	-3.5	-7.7
Construção	-0.8	0.8	-0.3	0.9

Comércio Externo

O saldo da **balança comercial**, ajustada de sazonalidade, registou um acréscimo mensal de 2.6 mil milhões de euros (mM€), em novembro, para um excedente de 15.1 mM€, corrigindo o decréscimo do mês anterior e voltando para níveis muito próximos do máximo desde novembro de 2009 alcançado no passado mês de setembro. Esta subida de excedente comercial refletiu o acréscimo de 2.5% das **exportações**, que não conseguiu anular totalmente a correção de 2.9% do mês anterior, mas representando a 3ª subida dos últimos 4 meses e que voltou a colocar a variável próxima dos níveis máximos históricos renovados em setembro, enquanto as **importações** desceram 0.4%, pela 2ª vez nos últimos 3 meses e que representaram essencialmente uma correção dos máximos históricos observados em agosto. A dinâmica das exportações surpreendeu largamente o mercado pela positiva, que esperava um acréscimo de apenas 0.5%, enquanto as importações surpreenderam ao cair, com o mercado a esperar uma ligeira subida, pelo que a melhoria do saldo também surpreendeu largamente o mercado pela positiva. Refira-se a tendência favorável das exportações, que se encontram a crescer 8.8% em termos homólogos, continuando a sublinhar a competitividade dos bens "*made in Germany*", da mesma forma que o crescimento de 6.2% das importações continua a ser um bom indicador da robustez da procura interna.

Em termos trimestrais, e embora ainda com a leitura de dezembro em falta, para o **4ºT2011**, estes dados encontram-se a sugerir um contributo positivo das **exportações líquidas de bens (nominais)** para o crescimento do PIB alemão, um comportamento que deverá intensificar-se em termos reais, atendendo à evolução dos preços das exportações e das importações germânicas. O contributo da balança de serviços apresenta-se, para já, negativo, mas menos do que no mês anterior, com os dados já disponíveis para o conjunto das balanças de bens e serviços a sugerirem um novo contributo positivo das **exportações líquidas de bens e serviços** para o crescimento do PIB alemão, e em aceleração. Isto depois de no **3ºT2011** as exportações líquidas terem evidenciado o 3º contributo positivo consecutivo para o crescimento do PIB, mas somente de 0.1 p.p. (idêntico ao do trimestre anterior), com as **exportações** a acabarem por evidenciar um acréscimo ligeiramente inferior ao das **importações** (+2.5% vs +2.6%, respetivamente), em ambos os casos em ligeiro abrandamento face aos crescimentos observados no trimestre precedente.


França - Balança Comercial

Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out-11	Nov-11	Out-11	Nov-11
Balança Comercial	-7.2	-20.9	68.0	-8.3
Exportações	0.2	3.3	9.1	7.6
Importações	-0.9	0.1	14.4	5.6

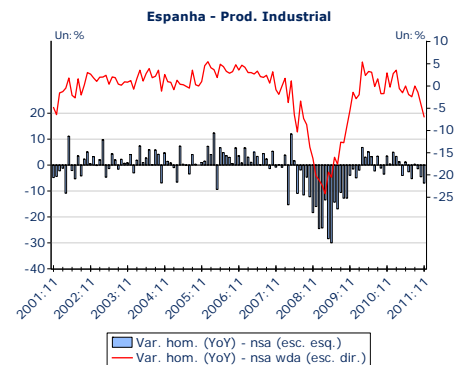
Aconteceu na semana passada... em Espanha

Indústria

Em novembro, a **produção industrial**, ajustada de sazonalidade (cálculos do *Eurostat*), observou um decréscimo mensal de 1.0%, representando a 3ª queda consecutiva (-1.3% em outubro) e com o nível da atividade industrial espanhola a renovar níveis mínimos desde março de 2009. No mesmo sentido, a produção industrial, ajustada de dias úteis, registou um forte decréscimo homólogo de 7.0%, surpreendendo o mercado pela negativa (consenso: -5.4%) e representando uma nova degradação face à queda de 4.2% do mês anterior (que fora ademais revista desfavoravelmente, em 0.2 p.p.), não se assistindo a crescimentos da atividade industrial espanhola desde fevereiro.

Observou-se um comportamento negativo da generalidade dos grandes agrupamentos industriais, com a produção da **energia** a evidenciar o único desagravamento, pese embora permanecendo como o agrupamento que contrai há mais tempo (9 meses). Os **bens de investimento** observaram o maior agravamento (de -1.6% para -7.4%), evidenciando a 2ª queda consecutiva depois de 9 meses de expansão, dando indicações desfavoráveis para a evolução do investimento em equipamentos na economia espanhola, numa altura em que o **investimento em construção** continua em correção, resultante do rebenamento da "bolha imobiliária". As maiores quedas continuaram no entanto a observar-se na produção de **bens de consumo duradouro** (-16.3%), que, pela sua natureza, tenderão a ver-se mais fortemente afetados pelas dificuldades que a economia atravessa, seguidos dos **bens intermédios** (-10.0%), estes últimos a contrair pelo 8º mês consecutivo.

Em termos trimestrais, a produção industrial evidencia uma nova queda no 4ºT2011, superior à observada no trimestre anterior (-0.9%), sugerindo uma nova contração do VAB do setor industrial espanhol, depois de este ter caído 0.8%, no 3ºT2011, um comportamento que dificilmente poderá ter-se atenuado até final daquele trimestre, a avaliar pelas indicações dadas pelos indicadores qualitativos, com a componente de **produção do PMI Manufacturing** a evidenciar, em dezembro, o seu 8º registo negativo consecutivo, sugerindo uma queda da produção sensivelmente ao mesmo ritmo evidenciado no mês de novembro. A indústria espanhola terá assim contribuído desfavoravelmente para a evolução do PIB do país, bem como para o setor industrial da Zona Euro, o qual vinha a liderar a recuperação económica desde a Grande Recessão.



Mercado Imobiliário

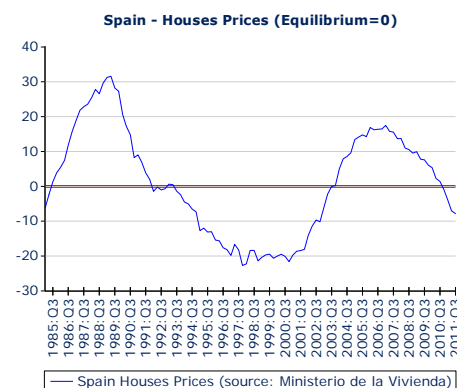
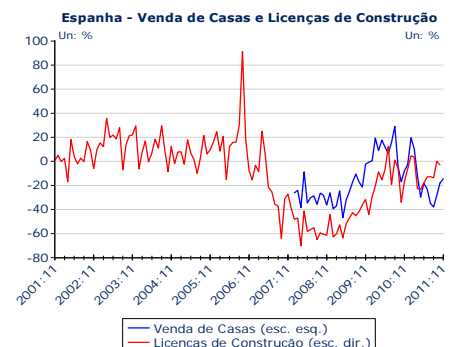
Em novembro, as **vendas de casas** diminuíram 14.4%, em termos homólogos, representando a 9ª queda consecutiva, embora pelo 3º mês em desagravamento (-18.0% em outubro), após 2 subidas que tinham implicado um retomar da série de acréscimos que se vinha a observar desde o início de 2010, pontualmente interrompida entre setembro e dezembro de 2010.

Esta queda das vendas de casas resultou de um contributo negativo das vendas de **casas novas** (-10.7% vs -17.3% no mês anterior) e das **casas usadas** (-17.9% vs -18.7%, no mês anterior), em ambos os casos em desagravamento, mas mais pronunciado nas casas novas. No que concerne ao tipo de propriedades, as vendas de **prédios rústicos** registaram uma diminuição de 3.7%, em agravamento (-1.5% em outubro), mas representando apenas a 3ª dos últimos 7 meses, ao passo que as de **prédios urbanos** continuaram em forte queda (-14.6% vs -14.7% no mês anterior).

Ao contrário dos dois meses precedentes, em que os desagravamentos das quedas homólogas das vendas de casas haviam escondido comportamentos mensais negativos, em novembro as vendas registaram um comportamento bastante favorável, crescendo 20.1% (-5.5% no mês anterior), segundo os dados ajustados de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), evidenciando alguma recuperação depois de a variável ter caído no mês de outubro em mínimos desde o início da série (Janeiro de 2007), mas continuando a apresentar uma tendência claramente negativa nos últimos meses, após as melhorias observadas no final de 2010 e início de 2011.

Refira-se que os últimos dados disponíveis sugerem que os **preços das casas** permaneceram ligeiramente abaixo dos seus valores de equilíbrio, pelo 3º trimestre consecutivo – cerca de 8.0%, a avaliar pelo nosso modelo macroeconómico de longo-prazo –, depois de no 4ºT2010 evidenciar uma sobrevalorização inferior a 5% e de, em 2007, ter chegado a situar-se acima dos 20%, sugerindo que a fase mais difícil do ajustamento dos preços já estará para trás, não obstante ser provável poder vir a assistir-se a quedas adicionais (*over-shooting*), como é habitual neste tipo de ajustamentos de mercado, antes de os preços iniciarem uma trajetória ascendente sustentável.

Assim, o mercado imobiliário espanhol permanece numa situação bastante debilitada, condicionado pelas medidas de austeridade levadas a cabo pelo Governo, bem como pela pressão dos mercados financeiros internacionais – quer sobre a dívida soberana espanhola, quer sobre o sistema bancário – e mantendo-se, neste sentido, como um dos principais constrangimentos para a recuperação económica espanhola. Recorde-se que no 3ºT2011 o **VAB da construção** contraiu mais 0.7%, permanecendo como o setor que atravessa maiores dificuldades, encontrando-se em queda desde o 1ºT2008 e a contrair 2.9%, em termos homólogos, o único setor de atividade em que tal sucedeu.



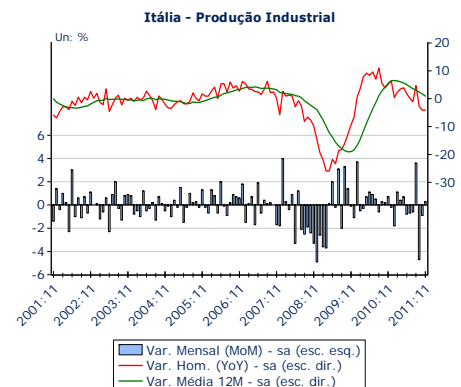
Aconteceu na semana passada... em Itália

Indústria

A **produção industrial** subiu 0.3% em novembro, surpreendendo o mercado pela positiva, que esperava uma nova descida da atividade (consenso: -0.2%), mas depois de duas quedas consecutivas, que haviam contabilizado uma quebra acumulada de 5.6% e ditado o resvalar da produção para níveis mínimos desde março de 2010. Note-se que em agosto a produção havia crescido uns igualmente intensos 3.6%, com a volatilidade dos meses de setembro (-4.7%) a resultar do facto de agosto ser um mês em que muitas fábricas praticamente param, pelo que qualquer pequena variação na política de férias pode resultar em grandes alterações na produção não captadas pelo ajustamento sazonal.

O acréscimo da produção, que ao contrário do que acontece nas duas maiores economias da Zona Euro, exclui a construção (seguindo a metodologia do *Eurostat*), refletiu o comportamento favorável da produção de **bens de consumo** e de **energia** (+1.5% e +0.8%, respetivamente), no 1º caso, representando a 2ª subida consecutiva, mas após uma intensa queda no mês de setembro, que havia colocado a produção em mínimos desde março de 2009. Na energia a subida apenas conseguiu anular uma pequena parte da forte queda de 6.2% registada em outubro, que a havia colocado em mínimos desde setembro de 2001. Estes acréscimos conseguiram mais do que compensar as quedas de 0.3% observadas tanto na produção de **bens de investimento** como de **bens intermédios**, em ambos os casos, pelo 3º mês consecutivo, ditando a descida dos níveis de produção para mínimos desde julho e maio de 2010, respetivamente.

Em termos trimestrais, e embora ainda com o dado de dezembro em falta, a produção industrial encontra-se a evidenciar no **4ºT2011** um decréscimo de 2.8% face à média do trimestre anterior, um comportamento que fica em muito a dever-se ao *carry-over* desfavorável que trazia do 3ºT2011, mas que ainda deverá acabar por se intensificar até final do trimestre, a avaliar pela informação prospetiva disponível. O setor industrial deverá, assim, ter voltado a contribuir negativamente para o crescimento do PIB italiano, no 4ºT2011, e em agravamento, depois da produção no setor ter caído 0.5% no 3ºT2011.



Itália - Produção Industrial

Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out	Nov	Out	Nov
Produção Industrial	-0.9	0.3	-4.1	-4.1
Bens de Investimento	-1.2	-0.3	-2.3	-4.5
Bens Intermédios	-0.4	-0.3	-3.8	-4.5
Bens de Consumo	0.3	1.5	-5.7	-3.1
Energia	-6.2	0.8	-5.3	-4.4

Portugal – Queda do PIB no 4ºT2011 próxima de 1.5%, mas inferior à que está implícita nas previsões de inverno do Banco de Portugal...

Os indicadores conhecidos para os setores dos serviços, da construção e da indústria reforçaram o cenário de agravamento do ritmo de contração da atividade no derradeiro trimestre de 2011, que apenas terá sido beneficiada pelo contributo das exportações líquidas.

Começando pelos **serviços**, o **volume de negócios** (excluindo o setor retalhista) recuou 1.1% em novembro, o 3º decréscimo consecutivo, ficando a atividade no setor em níveis mínimos desde o início da série, em janeiro de 2000. No 4ºT2011 a variável evidencia um decréscimo de cerca de 6.0% face à média do trimestre anterior. Não obstante, os nossos modelos apontam para uma queda do **VAB dos serviços** (excluindo as atividades financeiras e imobiliárias) apenas na ordem dos 0.4%, resultante de uma menor quebra dos serviços públicos.

Também os dados de novembro sobre as **dormidas nos estabelecimentos hoteleiros** continuaram a confirmar o recente recuo da atividade turística, na medida em que as dificuldades que o país atravessa se fazem sentir com cada vez mais intensidade na quebra homóloga das dormidas de residentes, apenas parcialmente compensada pela entrada de turistas não-residentes, os quais proporcionam uma importante bolsa de crescimento numa economia em contração. Decorrente destes dados desfavoráveis observados nos dois primeiros meses do 4ºT2011, bem como do próprio *carry-over* negativo que as dormidas dos não-residentes traziam do 3ºT2011, as **exportações de serviços de turismo** deverão ter terminado o passado trimestre a evidenciar um contributo desfavorável para a evolução do saldo da balança, depois de dois trimestres com contributos positivos. No entanto, atendendo a que as importações de serviços de turismo também estão a diminuir, o excedente deverá ter continuado a subir.

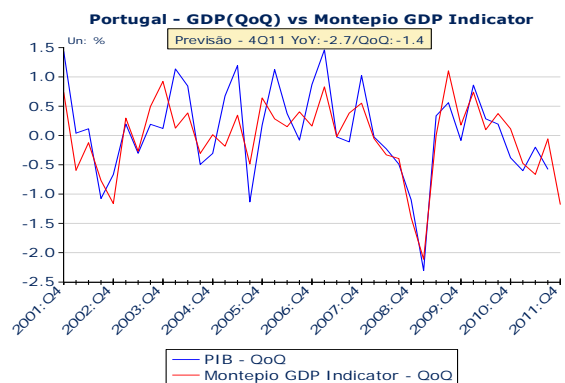
Dentro do atual cenário recessivo, o setor da **construção** continua a destacar-se largamente pela negativa. Apesar da leitura de novembro da **produção na construção** ter dado conta de um acréscimo mensal, este surgiu depois de a produção no setor ter autenticamente resvalado nos dois meses anteriores, com a respetiva média móvel de 3 meses a renovar níveis mínimos históricos desta série criada no ano 2000. Continuamos a apontar para uma nova queda do **VAB da construção**, no 4ºT2011, cerca do dobro da observada no 3ºT2011 (-3.2%) e em linha com a registada no 2ºT2011 (-5.8%).

Até mesmo na **indústria** a situação tem-se vindo a agravar, com as **novas encomendas** a registarem em novembro um forte decréscimo homólogo, regressando às quedas após uma série de 15 meses de expansão. Em todo o caso o setor continua a evidenciar uma evolução relativamente mais favorável comparativamente aos demais setores, com a melhor dinâmica externa da economia dos últimos meses a continuar a compensar parte das atuais fraquezas internas, mas sendo agora também visíveis fortes quebras na procura externa, refletindo o próprio abrandamento internacional.

Abrandamento que ainda não se refletiu de sobremaneira nos dados da **balança comercial** de novembro, que

evidenciaram um novo desagravamento do défice, quando ajustada de sazonalidade, para o valor mais baixo desde dezembro de 2003. As **exportações** ascenderam a níveis máximos históricos (série iniciada em janeiro de 1993), com as **importações** a crescerem igualmente, mas apenas cerca de um terço das primeiras e depois de três decréscimos. As exportações líquidas de bens e serviços terão evidenciado um contributo positivo para o crescimento do PIB no 4ºT2011, refletindo uma relativa estagnação das exportações e uma correção das importações, estas últimas depois de, no 3ºT2011, terem revelado um intrigante forte crescimento.

Não obstante o abrandamento ou mesmo contração da atividade em alguns dos nossos parceiros comerciais, as exportações líquidas deverão ter sido o único suporte do PIB no 4ºT2011, continuando-se a apontar para uma queda da atividade económica entre 1.0% e 1.5% naquele trimestre, resultante de um conjunto significativo de fatores que afetam a procura interna: *i)* o aumento do IVA na energia; *ii)* a sobretaxa aplicada ao subsídio de Natal; *iii)* as expectativas dos agentes face às fortes medidas de austeridade para 2012 inscritas no OE 2012. A contração deverá ficar mais perto do limite inferior do nosso intervalo de previsão, do que do centro, embora melhor do que a que está implícita nas previsões de inverno do **Banco de Portugal**, que, ao apontarem para uma queda anual de 1.6% em 2011, requerem que o PIB do 4ºT2011 tenha caído entre 1.7% e 2.0%.



Por último, refiram-se os dados conhecidos sobre a **inflação** (medida pela variação homóloga do **IPC**), que desacelerou em dezembro de 4.0% para 3.6%, depois de no mês anterior ter retomado a tendência descendente iniciada em maio que fora interrompida nos dois meses precedentes, que haviam colocado a inflação em máximos desde julho de 2010, refletindo designadamente as alterações das taxas do IVA sobre a eletricidade e o gás natural. Continuamos a considerar que as atuais pressões inflacionistas assumem um caráter largamente temporário, mas que deverão permanecer elevadas no corrente ano, condicionadas pelas medidas de política orçamental (*v.g.*, alterações nas classes do IVA), devendo em 2013 regressar para níveis bem mais modestos, refletindo a evolução das principais determinantes dos preços no consumidor, num contexto de virtual estabilização dos preços das matérias-primas e de crescimentos moderados do preço das importações de bens não energéticos e dos custos salariais, que continuarão condicionados pelos elevados níveis de desemprego.

Aconteceu na semana passada... em Portugal

Preços

Em dezembro, o **índice de preços no consumidor (IPC)** registou um crescimento homólogo de 3.6%, desacelerando pela 2ª vez consecutiva (+4.0% em novembro), depois de no mês anterior ter retomado a tendência descendente iniciada em maio, após um longo período de quase 2 anos em ascensão. Note-se, no entanto, que estas recentes diminuições da taxa de inflação ainda só conseguiram reverter cerca de metade do agravamento observado nos dois meses precedentes, que haviam colocado a inflação em máximos desde julho de 2010, e que no mês de outubro tinham refletido, essencialmente, as alterações das taxas do IVA sobre a eletricidade e o gás natural. Em 2011, o IPC registou uma taxa de variação média de 3.7% (+1.4% no ano anterior).

Em termos mensais, o IPC estagnou, um registo superior à queda de 0.1% observada no mês anterior, mas inferior ao verificado no mês homólogo do ano anterior (+0.3%), e depois dos fortes acréscimos de 0.8% e 1.1% verificados nos meses de setembro e outubro, respetivamente. A classe do **vestuário e calçado** foi a que registou o contributo mais intenso e negativo para a variação mensal do IPC (-0.16 p.p.), destacando-se, com sinal contrário, a contribuição da classe do **lazer, recreação e cultura**, ainda que significativamente menos acentuada (+0.06 p.p.).

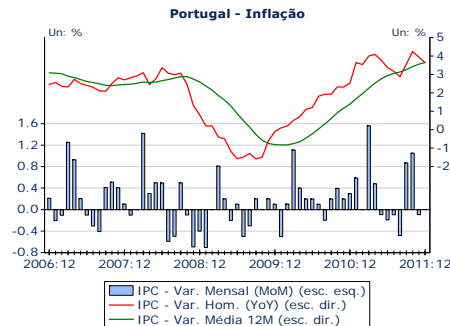
A **inflação homóloga** continuou a ser impulsionada, pela classe dos **transportes**, que manteve-se a evidenciar uma das maiores contribuições, não obstante ter observado uma nova desaceleração do crescimento, de 8.2% para 6.1%, vendo-se ultrapassada pela classe de **habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis**, que registou uma desaceleração bem mais modesta (de +10.5% para +10.0%), passando a evidenciar um contributo superior (+1.13 p.p. vs +1.04 p.p., no caso dos transportes). A única contribuição negativa para a variação homóloga do IPC proveio da classe do **vestuário e calçado** (-0.18 p.p.) cujos preços apresentaram maiores promoções face ao mês homólogo do ano anterior.

A taxa de variação homóloga do **IPC core** (que exclui a energia e os bens alimentares não transformados) foi de 2.3%, revelando neste caso uma aceleração de 0.2 p.p. face ao registo de novembro, contrastando com a desaceleração verificada no IPC geral (-0.4 p.p.), mas mantendo-se num nível bastante inferior à do IPC geral. O diferencial entre a taxa de variação homóloga deste indicador e a do IPC permaneceu negativa pelo 25º mês consecutivo, mantendo-se a evidenciar que as pressões inflacionistas advêm, essencialmente, dos preços da energia. Todavia, a inflação **core** também não está imune às alterações fiscais que têm vindo a ser efetuadas desde meados de 2010, embora a recente subida do IVA na eletricidade e no gás natural, em outubro, não tivesse afetado esta classe.

O **índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC)** registou um ligeiro acréscimo mensal de 0.1%, tendo a sua variação homóloga também desacelerado, de 3.8% para 3.5%, menos que no caso do IPC (-0.4 p.p.), mas mantendo-se num nível inferior. O IPCH português apresenta um crescimento homólogo acima do estimado pelo Eurostat para a Zona Euro (+2.8%), o que acontece desde agosto de 2007, tendo-se assistido a uma diminuição dessa diferença, de 0.8 p.p. para 0.7 p.p.. Em 2011, o IPCH registou uma taxa de variação média de 3.6% (+1.4% no ano anterior).

Em termos prospetivos, continuamos a considerar que as atuais pressões inflacionistas assumem um caráter largamente temporário, mas que deverão permanecer elevadas no corrente ano. Com efeito, a inflação no país (medida pela variação homóloga do IPCH) deverá manter-se em níveis elevados em **2012** (+3.2%, de acordo com as últimas **previsões económicas** oficiais para o país, publicadas pelo Banco de Portugal, no passado dia 10 janeiro), apenas ligeiramente inferiores aos 3.6% observados no ano passado, devendo então posteriormente regressar para níveis mais modestos em **2013**, para valores em tornos de 1.0%.

Note-se que a evolução das principais determinantes dos preços no consumidor, num contexto de virtual estabilização dos preços das matérias-primas e de crescimentos moderados do preço das importações de bens não energéticos e dos custos salariais (condicionados pelos elevados níveis de desemprego), implicaria uma evolução mais moderada da inflação em 2012. Contudo, a evolução dos preços ver-se-á bastante condicionada por medidas de política orçamental, que determinarão um contributo muito significativo para a inflação no corrente ano, em particular pela reclassificação de alguns bens e serviços sujeitos às taxas de IVA reduzidas para a taxa normal e pelo aumento de preços administrados e de alguns impostos específicos sobre o consumo. Já a contração da atividade económica no país (apontamos para uma queda anual de 3.0% do PIB em 2012, apenas ligeiramente inferior aos -3.1% previstos pelo Banco de Portugal), assim como o abrandamento da economia mundial, traduzir-se-ão numa evolução globalmente favorável dos custos de produção, que, conjugada com a dissipação dos efeitos das medidas orçamentais, justificam a forte diminuição da inflação prevista para o próximo ano.



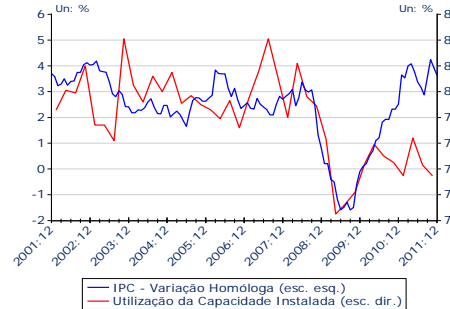
Portugal - Componentes do IPC

Un: %	Var. Mensal		
	Nov-11	Dez-11	Dif
Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas	-0.2	0.2	0.4
Bebidas alcoólicas e tabaco	0.1	0.1	0.0
Vestuário e calçado	0.2	-3.2	-3.4
Hab., água, electric., gás e outros comb.	0.1	0.1	0.0
Accessórios, equip. dom. e manutenç. habitação	0.0	-0.2	-0.2
Saúde	0.0	-0.1	-0.1
Transportes	-0.2	0.2	0.4
Comunicações	0.0	-0.1	-0.1
Lazer, recreação e cultura	-0.2	1.0	1.2
Educação	-0.1	0.0	0.1
Restaurantes e hotéis	0.0	0.2	0.2
Bens e serviços diversos	-0.2	0.2	0.4

Portugal - Componentes do IPC

Un: %	Var. Homól.		
	Nov-11	Dez-11	Dif
Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas	2.1	2.3	0.2
Bebidas alcoólicas e tabaco	6.4	5.7	-0.8
Vestuário e calçado	-1.5	-3.8	-2.3
Hab., água, electric., gás e outros comb.	10.5	10.0	-0.5
Accessórios, equip. dom. e manutenç. habitação	1.3	1.0	-0.3
Saúde	5.5	7.5	2.0
Transportes	8.2	6.1	-2.1
Comunicações	2.2	2.3	0.1
Lazer, recreação e cultura	-0.2	0.5	0.7
Educação	1.8	1.8	0.0
Restaurantes e hotéis	1.0	1.2	0.3
Bens e serviços diversos	1.4	1.6	0.2

Portugal - Taxa Inflação e Utilização Capacidade Instalada



Portugal - Previsões Económicas

Un: %	Portugal - Previsões Económicas											
	MF		BdP		FMI		CE		OCDE			
	17-Out-2011	10-Jan-2012	20-Dez-2011	21-Dez-2011	21-Dez-2011	28-Nov-2011	2011	2012	2011	2012	2011	2012
PIB	-1.9	-2.8	-1.6	-3.1	-1.6	-3.0	-1.6	-3.0	-1.6	-3.2		
Consumo Privado	-3.5	-4.8	-3.6	-6.0	-3.9	-5.4	-3.8	-5.8	-3.7	-5.5		
Consumo Público	-5.2	-6.2	-3.2	-2.9	-3.7	-4.1	-3.7	-4.1	-4.3	-4.7		
FBCF	-10.6	-9.5	-11.2	-12.8	-11.2	-10.3	-11.3	-10.3	-11.0	-11.9		
Exportações	6.7	4.8	7.3	4.1	6.8	3.8	6.8	3.8	7.2	4.0		
Importações	-4.5	-4.3	-4.3	-6.3	-4.8	-5.0	-4.8	-5.0	-4.9	-5.2		
Inflação	3.5	3.1	3.6	3.2	3.6	3.3	3.6	3.3	3.5	2.6		
Desemprego	12.5	13.4			12.4	13.7	12.7	13.8	12.5	13.8		
Saldo Orçamental	-5.9	-4.5			-5.9	-4.5	-5.9	-4.5	-5.9	-4.5		
Balança Corrente	-7.9	-3.9	-6.8	-1.6	-8.4	-6.4	-7.6	-4.6	-8.0	-3.8		
Dívida Pública	101.9	110.5			107.2	116.3	107.2	116.2				

Fonte: FMI, Comissão Europeia, Banco de Portugal e Min. Finanças. Nota: Saldo Orçamental, Dívida Pública e Balança Corrente em % do PIB.

Serviços

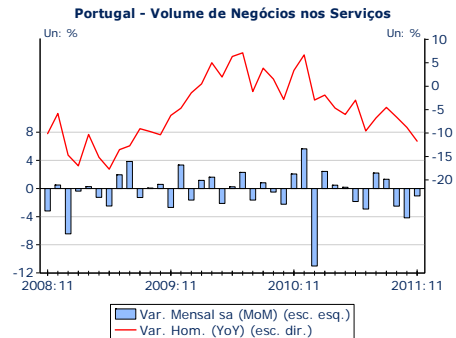
Em novembro, o **volume de negócios nos serviços**, ajustado dos efeitos de calendário e da sazonalidade, registou um decréscimo homólogo de 11.7%, o 11º consecutivo e em agravamento face aos 8.9% de outubro.

Todas as secções registaram variações homólogas negativas, exceto a de **atividades de informação e de comunicação**, que apresentou uma taxa de variação de 0.9% em novembro (+0.7% em outubro). O principal contributo para a variação do índice total foi dado pela secção de **atividades administrativas e dos serviços de apoio** (-1.7 p.p.), em resultado de uma diminuição homóloga de 7.8% (variação de -6.3% em outubro). As secções de **comércio por grosso; reparação de veículos automóveis e motociclos** (-5.1%) e de **alojamento, restauração e similares** (-6.7%) contribuíram, cada uma, com -1.4 p.p. para a variação do índice total. Em outubro, as variações homólogas destas secções situaram-se em -4.7% e em -5.9%, respetivamente. A variação do índice da secção de **transportes e armazenagem** apresentou um decréscimo de 0.4 p.p. face à taxa observada em outubro, fixando-se em -2.2% em novembro. Esta secção contribuiu com -0.3 p.p. para a variação do índice total. As secções de **atividades imobiliárias** e de **atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares** apresentaram variações homólogas de -3.7% e de -1.6% em novembro, respetivamente (reduções de 3.0% e de 1.0% em outubro), tendo contribuído em conjunto com -0.2 p.p. para a variação do índice total.

O agravamento da queda homóloga do volume de negócios nos serviços esteve associado a um decréscimo mensal de 1.1%, o 3º consecutivo (-4.2% em outubro), tendo mais do que anulado as duas anteriores subidas e colocado a atividade no setor em níveis mínimos desde o início da série, em janeiro de 2000.

Refletindo este comportamento mensal desfavorável, e embora ainda sem o dado de dezembro relativamente ao **4ºT2011**, o volume de negócios nos serviços evidencia um decréscimo trimestral de cerca de 6.0%, o 4º consecutivo (-0.4% no 3ºT2011), uma queda que deverá permanecer relativamente inalterada até final do trimestre. As vendas a retalho exibem uma queda ainda superior (-7.0%) e os indicadores de confiança dos consumidores e dos empresários dos serviços e do comércio a retalho permanecem em níveis muito fracos. No entanto, importa ter em mente que o setor dos serviços é ainda constituído pelo conjunto dos serviços públicos, que não deverão cair ao mesmo ritmo do setor privado. Assim, o nosso **indicador composto para o VAB dos serviços** (excluindo as atividades financeiras e imobiliárias), encontra-se a apontar para a possibilidade de se observar uma queda do setor na ordem dos 0.4%, superior à observada no 3ºT2011 (-0.3%) e representando o 5º trimestre consecutivo em contração.

Noutros dados relativos ao setor dos serviços, o **emprego** apresentou uma diminuição homóloga de 4.9%, superior à observada no mês anterior (-4.2%), as **horas trabalhadas** uma queda de 4.7%, igualmente superior à do mês precedente (-3.9% em outubro), enquanto nas **remunerações** assistiu-se a uma diminuição de 3.0%, neste caso inferior à do mês de outubro (-4.0%).



Construção

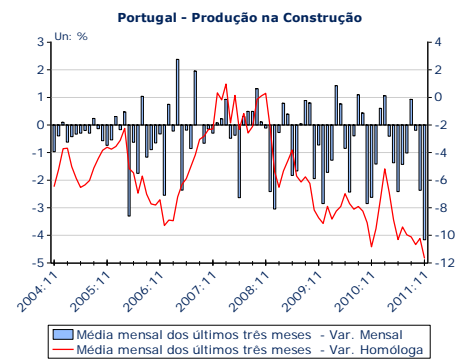
A **produção na construção**, corrigida dos efeitos de calendário e de sazonalidade e com base na média móvel dos últimos três meses (a medida privilegiada pelo INE), apresentou uma variação homóloga negativa de 11.6% em novembro, agravando o ritmo de deterioração face à queda de 10.2% observada no mês anterior.

Esta diminuição mais intensa do índice foi determinada por ambos os segmentos. A **construção de edifícios** apresentou uma variação homóloga de -11.5% (-9.9% em outubro), o que representou um contributo de -5.3 p.p. para a variação do índice agregado, ao passo que o segmento da **engenharia civil** registou uma variação de -11.7% (-10.5% no mês anterior), dando origem ao contributo mais intenso para a variação total do índice (-6.3 p.p.). A taxa de variação média nos últimos 12 meses do índice global fixou-se em -9.3%, o que representa uma variação mais negativa em 0.2 p.p. relativamente ao observado no mês de outubro. A construção de edifícios apresentou uma variação média de -9.9% em novembro (-10.3% no mês anterior), enquanto a engenharia civil registou uma variação de -8.7% (-8.1% em outubro).

Em termos mensais, e utilizando a média móvel de 3 meses, a produção na construção registou um decréscimo de 4.2%, em considerável agravamento (-2.4% no mês anterior) e representando a 8ª queda em 9 meses, renovando mínimos históricos desta série criada no ano 2000. Já quando considerado unicamente o dado de novembro, o resultado mostrou-se bem mais favorável, na medida em que revela um crescimento de 2.9%, pela 1ª vez nos últimos três meses, mas recuperando apenas uma pequena parcela das anteriores quedas, após ter autenticamente resvalado no mês anterior (-9.7% em outubro) e caído para níveis mínimos históricos.

Em termos trimestrais, no **4ºT2011** (ainda com o registo de dezembro em falta) a **produção na construção** evidencia um forte decréscimo de 9.2% face à média do trimestre anterior (-0.3% no 3ºT2011), uma queda que poderá ter sido parcialmente atenuada até final do trimestre, mas não o suficiente para alterar a evolução bastante negativa do setor no final de 2011. Com efeito, continuamos a apontar para uma nova queda do VAB da construção, no 4ºT2011, em cerca do dobro da observada no 3ºT2011 (-3.2%) e em linha com a registada no 2ºT2011 (-5.8%).

Noutros dados relativos ao setor da construção, o volume de **emprego** registou uma queda homóloga de 11.9% (-11.4% em setembro), ao passo que as **remunerações** apresentaram uma diminuição de 9.3%, em agravamento face aos -7.4% do mês anterior.



Portugal – Produção na Construção

Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out	Nov	Out	Nov
Produção Construção	-9.7	2.9	-12.4	-12.9
MM3m	-2.4	-4.2	-10.2	-11.6
Construção Edifícios	-9.6	4.3	-12.3	-11.3
MM3m	-3.0	-5.7	-9.9	-11.5
Engenharia Civil	-9.6	1.7	-12.4	-14.1
MM3m	-1.7	-2.7	-10.6	-11.7

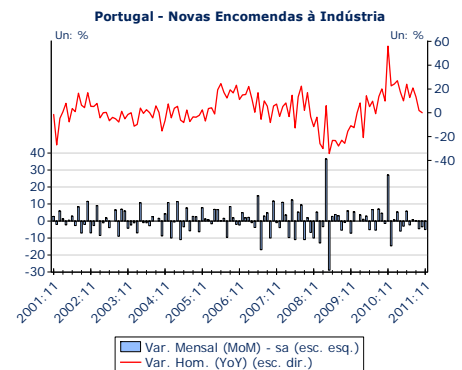
Indústria

Em novembro o valor das **novas encomendas na indústria** registou um forte decréscimo homólogo de 25.0%, regressando às quedas após 15 meses de expansão (+1.0% no mês anterior). Se considerarmos a média móvel de três meses, a medida utilizada pelo INE nos seus Destaques, constata-se que no trimestre terminado em novembro as novas encomendas caíram 8.7% face a igual período de 2010, igualmente regressando às quedas e, neste caso, após um período mais alargado de expansões consecutivas, de 17 meses (+4.7% no trimestre terminado em outubro).

Este comportamento foi determinado pelas reduções ocorridas nos índices de ambos os mercados. O índice relativo ao **mercado externo** passou de um aumento de 12.9% em outubro para uma redução de 9.8% em novembro, enquanto o índice do **mercado nacional** apresentou uma variação de -7.2% (-3.8% no mês precedente). Todos os **grandes agrupamentos industriais** apresentaram variações homólogas inferiores às observadas em outubro. O agrupamento de **bens intermédios** foi o que mais contribuiu para a redução do índice agregado, passando de um crescimento de 3.1% em outubro para uma diminuição de 15.9% em novembro. Refira-se que a variação homóloga do índice deste agrupamento reflete em parte um efeito de base associado ao crescimento elevado observado em novembro de 2010. O agrupamento de **bens de investimento** apresentou a única variação positiva (+3.8%), inferior em 8.8 p.p. à observada em outubro. As encomendas de **bens de consumo** diminuíram 7.8% (redução de 4.0% no mês precedente). Dentro do **mercado externo**, observou-se igualmente decréscimos das taxas de variação em todos os grandes agrupamentos industriais, comparativamente às observadas no mês precedente. Os agrupamentos de bens intermédios e de bens de investimento, com variações de -22.6% e de 9.6% (+7.0% e +27.8% no mês anterior), respetivamente, foram os que mais contribuíram para a diminuição do índice deste mercado. As encomendas de bens de consumo caíram 4.1% (+4.4% em outubro).

Em termos mensais, segundo os dados ajustados de sazonalidade disponibilizados pelo Eurostat, as novas encomendas registaram um decréscimo de 5.0%, o 3º consecutivo e em agravamento (-3.5% em outubro), com o nível das encomendas industriais a caírem para mínimos desde maio de 2010.

Apesar do registo manifestamente desfavorável de novembro, estes dados, tal como os do volume de negócios no setor industrial, têm vindo a evidenciar uma evolução da atividade industrial relativamente mais favorável do que a dos demais setores, com o crescimento homólogo do rácio entre as vendas industriais (deflacionadas) e a produção industrial a registar o seu 3º mês consecutivo em terreno negativo, mas depois de uma tendência positiva que se verifica desde o final de 2009. Note-se, no entanto, que os dados quantitativos da produção industrial já há mais tempo que não se revelavam tão animadores. Com efeito, e depois de o **VAB da indústria** ter registado um decréscimo trimestral de 0.9% (-0.7%, se considerado o setor alargado, i.e. incluindo a **energia, água e saneamento**) no **3ºT2011**, este terá voltado a contrair sensivelmente o mesmo no derradeiro trimestre de 2011, naquela que será a 3ª queda consecutiva, com a melhor dinâmica externa da economia a não ser suficiente para compensar as fraquezas internas.

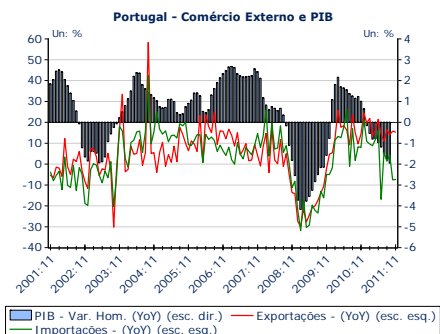


Comércio Externo

A **balança comercial** registou em novembro, um défice de 885 milhões de euros (M€), valor que representa uma melhoria face aos 916 M€ do mês anterior, a 2ª consecutiva após uma série de três agravamentos, e que resultou de uma subida tanto das **exportações**, como das **importações**, mas mais intensa no primeiro caso. Note-se, no entanto, que estes dados do comércio internacional são bastante afetados pela sazonalidade, sendo que, quando descontados desse efeito (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), continuam a revelar uma diminuição do défice comercial, mas ligeiramente superior (-6.8% vs -3.4%, quando não ajustados) e representando já a 4ª consecutiva, levando o défice da balança comercial portuguesa a renovar níveis mínimos desde dezembro de 2003. Esta diminuição do défice esteve associada a um superior crescimento das **exportações**, que expandiram 3.4%, ascendendo a níveis máximos históricos (série iniciada em janeiro de 1993), com as **importações** a crescerem igualmente, mas apenas cerca de um terço das primeiras (+1.5%) e depois de três decréscimos consecutivos.

No **comércio extracomunitário**, as **exportações** subiram 6.8% face a outubro de 2011, devido sobretudo aos aumentos registados nos combustíveis minerais (nomeadamente fuelóleos e óleos leves) e nos veículos e outro material de transporte (principalmente automóveis de passageiros com destino ao mercado chinês). As **importações** apresentaram um acréscimo de 10% em novembro de 2011, quando comparadas com os valores do mês anterior, devido sobretudo à subida registada nos combustíveis minerais, nomeadamente nos óleos brutos de petróleo e Gás natural. No **comércio intracomunitário**, registaram-se diminuições tanto nas **expedições** como nas **chegadas**, respetivamente de 0.5% e de 2.6%, refletindo, em ambos os casos, essencialmente aos combustíveis minerais.

Em termos trimestrais, e embora ainda com a leitura de dezembro para o **4ºT2011** em falta, estes dados evidenciam um desagrandamento do défice da balança comercial de bens a preços correntes, sugerindo um contributo positivo para o crescimento do PIB daquele trimestre. Trata-se de um resultado que deverá manter-se em termos reais, atendendo à evolução dos preços das exportações e das importações, com a informação atualmente disponível a sugerir um contributo positivo das **exportações líquidas de bens e serviços** para o crescimento do PIB, refletindo, segundo as indicações dadas atualmente pelos nossos indicadores compostos, uma estagnação das exportações e uma correção das importações. De resto, a economia deverá continuar a ser essencialmente suportada pelo mercado externo, num contexto de uma procura interna bastante deprimida. Recorde-se que, no **3ºT2011**, as exportações líquidas evidenciaram um contributo nulo para o crescimento do PIB, depois de dois trimestres consecutivos a contribuir positivamente, traduzindo fortes acréscimos tanto das exportações, como das importações (+2.7% e +2.4%, respetivamente), neste última caso, de uma forma algo intrigante, no quadro de uma redução da procura interna.



Portugal – Balança Comercial

	Valor		Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out	Nov	Out	Nov	Out	Nov
Balança	-916	-885	-30.1	-3.4	-49.5	-49.9
Exportações	3 784	3 837	0.0	1.4	15.8	15.3
Importações	4 700	4 722	-7.7	0.5	-7.5	-7.3

Turismo

De acordo com o INE, registaram-se em novembro cerca de 1.9 milhões de **dormidas nos estabelecimentos hoteleiros**, um valor inferior em 3.4% ao observado no período homólogo (+2.4% em outubro), regressando às contrações depois de oito meses consecutivos de crescimento e dando assim continuidade à tendência de desaceleração que se vinha observando após as dormidas terem atingido um pico de 17.9% em abril. Este registo está associado a um intenso decréscimo mensal de 46.0%, refletindo o caráter vincadamente sazonal da oferta turística em Portugal, que faz com que os meses de verão sejam bastante mais fortes em dormidas. Expurgando este efeito, recorrendo aos dados ajustados de sazonalidade pelo Departamento de Estudos do Montepio, as dormidas caíram de uma forma bem menos intensa, mas também forte (-11.0%), representando a 4ª queda consecutiva e continuando a corrigir dos máximos de quase 3 anos e meio observados em julho.

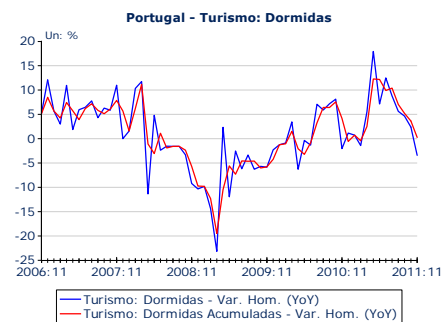
Voltando aos dados divulgados pelo INE, o reverter da variação homóloga das **dormidas** para terreno negativo foi determinado pelas dormidas de **residentes**, que permaneceram em queda pelo 3º mês consecutivo e em forte agravamento (de -6.0% para -12.2%), refletindo o período de contração económica que o país vive, num contexto de ambiciosas medidas de austeridade. Já as dormidas dos **não-residentes** permaneceram a revelar um crescimento homólogo, embora também em desaceleração (de +6.0% para +2.0%) e, em termos mensais, quando considerados os dados ajustados de sazonalidade, também já a cair, embora menos do que no caso dos residentes.

O grupo dos **principais mercados emissores**, que representava 71.4% das dormidas de não residentes, revela um desempenho maioritariamente positivo. O mercado brasileiro apresentou o melhor resultado (+17.9% das dormidas). Seguiram-se os mercados alemão, italiano e francês, com crescimentos de menor dimensão. O mercado britânico não apresentou alterações sensíveis, enquanto os restantes decresceram (Irlanda, Espanha e Países Baixos). A **evolução regional** do total de dormidas foi também negativa. Os resultados mais desfavoráveis ocorreram no Alentejo, no Norte e no Centro. Em conjunto, estas regiões decresceram 6.7% face a novembro de 2010. O Algarve e a Madeira registaram os menores decréscimos homólogos representando, contudo, inversões de tendência face aos resultados dos últimos meses. Todas as regiões evidenciaram uma acentuada redução homóloga das dormidas de residentes. Pelo contrário, a procura dos não-residentes manteve-se crescente, à exceção da Madeira (-0.4%).

Por seu lado, os **proveitos totais** atingiram 92.2 milhões de euros e os **proveitos de aposento** 59.9 milhões, valores que representam igualmente decréscimos homólogos de 4.1% e 3.6%, respetivamente, em desaceleração face aos 4.6% e 5.2% do mês anterior.

Os dados do mês de novembro confirmam o esmorecimento do ritmo da atividade turística que se vinha a observar, após um início de ano pautado pela consolidação da recuperação do setor, em face dos desenvolvimentos negativos nos dois anos da crise económica internacional (2008 e 2009). Mais relevante, aumentou a descolagem entre a evolução do turismo por parte dos residentes, já em contração homóloga em face da recessão económica em que o país se encontra, por oposição aos não-residentes, os quais continuam a chegar em grande número e a proporcionar uma importante bolsa de crescimento numa economia em contração.

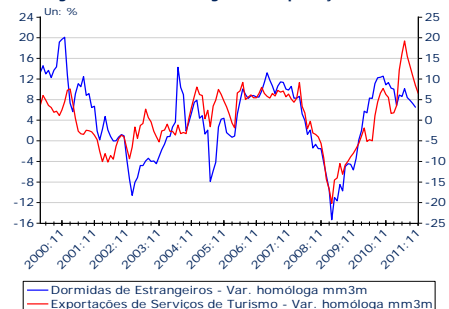
Decorrente destes dados desfavoráveis observados nos dois primeiros meses do **4ºT2011**, bem como do próprio *carry-over* negativo que as dormidas dos não-residentes traziam do 3ºT2011, as exportações de serviços de turismo deverão terminar o trimestre a evidenciar um contributo desfavorável para a evolução do saldo da balança comercial de serviços no final de 2011, depois de no 3ºT2011 ter evidenciado um contributo relativamente nulo e de, no 2ºT2011, um contributo bastante favorável. No entanto, atendendo a que também é esperada uma acentuada redução das importações de serviços de turismo, o respetivo saldo poderá continuar a subir



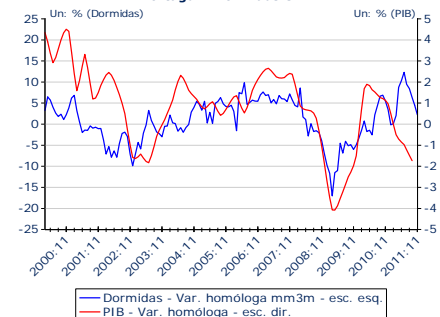
Portugal – Dormidas Estab. Hoteleiros

Un: D'6; %	Valor		Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out	Nov	Out	Nov	Out	Nov
Dormidas	3.5	1.9	-21.7	-46.0	2.4	-3.4
<i>Estrangeiros</i>	2.5	1.2	-18.4	-51.1	6.0	2.0
<i>Nacionais</i>	1.0	0.7	-29.2	-32.9	-6.0	-12.2

Portugal - Dormidas Estrangeiros e Exportações de Turismo

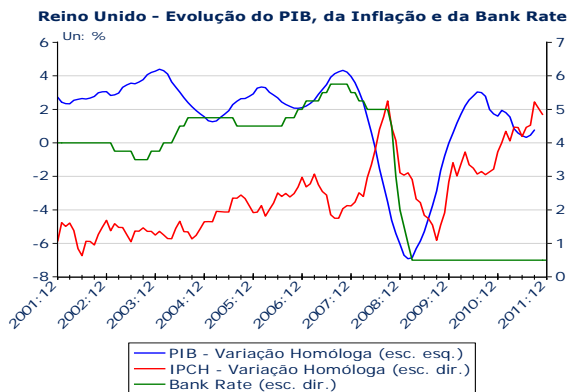


Portugal - Dormidas e PIB



Reino Unido – Mais quantitative easing a caminho...

Na semana passada, os dados divulgados corroboraram o cenário de estagnação da economia britânica, com fortes riscos descendentes, num contexto de esbatimento das pressões inflacionistas, desta forma sustentando que o Banco de Inglaterra (*BoE*) deverá decidir-se por um novo alargamento do programa de *quantitative easing* na próxima reunião, em fevereiro.



O nosso **indicador composto para o PIB** aponta para uma estagnação no **4ºT2011**, depois do crescimento ter acelerado no 3ºT2011. Estas nossas perspetivas revelam-se ligeiramente menos favoráveis do que as do *NIESR*, que estima uma expansão de 0.1% nos três meses terminados em dezembro, que corresponde ao 4ºT2011, abrandando face ao registo do mês anterior e aos 0.6% de setembro – que equivale ao 3ºT2011.

Desta forma, segundo o *NIESR*, a economia britânica terá registado um marginal crescimento no último trimestre do ano, o que implica um crescimento de 1.0% em 2011, com o ritmo de expansão a reduzir-se para cerca de metade do observado em 2010 (+2.1%). Em termos mensais, ter-se-á observado uma modesta expansão do PIB em dezembro, após ter estagnado em novembro e caído em outubro, com a atividade a ser marginalmente sustentada pela indústria, num contexto de estagnação dos serviços, da construção e da agricultura.

Efetivamente, o tecido empresarial está a atravessar um período de dificuldades, como mostram os dados setoriais mais recentes. A **produção industrial** caiu em novembro, pelo 2º mês, arrastada por significativas quebras na extração de gás e petróleo e na produção de eletricidade, a que se juntou uma nova descida da produção da indústria transformadora. Mesmo que a indústria recupere em dezembro, como estima o *NIESR*, a informação qualitativa aponta para a persistência de dificuldades na indústria, pelo que no 4ºT2011 terá se registado uma nova quebra da produção industrial, depois da modesta recuperação no trimestre anterior.

Ao nível do comércio internacional observou-se um agravamento das contas externas em novembro, reflexo do abrandamento económico global, em especial nos principais mercados de exportação do Reino Unido, de que são exemplo os países da Zona do Euro. A subida do

défice comercial refletiu o efeito combinado de uma quebra das **exportações** e de uma subida das **importações**. Ainda assim, para o 4ºT2011, os dados da balança comercial encontram-se a sugerir um contributo positivo das exportações líquidas para o crescimento do PIB, após terem contribuído negativamente nos dois trimestres precedentes.

Do lado dos **preços**, o crescimento homólogo dos **preços no produtor** (IPP) desaceleraram em dezembro, para um mínimo de 12 meses, embora permanecendo em níveis historicamente elevados. Por seu turno, os preços pagos pelos produtores (IPP *inputs*) desaceleraram vincadamente, mas com o diferencial entre o IPP e o IPP *inputs* a sugerir que, não fora a fraca procura, o crescimento do IPP provavelmente teria acelerado.

Não obstante, os dados revelam-se consistentes com uma nova desaceleração da inflação, medida pela variação homóloga do IPCH em dezembro, permanecendo bastante acima do *target* de 2% do *BoE*, mas com as pressões inflacionistas a persistirem, em grande medida, resultantes de alterações fiscais (a nível interno) e da depreciação da libra em termos efetivos (a nível externo), que começam no entanto a esbater-se, dando uma maior margem de manobra ao *BoE* para novas medidas de estímulo monetário, numa altura em que o Governo está de “mãos atadas”.

Em todo o caso, o **Comité de Política Monetária (MPC)** do *BoE* decidiu na reunião da passada semana, como esperado, manter inalteradas a **bank rate**, no mínimo histórico de 0.50%, e a dimensão do atual **programa de compra de dívida pública e privada**, em 275 mil milhões de libras. Os contornos totais da reunião só serão conhecidos nas minutas, mas o *BoE* deverá continuar a afirmar que seria prematuro avançar desde já com novos estímulos antes do atual programa estar completo em fevereiro, pois teriam pouco mérito, particularmente no cenário de incerteza que se vive atualmente.

Em todo o caso, vários responsáveis do *BoE* têm mostrado abertura para o alargamento do programa. Para alguns membros do *MPC*, o equilíbrio dos riscos para a inflação previstos no **Relatório Trimestral de Inflação** de novembro estão inclinados para um novo aumento do programa, dado a contínua deterioração do mercado de trabalho e os crescentes receios quanto à oferta de crédito resultante da falta de liquidez do mercado. De facto, naquele Relatório, o *BoE* apontava para uma virtual estagnação da atividade económica entre o último trimestre de 2011 e o segundo trimestre de 2012, estando implícita uma ligeira expansão no 4ºT2011, e não uma estagnação como é atualmente o nosso cenário. Assim, atendendo a que o programa ficará completo em fevereiro, apontamos para que o *BoE* se decida por um novo alargamento do programa de *quantitative easing*, previsivelmente em mais 50mME na próxima reunião, em fevereiro.

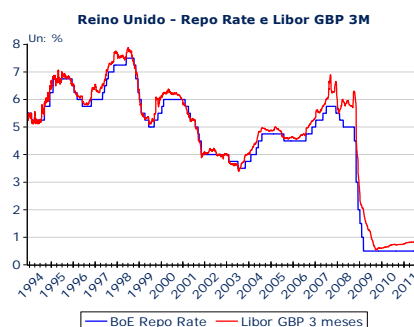
O destaque da semana passada... no Reino Unido

Política Monetária

Em linha com o esperado, o **Comité de Política Monetária (MPC)** do Banco de Inglaterra (*BoE*) decidiu manter inalterada a taxa de juro de referência, a *bank rate*, em 0.50%, nível em que se encontra desde março de 2009 e que corresponde ao mais baixo desde a fundação da Autoridade, em 1694. Também como esperado, manteve a dimensão do atual **programa de compra de dívida pública e privada**, financiado através da emissão de reservas do banco central, em 275 mil milhões de libras (mME), após o ter aumentado em 75 mME na reunião de 6 de outubro. No comunicado de imprensa, o *BoE* apenas referiu que o *MPC* espera que o programa esteja completo em fevereiro, sendo que a dimensão do programa permanece sob avaliação.

Os contornos totais da reunião só serão conhecidos nas minutas, a publicar a 25 de janeiro, mas o *BoE* deverá continuar a afirmar que seria prematuro avançar desde já com novos estímulos monetários antes do atual programa estar completo, pois teriam pouco mérito, particularmente no cenário de incerteza que se vive atualmente. Em todo o caso, vários responsáveis do *BoE* têm mostrado abertura para o alargamento do programa de *quantitative easing*. Para alguns membros do Comité, de acordo com as **minutas** da reunião anterior (8 de dezembro 2011), o equilíbrio dos riscos para a inflação previstos no **Relatório Trimestral de Inflação** de novembro estão inclinados para um novo aumento do programa de *quantitative easing*, a devido tempo, dado a continua deterioração do mercado de trabalho (a taxa de desemprego encontra-se no nível mais elevado desde junho de 1996) e os crescentes receios quanto à oferta de crédito resultante da falta de liquidez do mercado.

De facto, naquele Relatório Trimestral de Inflação, o *BoE* apontava para uma virtual estagnação da atividade económica entre o último trimestre de 2011 e o segundo trimestre de 2012, mas à data previa uma ligeira expansão no 4ºT2011, e não uma estagnação como é atualmente o nosso cenário. Assim, apontamos para que na próxima reunião de fevereiro o *BoE* se decida por um novo alargamento do programa de *quantitative easing*, previsivelmente em mais 50mME.



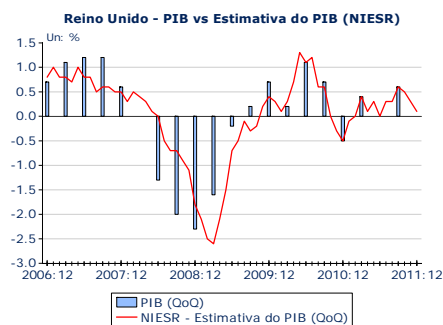
Aconteceu na semana passada... no Reino Unido

Estimativa Mensal do PIB

De acordo com o *NIESR*, a economia do Reino Unido terá registado uma expansão de 0.1% nos três meses terminados em dezembro, que corresponde ao 4ºT2011, abrandonando face aos 0.3% de novembro e aos 0.6% de setembro - que equivale ao 3ºT2011. Em termos mensais, ter-se-á observado uma expansão do PIB de 0.1% em dezembro, após ter estagnado em novembro, e caído 0.1% em outubro, com a atividade a ser impulsionada apenas pela **indústria** (+0.2%), num contexto de estagnação dos **serviços públicos e privados**, da **construção** e da **agricultura**.

Desta forma, a economia britânica terá registado um marginal crescimento no último trimestre do ano, o que implica um crescimento de 1.0% em 2011, com o ritmo de expansão a reduzir-se para cerca de metade do observado em 2010 (+2.1%). Na interpretação dos dados históricos, o instituto afirma que, caso o produto não volte a cair, a recessão (definida pelo *NIESR* como um período de queda do PIB) terá terminado, ao passo que o período de depressão (quando o PIB está abaixo do anterior pico de expansão) deverá continuar por mais algum tempo.

De acordo com as indicações dadas pelo nosso **indicador composto para o PIB**, a economia deverá ter estagnado no 4ºT2011. Esta é uma leitura ligeiramente mais desfavorável do que a realizada pelo Banco de Inglaterra (*BoE*) nas previsões do último Relatório Trimestral de Inflação (novembro), onde antecipava uma ligeira expansão no 4ºT2011, seguida de uma quebra e de uma estagnação nos trimestres seguintes, considerando, assim, uma virtual estagnação da atividade económica entre o último trimestre de 2011 e o segundo trimestre de 2012. Assim, o crescimento continua deprimido, corroborando a hipótese da implementação de medidas ainda mais expansionistas por parte do *BoE* já em fevereiro, designadamente o alargamento do programa de *quantitative easing*, depois de este ter mantido inalterada a *stance* de política monetária na reunião de 12 de janeiro.



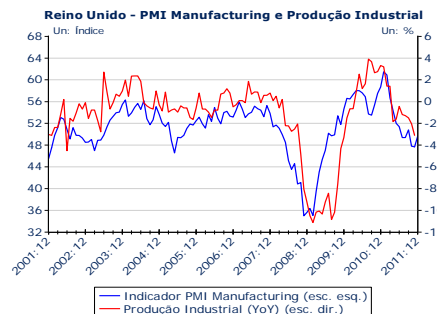
Indústria

A produção das fábricas, indústrias extrativas e *utilities*, medida pelo **índice de produção industrial (IPI)**, caiu 0.7% em novembro, após uma quebra de 1.0% no mês anterior, superando largamente o ritmo de descida esperado pelo mercado (consenso: -0.1%). De acordo com o *ONS*, a produção foi arrastada pelas descidas na extração de gás e petróleo e na produção de eletricidade.

Deste modo, por setores, esta evolução refletiu uma quebra da produção da **indústria transformadora**, que representa cerca de ¾ de toda a atividade industrial, modesta (-0.2%), mas já a 2ª consecutiva, a que se juntaram as quedas da volátil atividade das indústrias **produtoras e distribuidoras de eletricidade, gás e água** (-2.2%) e das **indústrias extrativas** (-2.2%), estas últimas penalizadas pela significativa diminuição da produção de **petróleo e gás** (-2.1%). Já a produção das indústrias de **fornecimento água e tratamento de lixo** (-0.1%) desceu marginalmente. Em termos de grandes agrupamentos industriais, o decréscimo da produção na indústria transformadora refletiu a evolução desfavorável dos **bens intermédios** (-1.6%) e dos **bens de consumo não duradouro** (-0.1%), parcialmente compensada por robustos acréscimos dos **bens de consumo duradouro** (+0.8%) e dos **bens de investimento** (+1.2%), com ambos a serem os únicos a evidenciar um acréscimo da atividade face ao período homólogo.

Para dezembro, a informação qualitativa presente nos *surveys* da **Comissão Europeia** e da **Confederation of British Industry (CBI)**, assim como do **PMI Manufacturing**, aponta para a persistência de dificuldades na indústria, refletindo as medidas de austeridade do Governo e as restritivas condições de acesso ao crédito, a nível interno, e o abrandamento dos principais parceiros comerciais do Reino Unido, a nível externo.

No **4ºT2011**, a produção industrial encontra-se a cair 1.2%, depois de uma modesta recuperação de 0.2% no trimestre anterior. Refira-se que, de acordo com os dados da 3ª estimativa das contas trimestrais, o VAB da **indústria** subiu uns modestos 0.2% no 3ºT2011, recuperando apenas parcialmente das quebras dos 2 trimestres anteriores (-1.4% no 2ºT2011; -0.3% no 1ºT2011), sendo que para o 4ºT2011, quando considerada a informação já disponível, os nossos modelos apontam para uma queda do VAB industrial na ordem dos 1.3%. O nosso **indicador composto para o PIB** aponta para uma estagnação do crescimento económico no 4ºT2011, após ter recuperado 0.6% no 3ºT2011. Esta é uma leitura ligeiramente mais desfavorável do que a realizada pelo Banco de Inglaterra (*BoE*) nas previsões do último Relatório Trimestral de Inflação (novembro), onde antecipava uma ligeira expansão no 4ºT2011, seguida de uma quebra e de uma estagnação nos trimestres seguintes, considerando, assim, uma virtual estagnação da atividade económica entre o último trimestre de 2011 e o segundo trimestre de 2012.



Reino Unido - Produção Industrial

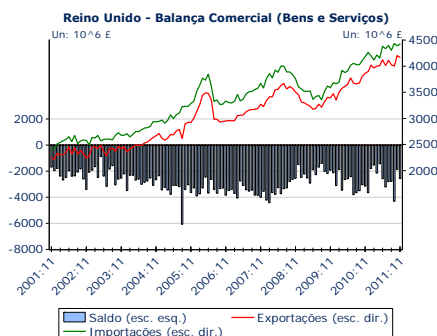
	Var. Mensal		Var. Homól.	
	out	nov	out	nov
Produção Industrial	-1.0	-0.7	-2.0	-3.1
Ind. Transformadora	-0.9	-0.2	0.1	-0.6
Ind. Extrativa	0.1	-2.2	-12.9	-14.2
Petróleo e Gás	0.7	-2.0	-15.7	-16.7
Electricidade e Gás	-4.4	-2.2	-5.0	-8.6
Água e Trat. Lixo	-0.1	-0.1	3.7	3.7

Comércio Externo

A **balança comercial** registou um **défi**ce de 2.6 mil milhões de libras (mM£) em novembro, o que representa um agravamento de 37.9% face ao mês anterior e um registo mais desfavorável que o esperado pelo mercado (consenso: -2.4 mM£), mas sobre o défice do mês anterior revisto em alta (de -1.6 mM£ para -1.9 mM£). Esta evolução deveu-se ao efeito combinado de uma quebra de 0.9% das **exportações**, que recuaram de máximos históricos, e a uma subida de 0.8% das **importações**, que se aproximaram do máximo registado em setembro. Este agravamento das contas externas vai ao encontro das previsões do Banco de Inglaterra, que espera uma deterioração das trocas comerciais devido ao abrandamento económico global, em especial nos principais mercados de exportação do Reino Unido, de que são exemplo os países da Zona do Euro.

Na **balança de bens**, as exportações registaram uma quebra de 1.5% (+7.1% em outubro), ao passo que as importações subiram 1.1% (-1.6% em outubro), com as importações de **petróleo** a subirem pelo 3º mês, desta feita 2.6%, atingindo o valor mais elevado de sempre, enquanto as respetivas exportações subiram uns ainda mais significativos 8.9%, para máximos desde maio. Em termos homólogos, as exportações de bens desaceleraram para 10.1% (+13.1% em outubro), o mesmo sucedendo com as importações, que abrandaram para 6.9% (+8.3% em outubro). O excedente da **balança de serviços** aumentou 1.2%, pelo 2º mês consecutivo, para um novo máximo histórico, refletindo uma subida das exportações (+0.2%), também para máximos, e uma quebra das importações (-0.5%).

Para o **4ºT2011**, os dados da balança comercial a preços constantes (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio) encontram-se a sugerir um contributo positivo das **exportações líquidas** para o crescimento do PIB, após terem contribuído negativamente nos dois trimestres precedentes. Recorde-se que no 3ºT2011, segundo os dados oficiais do PIB, a **procura externa líquida** teve uma contribuição negativa de 0.4 p.p. para a taxa de crescimento do PIB pelo segundo trimestre consecutivo (-0.3 p.p. no 2ºT2011), refletindo uma quebra de 0.8% das **exportações**, em simultâneo com uma subida de 0.5% das **importações**.



Reino Unido – Balança Comercial

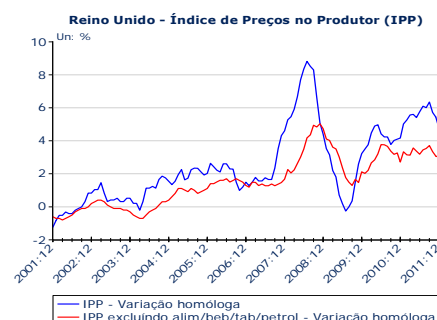
Un: 10 ⁶ Libras	Valor		Var. Mensal		Var. Homól.	
	out	nov	out	nov	out	nov
Balança Comercial	-1 861	-2 566	-56.7	37.9	-44.4	-28.2
Exportações	42 051	41 681	5.1	-0.9	11.8	9.3
Importações	43 912	44 247	-0.9	0.8	7.2	6.1
Balança de Bens	-7 868	-8 644	-22.7	9.9	-5.0	-1.6
Exportações	26 134	25 739	7.1	-1.5	13.1	10.1
Petróleo	2 910	3 170	0.6	8.9	7.8	8.9
Importações	34 002	34 383	-1.6	1.1	8.3	6.9
Petróleo	4 535	4 652	6.6	2.6	77.1	31.4
Balança de Serviços	6 007	6 078	2.2	1.2	44.4	55.1
Exportações	15 917	15 942	1.9	0.2	15.5	16.9
Importações	9 910	9 864	1.7	-0.5	3.0	1.5

Preços

O **índice de preços no produtor (IPP)**, um indicador preliminar da pressão dos preços na economia, registou um crescimento homólogo de 4.8% em dezembro, desacelerando face aos 5.4% do mês anterior, pelo 3º mês, para um mínimo desde dezembro de 2010, e ficando ligeiramente abaixo do esperado pelo mercado (consenso: +5.0%). O IPP continuou a ser principalmente impulsionado pelos preços dos produtos petrolíferos, que cresceram 10.5% em termos homólogos (+14.8% em novembro), bem como pela componente de alimentação, bebidas e tabaco, que subiu 7.1% (+7.9% em novembro), embora com ambos em desaceleração pelo 3º mês, mais acentuada nos produtos petrolíferos. Também o **IPP core** (que exclui os bens alimentares, bebidas e tabaco e os produtos petrolíferos) abrandou em termos homólogos, igualmente pela 3ª vez, em 0.1 p.p. para 3.0%, mas ficando ainda em níveis elevados, mostrando a persistência de pressões inflacionistas, embora em grande medida resultantes de alterações fiscais e da depreciação da libra em termos efetivos.

O IPP *inputs* registou um crescimento homólogo de 8.7%, desacelerando vincadamente face aos 13.6% de novembro, e mais do que o esperado (consenso: +9.1%), mas com o diferencial negativo entre o IPP e o IPP *inputs* a manter-se num nível elevado, apesar de ter diminuído no período em análise, sugerindo que, não fora a fraca procura, o crescimento do IPP provavelmente teria acelerado. Os preços dos *inputs* continuaram a refletir essencialmente o elevado patamar dos preços dos produtos petrolíferos, que subiram 21.2% em termos homólogos, e das matérias-primas alimentares importadas, que cresceram 6.4%, se bem que com ambas a desacelerarem para o ritmo de crescimento mais reduzido novembro de 2010.

Estes dados revelam-se consistentes com uma nova desaceleração da **inflação**, medida pela variação homóloga do IPCH, em dezembro, mas devendo permanecer bastante acima do *target* de 2% do Banco de Inglaterra (*BoE*), o que acontece desde dezembro de 2009, mas em linha com o esperado pela autoridade. A inflação abrandou pelo 2º mês em novembro, desta feita de 5.0% para 4.8%, depois de ter renovado máximos desde o início da década de 90 do século passado, ao situar-se nos 5.2% em setembro (igualando o registo de setembro de 2008). Refira-se que, de acordo com *BoE*, o elevado ritmo de crescimento dos preços reflete o aumento do IVA, dos preços da energia e dos bens importados, sendo de esperar que a inflação abrande durante 2012, à medida que se forem dissipando os efeitos destes fatores, igualmente subjugada pela folga da economia e por uma fraca procura interna. Contudo, o momento e a extensão da esperada redução da pressão sobre os preços encontram-se rodeados de incertezas, porque dependem da evolução dos preços das importações, das margens das empresas e dos salários nominais.



Aconteceu na semana passada... no Japão

Serviços

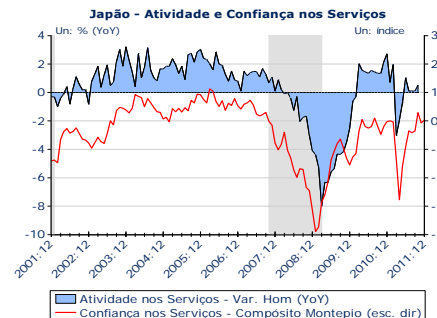
Em dezembro o **índice Economy Watchers** (baseado num inquérito aos trabalhadores japoneses que lidam com o público) relativo à **situação corrente** subiu 2.0 pontos, para 47.0 pontos, passando de um mínimo desde maio para um máximo desde agosto. Recorde-se que em julho o indicador atingiu um máximo desde abril de 2006, tendo sido dos poucos indicadores para a economia japonesa que já tinha recuperado das fortes quedas resultantes do sismo, mas que, desde agosto, tem ficado abaixo do registo de fevereiro, porquanto, no quadro de um abrandamento internacional e perante o elevado valor do iene, começou a corrigir de um eventual excesso de otimismo. No 4ºT2011, o indicador revela-se compatível com um crescimento da economia japonesa de 0.5%, no 4ºT2011, acima das nossas perspetivas (+0.1%).

No entanto, o indicador de **expectativas** caiu mais 0.3 pontos, e já pelo 6º mês consecutivo, para novos mínimos desde abril, sendo que já desde novembro se encontrava ligeiramente abaixo da sua média histórica. O indicador encontra-se também abaixo do índice análogo relativo à situação corrente, sinalizando mais uma ligeira correção no indicador de situação atual no mês de janeiro. A observar-se essa evolução do indicador de situação atual, sinalizaria um crescimento da economia japonesa de 0.3% no 1ºT2012, neste caso menos do que perspetivamos. Com efeito, espera-se que ao longo do atual trimestre se venham a dissipar, pelo menos parcialmente, os efeitos negativos ao nível da procura externa líquida com que a economia tem vindo a ser confrontada, em resultado não só do abrandamento internacional e do iene forte, como também das cheias da Tailândia. Já a procura interna deverá continuar a ter um importante suporte, em virtude dos esforços de reconstrução. No entanto, a dimensão do abrandamento económico internacional continua a constituir um sério risco descendente.

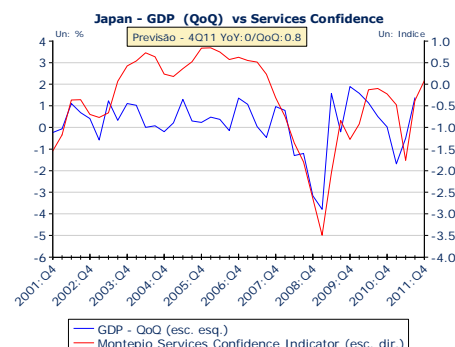
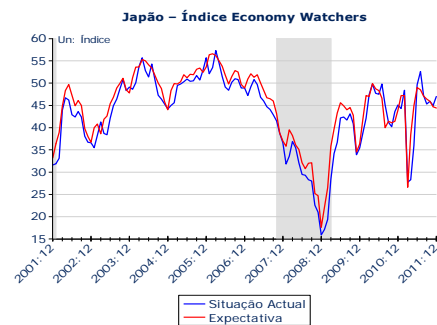
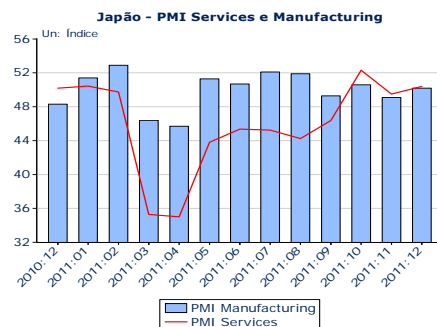
A descida do **Economy Watchers expectativas** resultou de quedas de apenas 2 das 5 componentes, mais intensa na relativa à **indústria transformadora**, mas com a referente aos **consumidores** a ser já a 2ª descida consecutiva, que assim deixou de ser a 2ª componente mais elevada. A componente das **empresas de emprego** registou uma subida, após 4 descidas consecutivas, continuando a ser a mais elevada das diversas componentes e a única acima do limiar dos 50 pontos. Apesar de já não apresentar níveis tão robustos como os que observara antes das anteriores quedas, o indicador continua acima das suas média histórica (e agora novamente da mediana), o que acaba por ser um dado bastante positivo na medida em que as atuais condições no mercado laboral continuam difíceis, como demonstra o facto de o índice **PMI de emprego** se encontrar negativo nos serviços (na indústria está no verde, pelo 6º mês consecutivo).

Indicador composto de confiança nos serviços

Entre os restantes indicadores relacionados com a atividade nos serviços já anteriormente publicados, observaram-se comportamentos díspares. O índice **PMI Services** voltou a sinalizar uma expansão do setor, embora ainda bastante aquém do registo de outubro, o mais elevado desde a sua criação, em setembro de 2007, e mantendo-se acima da sua média histórica. A **confiança entre as pequenas empresas** nos setores **fora da indústria transformadora** perdeu 0.2 pontos, para 45.8 pontos, continuando a corrigir de um máximo desde março. Esta queda não evitou que o **indicador composto do Montepio para a confiança nos serviços** registasse uma descida, encontrando-se pela 7ª vez em 8 meses em níveis compatíveis com a expansão do **índice de atividade no setor terciário**, no mês de dezembro, depois de em novembro as vendas a retalho terem sinalizado a possibilidade da atividade no setor terciário ter registado uma correção do nível mais elevado desde fevereiro. Em termos de PIB, a **confiança nos serviços** revela-se compatível com um forte crescimento da atividade no 4ºT2011, de 0.8%, bem superior às nossas perspetivas (+0.1%) e aos fracos crescimentos que são sinalizados pela confiança dos consumidores e dos industriais.



Japão - Confiança nos Serviços				
	Nível		Diferença	
	Nov-11	Dez-11	Nov-11	Dez-11
Confiança do Consumidor	38.1	-	-0.5	-
Confiança nos Serviços	-0.07	0.03	-0.36	0.09
<i>EcoWatchers - Situação</i>	45.0	47.0	-0.9	2.0
<i>Conf. PME - Non-Manufacturing</i>	46.0	45.8	-0.8	-0.2
<i>PMI Services - Activity</i>	49.5	50.4	-2.8	0.9

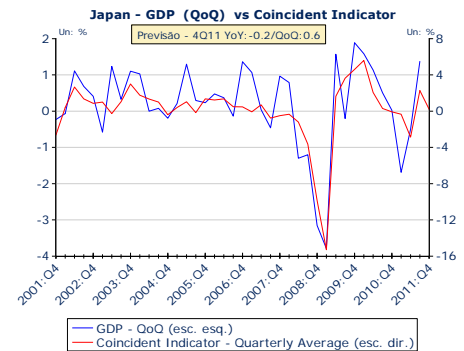


Indicador Coincidente

De acordo com a estimativa preliminar, em novembro, o **indicador coincidente (COI)** do Instituto de Estudos Económicos e Sociais (*ESRI*) desceu 1.1 pontos, para 90.3 pontos (consenso: 90.3 pontos), anulando grande parte da subida de 1.3 pontos do mês anterior, que o tinha colocado num máximo desde fevereiro, voltando agora a aproximar-se do registo de setembro, um mínimo desde maio. Refira-se que em novembro o indicador sofreu uma alteração metodológica, deixando de exibir uma tendência e passando, assim, a ser apenas um indicador cíclico. Neste contexto, importa comparar o registo de novembro com a sua média de longo-prazo (1985-2011), constatando-se que o indicador sinaliza um ímpeto de crescimento da economia naquele mês inferior à sua média, em grande medida, refletindo as fracas leituras dos indicadores do setor industrial.

De facto, o indicador foi prejudicado sobretudo pelos dados daquele setor (produção industrial, utilização da capacidade instalada na indústria, vendas, horas extraordinárias), havendo ainda a destacar o contributo negativo das vendas a retalho e das vendas dos grossistas. Já pela positiva destaca-se o contributo das ofertas de empregos. Das 11 variáveis utilizadas para o cálculo do *COI*, 4 evoluíram favoravelmente e 7 tiveram contributos negativos.

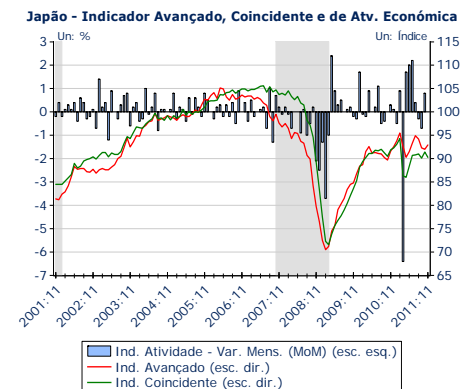
Apesar da descida de novembro, em termos trimestrais, para o 4ºT2011, e segundo os cálculos do Departamento de Estudos do Montepio, o *COI* sinaliza um crescimento trimestral do PIB de 0.6%, um valor que é bem superior ao nosso cenário central (de 0.0% a +0.2%).



Indicador Avançado

De acordo com a estimativa preliminar de novembro, o **indicador avançado (LEI)** subiu 0.9 pontos, recuperando cerca de 1/3 das perdas acumuladas nos três meses anteriores, que o tinham colocado em mínimos desde maio. Refira-se que em novembro o indicador sofreu uma alteração metodológica, deixando de exibir uma tendência e passando, assim, a ser apenas um indicador cíclico. Neste contexto, importa comparar o registo de novembro com a sua média de longo-prazo (1985-2011), constatando-se que o indicador sinaliza um ímpeto de crescimento da economia para os próximos meses superior à sua média. Para o **1ºT2012**, segundo os cálculos do Departamento de Estudos do Montepio, e admitindo que permanece nos atuais níveis até final do trimestre, o *LEI* sinaliza um crescimento trimestral do PIB de 0.4%. Trata-se de um valor mais conservador que o nosso cenário, uma vez que já se terão dissipado, pelo menos parcialmente, os efeitos negativos ao nível da procura externa líquida com que a economia tem vindo a ser confrontada, em resultado não só do abrandamento internacional e do iene forte, como também das cheias da Tailândia. Já a procura interna deverá continuar a ter um importante suporte, em virtude dos esforços de reconstrução. No entanto, a dimensão do abrandamento económico internacional continua a constituir um sério risco descendente.

A subida de novembro refletiu efeitos contrários entre os 10 dos 12 indicadores já disponíveis que são utilizados na sua construção, mas com a maioria a evidenciar contributos positivos (4), tendo três indicadores registado um contributo nulo e outros três contributos negativos, sobretudo os referentes aos preços das *commodities* (-0.4 p.p.) e às entregas de bens duradouros (-0.3 p.p.). Já o maior contributo positivo foi pelos fogos iniciado (+0.6 p.p.), seguido do rácio de bens de investimento produtos de consumo acabados nas prateleiras dos industriais (+0.5 p.p.) e das novas ofertas de emprego (+0.4 p.p.).



Aconteceu na semana passada... na economia mundial
Indicadores Avançados

As leituras de novembro dos **indicadores avançados da OCDE (CLI)**, destinados a detetar as inversões do ciclo económico, continuam a apontar para um abrandamento da atividade económica na maioria dos países da OCDE, bem como nas maiores economias mundiais que não pertencem à organização, com a OCDE a não identificar grandes alterações face à avaliação realizada no mês anterior. O **CLI** para o conjunto dos países membros da OCDE caiu pelo 8º mês consecutivo, mas os **CLIs** para o Japão, EUA e Rússia estão a mostrar sinais mais fortes de uma mudança

	Indicadores Avançados da OCDE											Outlook	
	Valor		Variação		Up/Down		Up 100		Max/Min		Outlook		
	Out	Nov	Out	Nov	Out	Nov	Out	Nov	Mês	Valor	Actual	Anterior	
EUA	101.0	101.2	0.1	0.2	1	2	15	16	Jul-11	101.6	Positive change in momentum	Slowdown	
Canadá	99.3	99.1	-0.3	-0.2	-8	-9	-3	-4	Set-09	98.5	Slowdown	mild loss of growth momentum	
Japão	101.5	101.5	-0.1	0.0	-8	-9	20	21	Out-10	101.3	Positive change in momentum	Slowdown	
Zona Euro	98.7	98.3	-0.6	-0.4	-9	-10	-2	-3	Ago-09	98.1	Slowdown	mild loss of growth momentum	
Alemanha	98.6	97.9	-1.0	-0.8	-8	-9	-2	-3	Out-09	97.8	Slowdown	stable pace of expansion	
França	98.5	98.2	-0.5	-0.3	-9	-10	-3	-4	Mai-09	97.3	Slowdown	loss growth momentum	
Itália	96.3	95.8	-0.8	-0.5	-11	-12	-4	-5	Abr-09	94.2	Slowdown	Loss of growth momentum	
Espanha	100.3	100.1	-0.2	-0.3	-12	-13	25	26	Set-09	99.9	Slowdown*	-	
Portugal	97.4	96.9	-0.6	-0.6	-9	-10	-4	-5	Ago-09	96.0	Slowdown*	-	
R. Unido	98.8	98.4	-0.6	-0.4	-9	-10	-2	-3	Jul-09	98.2	Slowdown	stable, slow pace of expansion	
China	100.1	100.0	-0.1	-0.1	-10	-11	29	-1	Mai-09	99.5	Slowdown	loss growth momentum	
Índia	93.8	93.6	-0.4	-0.2	-21	-22	-8	-9	1994**	106.8	Slowdown	stable pace of expansion	
Rússia	102.3	102.5	0.1	0.2	1	2	16	17	Jun-11	102.6	Positive change in momentum	Slowdown	
Brasil	94.1	93.3	-0.9	-0.7	-10	-11	-6	-7	Mai-09	92.7	Slowdown	Stable pace around the long-ter	

Nota: Caso o actual *Outlook* seja idêntico ao do mês anterior, a coluna anterior refere-se ao período de referência da última alteração.

* A Organização somente atribui *Outlook* para as principais economias, o *outlook* indicado corresponde ao habitualmente atribuído a situações com valores numéricos semelhantes. ** Mínimo histórico.

positiva na dinâmica de crescimento, permanecendo acima tendência de longo prazo. O **CLI** para a China deteriorou-se desde o mês passado e está a apontar para um abrandamento da atividade económica para um crescimento em linha com a tendência de longo prazo. Para outras grandes economias e para a Zona Euro, os **CLIs** continuam a apontar para um abrandamento, para crescimentos abaixo das respetivas médias de longo prazo. Para **Portugal**, o indicador registou uma descida de 0.6 pontos, para 96.9 pontos, caindo pelo 10º mês consecutivo para um mínimo desde agosto de 2009. A organização somente atribui *outlook* para as principais economias. Todavia, se o fizesse para Portugal, provavelmente atribuiria um "slowdown", já que o valor numérico do indicador está entre os de Itália e França, ambos com "slowdown".

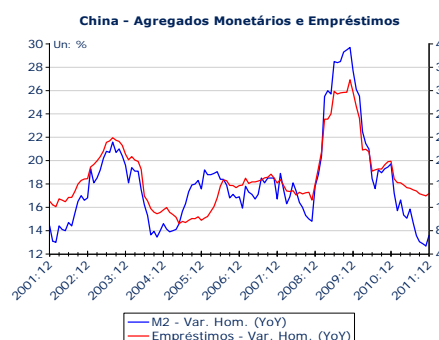
Aconteceu na semana passada... na China
Agregados Monetários

Em dezembro, o ritmo de crescimento homólogo do **agregado monetário M2** acelerou de 12.7% para 13.6%, após 5 meses consecutivos em desaceleração, mas persistindo abaixo da média histórica (+17.9%) e superando as expectativas do mercado (consenso: +12.9%). Em termos mensais, o M2 acelerou para 2.4% (dados ajustados de sazonalidade pelo Departamento de Estudos do Montepio), depois de no mês anterior ter abrandado para 1.0%. Também a média móvel de 3 meses acelerou para 2.8% (+2.4% em novembro), para um máximo desde março de 2009.

Os **novos empréstimos** subiram de 562.2 para 640.5 mil milhões de *yuans* (mM 元) em dezembro, face ao mês anterior, o que representa um acréscimo de amplitude superior ao esperado (consenso: 575 mM 元) e implicou uma acentuada subida homóloga de 33.2%, depois de 3 meses em queda. Os dados ajustados de sazonalidade mostram um aumento mensal de 7.3%, o 6º nos últimos 8 meses, mas com a média móvel de 3 meses a revelar crescimento pelo 10º mês e em aceleração (de +3.2% para +10.4%).

Em 2011, os novos empréstimos apresentaram uma diminuição de 5.6% face ao ano anterior, para 7 483 mM 元 o que representa um nível de novos empréstimos ligeiramente inferior ao *target* de 7 500 mM 元 estabelecido pelo Banco Central para 2010 e que se julga que se tenha mantido para 2011. Ao nível dos **empréstimos totais** observou-se uma aceleração do crescimento homólogo, para 14.3%, depois de 11 meses a abrandar, que tinham culminado no ritmo de crescimento mais reduzido desde novembro de 2008, refletindo o impacto das anteriores medidas de controlo sobre o excesso de crédito na economia. Os dados ajustados de sazonalidade mostram uma subida mensal de 2.0%, em aceleração face ao mês anterior (+1.7%) e sendo a taxa de crescimento mais elevada desde junho 2009.

Desta forma, os indicadores de massa monetária e de crédito mostram uma evolução favorável, depois de um período descendente, possivelmente já começando a refletir o efeito do alívio de algumas medidas de política monetária. Apesar do arrefecimento do crescimento ter sido o objetivo das autoridades chinesas, e que levou à implementação de diversas medidas restritivas, os recentes desenvolvimentos adversos a nível externo, tanto a nível económico, como financeiro, elevaram significativamente os níveis de incerteza e a probabilidade da economia desacelerar mais do que o antecipado. Estas preocupações estão mudar a ênfase das autoridades no controlo da inflação para o combate ao abrandamento, levando recentemente o Banco Popular da China (*PBoC*) a diminuir em 50 p.b. a taxa de reservas obrigatórias de todos os bancos, o que já não acontecia desde 2008, no que parece ser o início de um ciclo de alívio da política monetária, de forma a permitir um *soft-landing* da economia. Esta ação é consistente com a estratégia saída da Conferência Central Económica Anual de 2011 e com as declarações do vice-primeiro-ministro chinês, Wang Qishan, que defendeu recentemente que as "condições económicas globais continuam impiedosas", pelo que "assegurar a recuperação económica é a prioridade máxima".



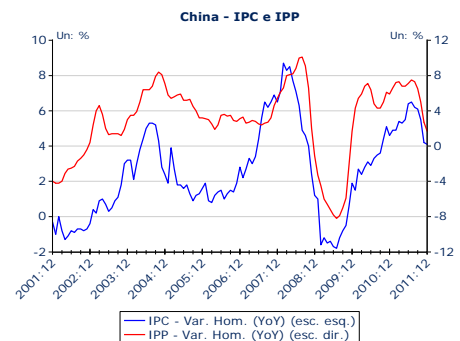
Preços

A **inflação** desacelerou pelo 5º mês consecutivo em dezembro, num movimento associado aos efeitos das medidas contra cíclicas das autoridades, em particular nos serviços, em simultâneo com efeitos de base nos preços de algumas categorias, em especial as energéticas. Este cenário de rápida desaceleração da inflação, em simultâneo com o abrandamento do crescimento do crédito e de perda de fulgor da economia está a dar uma maior margem de manobra ao *PBoC* no sentido do alívio de algumas das restritivas medidas de política monetária, de forma a permitir um *soft-landing* da economia. No que poderá ser o início um ciclo de alívio da política monetária, a 30 de novembro, o *PBoC* diminuiu em 50 p.b. a taxa de reservas obrigatórias de todos os bancos, o que já não acontecia desde 2008. Os recentes desenvolvimentos adversos a nível externo elevaram significativamente os níveis de incerteza e a probabilidade da economia desacelerar mais do que o antecipado, levando as autoridades a mudar a ênfase no controlo da inflação para o combate ao abrandamento económico, o que poderá levar o *PBoC* a efetuar mais um corte na taxa de reservas obrigatórias dos bancos ou mesmo a um corte nas taxas de juro de intervenção já neste mês de janeiro.

A inflação, medida pela taxa de variação homóloga do **índice de preços no consumidor (IPC)**, desacelerou pelo 5º mês consecutivo em dezembro, desta feita de 4.2% para 4.1%, o que se traduz no valor mais reduzido desde setembro de 2010 e num abrandamento de amplitude inferior ao esperado pelo mercado (consenso: +4.0%), voltando a afastar-se do máximo de cerca de 3 anos atingido recentemente em julho (+6.5%). No cômputo de 2011, a inflação situou-se nos 5.4%, excedendo o *target* do Governo de 4.0% fixado no início do ano. As autoridades ainda não fixaram o *target* para 2012.

Entre as componentes, os preços dos **bens alimentares** aceleraram de 8.8% para 9.1%, após 2 desacelerações consecutivas, continuando a aumentar a um ritmo significativo, desta feita refletindo o aumento do preço dos vegetais e do pescado, no período em apreço. Refira-se que parte desta aceleração pode resultar da sazonalidade associada ao ano novo chinês, o qual tipicamente provoca subidas nos preços dos bens alimentares e que, este ano, devido ao facto de se realizar um pouco mais cedo (a 23 de janeiro), terá provocado alguma antecipação nas compras. Por seu turno, os preços dos **bens não-alimentares** desaceleraram pelo 4º mês consecutivo, desta feita de 2.2% para 1.9%, o que representa um mínimo desde igual registo em novembro de 2010, após terem oscilado entre 2.9% e 3.0% entre maio e setembro – níveis estes que representam máximos desde, pelo menos, 2005. Desta forma, o crescimento dos preços dos **bens de consumo** abrandou de 5.0% para 4.9%, para ritmos mínimos desde setembro de 2010, afastando-se do máximo de três anos de 7.6% registado em julho. Também os preços dos **serviços** abrandaram, neste caso pelo 6º mês consecutivo, de 2.4% para 2.0%, para mínimos desde maio de 2010. Refira-se que, em janeiro a inflação nos serviços situou-se nos 4.6%, o que representa um máximo desde, pelo menos, 2005.

Também a taxa de variação homóloga do **índice de preços no produtor (IPP)** desceu pelo 5º mês consecutivo em dezembro, de 2.7% para 1.7%, o que representa o nível mais reduzido desde idêntico registo em dezembro de 2009. Esta descida, em linha com a esperada pelo mercado, refletiu a desaceleração generalizada dos custos com os fornecimentos industriais, que foi passada ao longo da cadeia produtiva até às portas das fábricas, com o crescimento dos preços dos bens de consumo a descer pelo 3º mês consecutivo, desta feita de 3.1% para 2.5%.



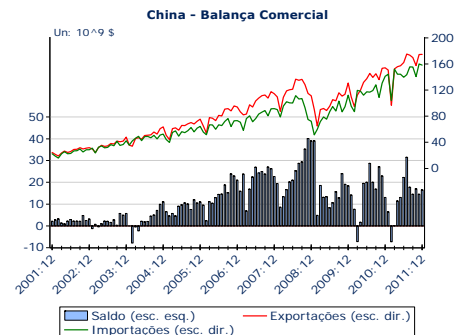
Comércio Externo

O excedente da **balança comercial de bens** situou-se nos 16.5 mil milhões de dólares (mM\$) em dezembro, o que representa um acréscimo de 13.7% face aos 14.5 mM\$ do mês anterior e a 2ª subida dos últimos 5 meses, após o máximo desde janeiro de 2009 observado em julho. Este aumento do excedente, que contrariou as expectativas do mercado (consenso: +8.8 mM\$), reflete um acréscimo das **exportações** (+0.1%), ainda que marginal, mas o 2º consecutivo, em simultâneo com uma quebra das **importações** (-1.1%), que assim recuaram do máximo histórico. Atentando aos dados ajustados de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), o saldo da balança comercial de bens evoluiu no mesmo sentido, subindo pela 2ª vez, desta feita de 4.6 para 7.7 mM\$, após 3 quebras consecutivas, mas devido a uma superior descida das importações (-3.9%) em relação às exportações (-1.9%), com ambas a recuarem dos máximos históricos atingidos no mês anterior. Depois de em fevereiro de 2011 ter-se observado o 1º défice comercial em 7 anos (e o 2º maior desde o início da série, em 1990), em março iniciou-se uma trajetória ascendente, que foi invertida em agosto. Todavia, atendendo à situação económica internacional, não é claro que estejamos perante um retomar daquela trajetória ascendente, mas antes numa pausa do movimento descendente.

Em termos bilaterais, o excedente comercial com os EUA diminuiu para 17.5 mM\$ (19.5 mM\$ em novembro), o mais reduzido desde maio de 2011, refletindo uma diminuição das exportações e um aumento das importações. Com a União Europeia, o excedente aumentou modestamente para 11.9 mM\$ (11.8 mM\$ em novembro), refletindo uma marginal quebra das importações e a estagnação das exportações. Face aos principais parceiros asiáticos, o défice comercial com o Japão, *Taiwan* e a Coreia do Sul aumentou para, respetivamente, 3.4 mM\$, 8.0 mM\$ e 7.9 mM\$, nos dois primeiros casos refletindo uma diminuição das exportações e aumentos das importações, e no último caso uma superior redução das exportações em relação às importações. Face à Austrália, o défice diminuiu para 4.3 mM\$, como resultado do menor decréscimo das exportações.

Face a igual período de 2010, o crescimento das exportações abrandou de 13.8% para 13.4%, pelo 4º mês consecutivo, enquanto o das importações desacelerou de 22.1% para 11.8%, o ritmo de crescimento mais reduzido desde outubro de 2009, na mais recente evidência do abrandamento económico, tanto a nível interno, como externo, e que levou no final de novembro o Banco Popular da China (*PBoC*) a diminuir em 50 p.b. a taxa de reservas obrigatórias de todos os bancos, o que já não acontecia desde 2008, no que parece ser o início de um ciclo de alívio das restritivas medidas de política monetária, de forma a permitir um *soft-landing* da economia. Esta ilação é consistente com as declarações do vice-primeiro-ministro chinês, Wang Qishan, que defendeu recentemente que as “condições económicas globais continuam impiedosas”, pelo que “assegurar a recuperação económica é a prioridade máxima”.

Para o **4ºT2011**, estes dados evidenciam um contributo negativo das **exportações líquidas** para o crescimento homólogo nominal do PIB, em agravamento face à marginal contribuição negativa verificada no trimestre anterior.

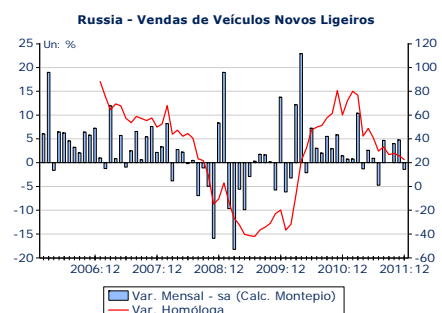


Aconteceu na semana passada... na Rússia

Consumo Privado

De acordo com a Associação de Empresas Europeias na Rússia (*AEB*), as **vendas de veículos novos ligeiros de passageiros e comerciais** situaram-se nos 251.4 mil em dezembro, o que se traduz num crescimento homólogo de 23.0%, desacelerando face aos 26.0% do mês anterior. Atentando aos dados ajustados de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), as vendas caíram 1.2% no mês, depois de um crescimento de 4.8% em novembro, que havia colocado as vendas de viaturas em níveis máximos históricos. Os dados revelam um crescimento homólogo de 25.3% no **4ºT2011**, o que se traduz num registo ligeiramente abaixo da sua média histórica, mas continuando a dar indicações favoráveis para o consumo privado de bens duradouros (por via da componente de passageiros) e para o investimento (por via da componente de veículos comerciais), mas em desaceleração face aos trimestres anteriores (+43.7% no 2ºT2011, e +29.3% no 3ºT2011).

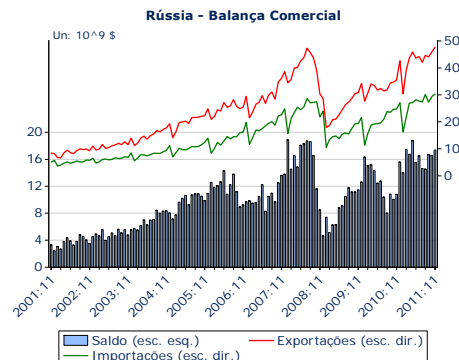
No cômputo de 2011, as vendas cresceram 39% para 2.65 milhões de veículos, superando a previsão de 2.6 milhões de *AEB*, impulsionadas pela recuperação económica e, em particular, pelo programa governamental conhecido como *cash-for-clunkers*, idêntico a outros postos em prática em diversos países, como medida de estímulo à economia. David Thomas, Presidente do comité de fabricantes de automóveis da *AEB*, prevê que as vendas se situem nas 2.8 milhões de unidades em 2012, o que colocaria as vendas de veículos novos ligeiros de passageiros e comerciais praticamente nos níveis pré-crise de 2008, quando se situaram nos 2.9 milhões. O intervalo de previsão da *AEB* situa-se entre os 2.6 milhões e os 3.0 milhões, com o limite inferior a representar um agravamento da crise da euro e uma consequente estagnação do mercado. Apesar das vendas poderem vir a sofrer, os estímulos ao crescimento mantêm-se: i) baixo índice de propriedade de veículos automóveis; ii) idade avançada dos veículos em circulação; e iii) crescimento do investimento em algumas regiões. No entanto, para que as previsões se materializem, será necessário que a oferta de financiamento para a aquisição de automóveis se mantenha, bem como um estável clima de investimento para construtores e retalhistas.



Comércio Externo

O excedente da **balança comercial de bens** situou-se nos 17.4 mil milhões de dólares (mM\$) em novembro, o que se traduz num acréscimo face aos 16.6 mM\$ do mês anterior, refletindo uma superior subida das exportações (+3.8%) face ao acréscimo das importações (+3.1%), ambas para novos máximos históricos. Os dados ajustados de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio) confirmam o acréscimo do excedente, e inclusivamente para um máximo histórico, igualmente com as **exportações** (+7.6%) a destacarem-se, ao atingirem o nível mais elevado de sempre e a registarem um superior crescimento comparativamente às **importações** (+6.0%). As exportações subiram pela 2ª vez consecutiva e a um ritmo superior ao do mês anterior, o mesmo sucedendo com as importações, num contexto de depreciação do rublo no mês em análise, que torna as exportações mais apetecíveis e os bens importados mais caros – mostrando o atual dinamismo da procura interna. Refira-se que, o rublo se depreciou acentuadamente face ao dólar entre o final de agosto e início de outubro (cerca de 18%), após ter permanecido relativamente estável nos três meses anteriores e de ter contabilizado uma tendência de apreciação desde o final de 2010 até ao máximo de cerca de 2 anos e ½ dos primeiros dias de maio.

Em termos trimestrais, agora numa análise face a igual período do ano anterior (o PIB é divulgado através de variações homólogas) e ainda com a informação de dezembro em falta, as trocas comerciais evidenciam um novo abrandamento no 4ºT2011, mas mantendo um elevado ritmo de crescimento homólogo, bem mais dinâmico nas exportações, que crescem (+33.3%), ao passo que o ritmo de crescimento das importações (+20.9%) está a abrandar para níveis não vistos desde o 1ºT2010, embora continuando ainda assinalável. Assim, estes registos nominais da balança comercial de bens apontam para uma contribuição positiva das exportações líquidas para o crescimento homólogo do PIB no último trimestre do ano, se bem que inferior à do 3ºT2011.



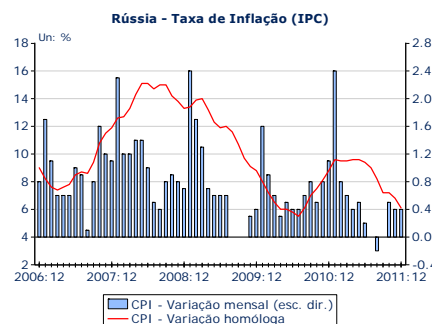
Preços

A **inflação**, medida pela taxa de variação homóloga do índice de preços no consumidor (IPC), diminuiu 0.7 p.p. para 6.1% em dezembro, pelo 2º mês, o que representa o nível mais reduzido desde igual registo em agosto de 2010, após dois meses nos 7.2%. Desta forma, pela 2ª vez a inflação situou-se dentro do objetivo para o ano, fixado no intervalo [6%; 7%], naquela que representa a leitura de fim de ano mais reduzida desde a queda da União Soviética. Refira-se que, a inflação situou-se em 5.5% em julho de 2010, o que representa o mínimo desta série iniciada em 1991 (após o colapso da União Soviética), tendo a partir daí encetado uma trajetória ascendente, motivada pela subida dos preços dos bens alimentares, devido à forte seca que assolou o país e pelo ressurgir dos preços dos combustíveis. Em meados do ano de 2011 estabilizou, encontrando-se atualmente a descrever uma tendência descendente, beneficiando do efeito de base proporcionado pelo recuo dos preços dos bens alimentares e dos combustíveis.

O abrandamento da inflação deve-se a uma evolução favorável de todas as componentes, em particular dos preços dos bens alimentares. A inflação nos **bens alimentares** desacelerou pelo 8º mês consecutivo, desta feita de 5.3% para 3.9%, para um novo nível mínimo histórico. Os preços dos **bens não-alimentares** abrandaram de 6.8% para 6.7%, abrandando pelo 2º mês e travando a tendência ascendente observada desde novembro de 2010, depois de ter atingido um mínimo histórico de 4.4% em setembro desse ano. Por seu turno, o crescimento homólogo dos preços dos **serviços** desceu de 8.8% para 8.7%, para um mínimo desde maio, saindo assim do intervalo que havia sido característico desde junho (entre 8.8% e 9.0%).

Em termos mensais, o IPC registou um crescimento de 0.4%, idêntico ao do mês anterior, refletindo a aceleração dos preços dos bens alimentares (de +0.5% para +0.7%) e dos serviços (de +0.1% para +0.3%), que anularam a desaceleração dos preços dos bens não-alimentares (de +0.6% para +0.3%). O índice **core**, que exclui os preços fixados administrativamente e os voláteis bens hortícolas e frutícolas, também subiu 0.4%, mas desacelerando face ao mês anterior, mostrando um alívio nas pressões inflacionistas de fundo.

Foi perante este cenário de consolidação da tendência descendente da inflação, que agora se situa dentro do intervalo fixado como objetivo para 2011 e que, num contexto em que o adiamento do planeado aumento das tarifas e dos preços regulados (para meados de 2012), deverá levar a inflação a cair significativamente no início do ano, que o Banco da Rússia, na última reunião do comité de política monetária, desceu a sua principal taxa de intervenção, a taxa de refinanciamento, em 25 p.b. para 8.00%, decisão extensível a taxas de juro de algumas facilidades permanentes de cedência de liquidez de curto prazo. No entanto, do lado das facilidades permanentes de absorção de liquidez, a taxa de depósitos (*overnight*) subiu 25 p.b.. A decisão de estreitar a diferença entre as taxas de juro de cedência e absorção de liquidez tem como objetivo diminuir a volatilidade das taxas do mercado monetário, reforçando assim o canal de transmissão da política monetária para a inflação.



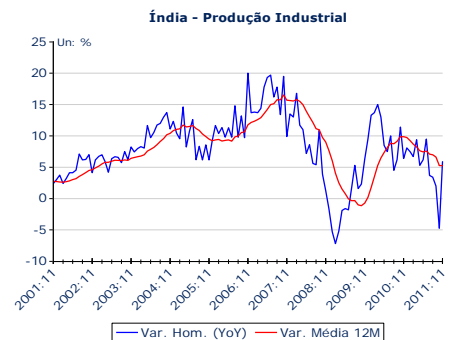
Aconteceu na semana passada... na Índia

Indústria

Em novembro a **produção industrial** contabilizou um acréscimo homólogo de 5.9%, mais do que revertendo a pontual e intensa queda de 4.7% observada no mês anterior, que fora ademais revista em baixa (dos anteriores -5.1%) e que havia marcado o regresso da atividade industrial às contrações, após um período de crescimento ininterrupto iniciado em julho de 2009. O resultado surpreendeu o mercado pela positiva, que esperava uma recuperação menos intensa (consenso: +2.1%), tendo grande parte deste revés da evolução homóloga da produção ficado a dever-se ao facto do dado de outubro ter sido penalizado pelo menor número de dias úteis quando comparado com o mesmo mês do ano anterior. Estes dados são corroborados pela sua média móvel de 3 meses, medida mais alisada deste volátil indicador, a qual subiu dos 0.2% observados em outubro, igualmente o ritmo de crescimento mais reduzido desde o final da última recessão internacional (-0.6% em julho de 2009) para 1.1%. Os dados ajustados de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio) dão conta de uma intensa subida mensal de 9.4%, o ritmo mais elevado da história desta série iniciada em 1981, interrompendo uma série de quatro decréscimos consecutivos (-3.9 no mês anterior), com a atividade industrial a ascender a níveis máximos desde março de 2011. A indústria transformadora assumiu um papel de relevo nesta recuperação, depois de também ter sido a mais penalizada pelo atípico mês de outubro (+10.9% vs -4.8% no mês anterior), fortemente impulsionada pela **produção de bens de investimento**, que expandiu 25.8%, embora continuando a evidenciar a maior queda homóloga da produção entre os diversos subsectores. Apesar da produção de bens de investimento apenas ter conseguido para já recuperar para máximos desde julho de 2011, trata-se de resultados que vêm trazer algum alívio às perspectivas de investimento particularmente negativas que se estavam a formar, no âmbito de taxas de juro nominais elevadas, após os sucessivos apertos da política monetária por parte do Banco Central, e da persistência de elevados níveis de inflação. Uma situação que se tem visto agravada pelo abrandamento da economia mundial e pela redução da entrada de fluxos financeiros internacionais, em face da continuada incerteza associada à crise da dívida pública da Zona Euro.

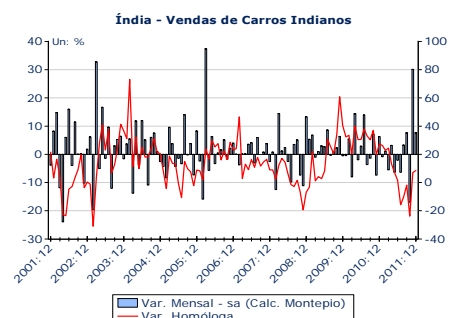
Em termos **setoriais**, o dinamismo da produção de **utilities** é cada vez mais a exceção ao quadro de rápida deterioração, apresentando um crescimento mensal de 1.5% e uma variação homóloga da média móvel de 3 meses de 9.7%, ao passo que a produção na **indústria extrativa** se encontra no polo oposto, tendo observado um crescimento mensal de 2.6%, mas mantendo-se a evidenciar uma intensa queda homóloga de 5.9%, aliviando apenas ligeiramente da contração observada no mês anterior (-6.2%), que fora a maior desde que há dados comparáveis (1982). Ao nível da **indústria transformadora**, e para além dos referidos **bens de investimento**, os **bens de consumo duradouro** e os **bens de consumo não-duradouro** permanecem como os mais dinâmicos, depois da pontual contração observada por estes últimos no mês de outubro, ao passo que os **bens intermédios** contabilizaram a 2ª queda homóloga (consecutiva) desde o verão de 2009.

Em dezembro, o índice de produção do **PMI Manufacturing** recuperou da queda do mês anterior, evidenciando o ritmo de crescimento mais elevado desde agosto, sugerindo uma aceleração do ímpeto do setor transformador e, por arrasto, na totalidade da atividade industrial, pese embora, depois do forte crescimento mensal observado em novembro, seja provável assistir-se a um crescimento mais moderado no derradeiro mês de 2011, com o respetivo crescimento homólogo a poder também desacelerar marginalmente. Estes dados não vieram alterar as nossas perspectivas de crescimento da Índia para o **4ºT2011**, que já tinham implícitas uma recuperação da anormal queda da atividade industrial observada no arranque desse trimestre, apontando-se para uma manutenção do crescimento homólogo do PIB observado no 3ºT2011 (+6.9%), seguindo-se ligeiras acelerações nos dois primeiros trimestres deste ano. Globalmente, continuamos a defender o cenário de *soft landing*, pese embora agora com a economia a ver-se mais penalizada pelo abrandamento global.



Setor Automóvel

De acordo com a associação indiana dos fabricantes de veículos (**SIAM**), em dezembro as **ventas de carros produzidos localmente** registaram uma subida homóloga de 7.2%, a 2ª consecutiva e em ligeira aceleração (+7.0% no mês anterior), pese embora após um ciclo de 4 meses de quedas, a última das quais bastante intensa (-23.8% em outubro). Esta evolução esteve associada a um decréscimo mensal das vendas de 6.9%, mas que os dados ajustados de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio) apontam tratar-se de um crescimento de 7.0%, o 2º consecutivo, embora em marcada desaceleração depois da forte expansão de 30.2% observada em novembro, com as vendas de carros a renovarem níveis máximos desde o início da série, em abril de 1998. Apesar das melhorias evidenciadas pelas duas últimas leituras mensais do ano, as vendas de carros registaram no **4ºT2011** uma contração homóloga de 3.2%, em desaggravamento (-9.2% no 3ºT2011), mas representando a 2ª queda consecutiva, sendo necessário recuar até à 2ª metade de 2008 para se observar um período relativamente similar, mas ainda assim um pouco menos desfavorável, na altura em plena crise económica e financeira internacional. Trata-se de indicações pouco favoráveis para a evolução do consumo privado de bens duradouros no derradeiro trimestre do ano. Esta retração trimestral nas vendas de veículos terá resultado sobretudo: *i)* do abrandamento do crescimento dos rendimentos reais das famílias; *ii)* das condições financeiras menos apelativas, resultantes das subidas de taxas por parte do *Reserve Bank of India*; *iii)* do facto de entre o 3ºT2009 e o 1ºT2011 as vendas terem crescido cerca do dobro da sua média histórica (1999-2011) de 15%, crescimentos que eram manifestamente insustentáveis, embora, numa 1ª fase, também tivessem resultado de efeitos de base favoráveis, na sequência da crise económica de 2008/09.



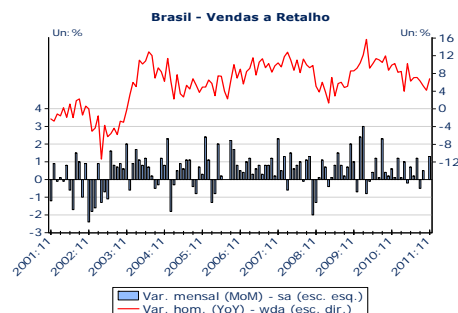
Aconteceu na semana passada... no Brasil

Consumo Privado

Em novembro as **vendas a retalho** em termos reais e ajustadas de sazonalidade subiram 1.3%, superando as expectativas de consenso, que esperavam um aumento de 0.4%, mas depois de no mês anterior terem inesperadamente estagnado. Assim, as vendas a retalho atingiram um novo máximo histórico. Embora com maior volatilidade, as **vendas a retalho ampliadas**, que incluem as vendas de **veículos e componentes** e de **material de construção**, representando melhor o consumo privado de bens, subiram 1.5%, recuperando completamente da queda de 0.3% do mês anterior e atingindo também um máximo histórico.

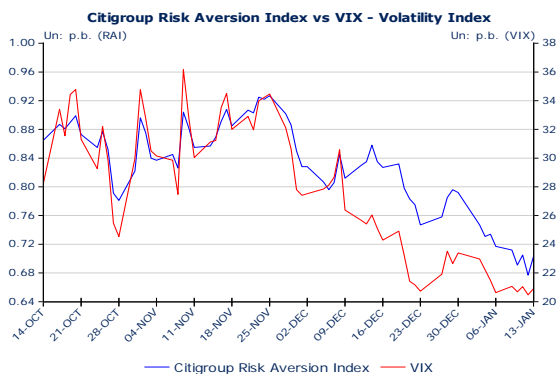
Depois de no 3ºT2011 ter-se observado um avanço trimestral de 1.5% das vendas a retalho, o registo dos dois primeiros meses do 4ºT2011 evidenciam um crescimento de 0.8% face à média do trimestre anterior, sendo que o crescimento na totalidade do trimestre poderá subir para 1.2% caso as vendas em dezembro tenham crescido ao mesmo ritmo de outubro e novembro. Não obstante aquele crescimento trimestral no 3ºT2011, o **consumo privado** acabou por descer 0.1%, observando a 1ª queda desde o 4ºT2008, em parte refletindo a consecutiva delapidação dos rendimentos reais em resultado da aceleração da inflação durante o trimestre. Apesar da situação robusta do mercado laboral, esta recente evolução do consumo continua a dar argumentos ao Banco Central para prosseguir com os cortes de taxas. Recorde-se que, na reunião de 30 de novembro, a autoridade manteve o enviesamento de neutral, o que foi entendido não como premonitório de estabilização da selic aos níveis atuais, mas sim de que a autoridade está confortável com o ritmo de descida da mesma, com os mercados a incorporarem que a taxa selic atingirá um valor de 9.5% ou menos em abril deste ano, o que só será exequível se o Copom voltar a cortar a selic em 50 p.b. nas três reuniões que dispõe até essa data (janeiro, março e abril).

O nosso **indicador composto para o PIB do Brasil** aponta para um crescimento trimestral no 4ºT2011 de 0.4%, o mesmo que apontava há um mês atrás, sendo que os valores de consenso entre os economistas contactados pelo *BACEN* desceram de 0.8% para 0.4%, o que apesar de tudo constitui uma performance melhor do que a observada no 3ºT2011, quando o PIB estagnou.



Mercados Financeiros – Balanço positivo na segunda semana do ano...

Na segunda semana do ano, o balanço acabou por ser positivo, com os mercados financeiros a flutuarem ao sabor das notícias. O início da semana foi bastante promissor, com os mercados a serem sustentados pela euforia do início da época de divulgação de resultados das empresas norte-americanas, acompanhada pelo aumento da probabilidade da China avançar em breve com medidas de estímulo económico, assim como pelo sucesso dos leilões de dívida pública de Espanha e de Itália. Com o decorrer da semana, este sentimento positivo foi sendo temperado por dados a apontarem para alguma perda de ímpeto do crescimento dos EUA em alguns setores, em simultâneo com a persistência de alguns receios quando à situação europeia, em particular após rumores de descida do *rating* de vários países da Zona Euro, por parte da agência *Standard & Poor's* (*S&P*), entre os quais a França. Já depois do fecho do mercado europeu, confirmaram-se os rumores.



O comportamento da maioria das classes de ativos foi condizente com esta realidade. Os mercados acionistas de referência registaram ganhos. No mercado cambial, o dólar apreciou-se e o euro e a libra cederam. As taxas *Euribor* desceram, continuando o processo de ajustamento às taxas do BCE, e as taxas *Libor* do dólar voltaram a diminuir, num contexto de redução dos prémios de risco. As *yields* dos *bunds* alemães e dos *treasuries* norte-americanos desceram, assim como as taxas da dívida das economias mais periféricas da Zona Euro, com as medidas de risco da dívida pública a registarem uma descida, quer nos spreads a 10 anos sobre a dívida alemã, quer nos *CDS* a 5 anos. No segmento de dívida privada o sentimento evoluiu favoravelmente. Os índices de referência para as mercadorias (*commodities*) desceram, mas refletindo quase exclusivamente a descida dos preços do barril de petróleo e a queda dos produtos agrícolas.

Neste contexto, os principais **mercados acionistas** da Europa e dos EUA não mostraram uma tendência definida ao longo da semana, que acabou por ser positiva. O índice das 50 maiores capitalizações bolsistas da Zona Euro, o **Eurostoxx 50**, fechou a semana a valorizar 1.7%, desempenho extensível à generalidade dos índices nacionais que seguimos. As valorizações oscilaram entre

os 2.5% do italiano *FTSE MIB* e os 1.4% do alemão *DAX*. A exceção coube ao *benchmark* português **PSI-20** que caiu 2.1%. A desvalorização do principal índice de Portugal deveu-se à descida de 13 dos 20 constituintes. Os maiores contributos negativos para a evolução do índice foram dados pela *GALP* (-0.6 p.p.), pela *Jerónimo Martins* (-0.5 p.p.) e pela *EDP Renováveis* (-0.5 p.p.), que desceram, respetivamente, 3.5%, 2.7% e 7.4%. O maior contributo positivo adveio do *BES* (+0.2 p.p.), que subiu 5.5%.

Nos EUA, os índices **Dow Jones Industrial Average**, **S&P 500** e **Nasdaq** valorizaram 0.5%, 0.9% e 1.4%, respetivamente, apesar da interpretação desfavorável pelo mercado dos dados macroeconómicos divulgados para os EUA (ver: *Aconteceu na semana passada... nos EUA*), em particular os referentes às vendas a retalho e aos pedidos de emprego, que se juntaram ao desfavorável início da época de resultados, já que das 30 empresas do *S&P 500* com resultados divulgados, apenas 46.7% apresentaram resultados acima do previsto pelos analistas de mercado. Entre as desilusões por resultados aquém do esperado ou pela confirmação de maus resultados estiveram a *Alcoa* e o *JPMorgan Chase*. A *Alcoa* registou um prejuízo de 191 milhões de dólares (M\$), no último trimestre, o que compara com o lucro de 258 M\$ no período homólogo. A financeira *JPMorgan Chase* registou uma quebra dos resultados líquidos de 23%, para 4.83 mil milhões de dólares (mM\$), mas ainda assim em linha com as expectativas do mercado.

O **mercado cambial** também não mostrou uma tendência definida, com a envolvente a penalizar as principais divisas europeias. O euro finalizou a semana com depreciações de 0.3% face ao dólar e de 0.6% face ao iene, tendo registado uma apreciação de 0.5% face à libra esterlina, levando o **índice de taxa de câmbio efetiva nominal do euro** a descer 0.2%. Por seu turno, o dólar perdeu 0.2% face ao iene mas apreciou 0.8% contra à libra, o que conjuntamente com o avanço face ao euro suportou uma subida de 0.3% do *Dollar Index*. A libra foi a grande perdedora, com o **índice de taxa de câmbio efetiva nominal da libra** a descer 1.2%.

No segmento da **dívida pública** os desenvolvimentos resultaram numa descida das **yields da dívida pública de referência**. As *yields* dos *bunds* alemães a 2 e a 10 anos desceram 1 p.b. e 9 p.b., respetivamente, tendo as *yields* dos *treasuries* diminuído igualmente 9 p.b. nos 10 anos e 3 p.b. nos 2 anos. Quanto às *yields* dos títulos de dívida pública a 10 anos da generalidade dos países mais periféricos, verificaram-se descidas, com destaque para a dívida de Portugal (-79 p.b.), de Espanha (-49 p.b.) e de Itália (-49 p.b.). Este movimento foi revertido apenas parcialmente no final da semana, refletindo os rumores de que a *S&P* iria descer os *ratings* de alguns dos 15 países da Zona Euro, advertidos por esta agência em dezembro passado (16 com o Chipre, que já tinha sido avisado antes), incluindo França, que assim perderia estatuto de *AAA*, mas que a Alemanha estaria a salvo. Estes rumores levaram o BCE a intervir no mercado secundário, adquirindo títulos de dívida de Espanha e Itália, ao abrigo do *Securities Market Programme*.

Já depois do fecho do mercado europeu confirmaram-se os rumores. A S&P anunciou que desceu o *rating* de França (AA+) e Áustria (AA+), que eram 2 dos 6 Estados-Membros classificados com "tríplice A", restando agora 4 países com a notação máxima das principais agências de notação de risco de crédito: Alemanha, Finlândia, Luxemburgo e Holanda. Àqueles juntaram-se as descidas na notação da dívida de Chipre (BB+), Itália (BBB+), Eslováquia (A), Eslovénia (A+), Espanha (A), Malta (A-) e Portugal (BB). Bélgica (AA), Estónia (AA-) e Irlanda (BBB+) mantiveram os *ratings*. Desta forma, o *rating* de Espanha, Itália, Chipre e Portugal desceu em 2 níveis, tendo os 2 últimos deixado de pertencer ao escalão de *investment grade*, estando agora em *speculative grade*, sendo que Itália encontra-se agora em BBB+, 2 níveis (BBB e BBB-) acima de *speculative grade*. A S&P retirou o *credit watch* aos países da Zona Euro mas manteve o *outlook* negativo da maioria das economias da região, com a exceção da Eslováquia e da Alemanha, cujos respetivos *outlooks* passaram de negativos para estáveis.

Assim, os **spreads da dívida das economias da Zona Euro** acabaram por descer na generalidade das economias, liderados pela portuguesa (-70 p.b.), seguida da grega (-48 p.b.), da espanhola (-40 p.b.), da italiana (-40 p.b.), da belga (-39 p.b.) e da irlandesa (-36 p.b.).

Os **CDS a 5 anos** da dívida das economias mais periféricas registaram igualmente quedas, mas com os CDS sobre a dívida grega a continuarem a mostrar uma probabilidade implícita de *default* na vizinhança dos 100%. Apenas com o rumor da descida dos *ratings* a pesar nas decisões dos investidores, e tardiamente na semana, esta acabou por ser favorável às colocações em **mercado primário de dívida pública**. A Alemanha colocou com sucesso 3.153 mM€ em obrigações a 5 anos, com uma *yield* média de 0.9%, a qual se situou abaixo dos 1.1% registados na última sessão comparável. Por seu lado, a Espanha emitiu 9.98 mM€ em títulos a 3, 4 e 5 anos, com as *yields* médias a caírem para 3.384% (5.187% no leilão anterior), 3.748% (4.871% no anterior) e 3.912% (4.898% no anterior), respetivamente, numa colocação que praticamente duplicou os 5.0 mM€ esperados. A Itália colocou 3.5 mM€ de dívida de curto prazo (136 dias), com uma *yield* média de 1.644%, e emitiu 8.5 mM€ com maturidade de 1 ano, com a *yield* a situar-se nos 2.735% (5.952% no anterior leilão). A emissão de Itália a 3 anos ascendeu a 4.75 mM€, com uma *yield* de 4.83% (5.62% no anterior).

No **mercado monetário interbancário** (MMI), as taxas **Euribor** a 3, 6 e 12 meses registaram descidas para 1.231%, 1.514% e 1.842%, respetivamente, continuando o processo, que desde o final de 2011 passou a ser a um ritmo superior, de ajustamento à principal taxa de referência do BCE, atualmente em 1.0%. Refira-se que, na reunião de 12 de janeiro, como esperado, o BCE decidiu manter inalterada em 1.00% a *refi rate*, em mínimos históricos, depois de a ter descido em 0.25 p.p. em cada das duas últimas reuniões mensais de 2011. Não foram anunciadas quaisquer medidas

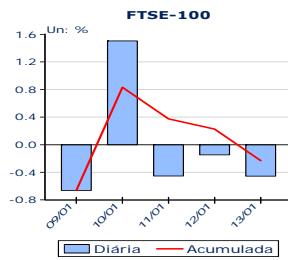
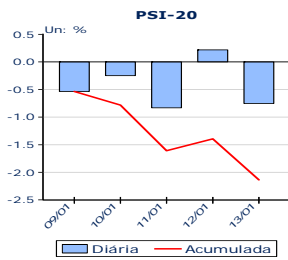
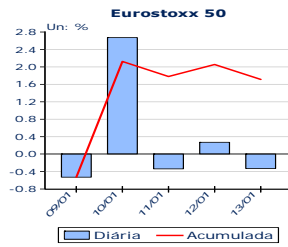
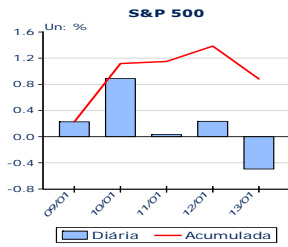
adicionais não-convencionais de política monetária, depois de na anterior reunião, e de forma a responder aos sinais de deterioração das condições financeiras na região, o BCE ter anunciado um reforço das medidas de apoio ao setor bancário europeu, como forma de aliviar pressões de liquidez e procurando garantir que o sistema financeiro conceda crédito à economia durante 2012, entre as quais a inédita cedência de liquidez a linhas de 3 anos, objetivos que o BCE considera que já estão a começar a ser cumpridos, ao trazerem alguma liquidez ao mercado interbancário e consequente alívio das taxas **Euribor** (ver: *O destaque da semana passada... na Zona Euro*). Ao contrário do que tem sido habitual, as taxas **Libor** do dólar desceram marginalmente, fazendo uma pausa na paulatina tendência ascendente, com os 3, 6 e 12 meses a registarem decréscimos para 0.567%, 0.794% e 1.114%, respetivamente.

Estas quedas resultaram da descida do risco no MMI, medido pelo **OIS spread** (i.e., o diferencial de juros entre operações com risco e operações com risco ínfimo, por se tratar de uma operação *swap* em que apenas os diferenciais de juros são trocados), tanto no mercado do euro, como no do dólar. No mercado do euro estes *spreads* encontram-se bem mais elevados, demonstrando a relutância que os bancos têm tido em emprestar dinheiro entre si, preferindo, em muitos casos, a segurança dos depósitos remunerados a taxas mais baixas junto do BCE, às taxas mais apelativas, mas mais arriscadas, oferecidas pelos outros bancos.

No **mercado de dívida privada** o sentimento melhorou, com o **Itraxx 5Y**, o índice geral de *investment grade*, a descer 6 p.b., tendo o **Itraxx Financials**, o mais exposto à crise da dívida soberana, registado uma diminuição de 28 p.b.. O **Itraxx Cross-Over**, relativo aos ativos de *speculative grade*, especialmente sensível ao sentimento de mercado e ao ciclo económico, caiu 25 p.b..

O desempenho dos índices de referência para as **commodities** foi negativo, refletindo a queda dos produtos agrícolas e sobretudo o recuo do preço do barril de petróleo, devido, entre outros fatores, a um desanuiamento da situação com o Irão, depois de fontes oficiais afirmarem que o embargo da União Europeia ao Irão irá atrasar-se pelo menos em 6 meses, de forma a possibilitar que países com maiores dificuldades tenham mais tempo para encontrar fornecedores alternativos. O **CRB Index** e o **GSCI S&P** fecharam a semana a desvalorizar de 0.6% e 1.6%, respetivamente. Por classes, o índice de **energia** desceu 2.4%, com o **brent** e o **WTI crude** a recuarem 2.3% e 2.8%, respetivamente. A estes juntou-se a descida de 2.8% das **commodities agrícolas**, tendo o **gado**, pelo contrário, subido 4.3%. Os **metais industriais** subiram 4.9%, encontrando suporte nos dados da balança comercial da China, em que as importações de cobre atingiram novos máximos históricos. Os **metais preciosos** subiram 1.3%, com o ouro a valorizar 0.9%, mostrando que apesar dos elevados níveis em que se encontra, ainda continua a atrair investidores que procuram a segurança.

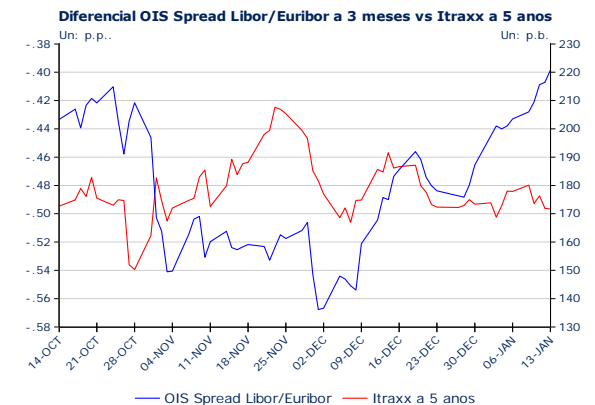
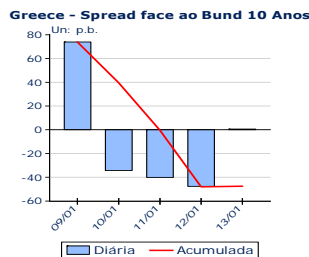
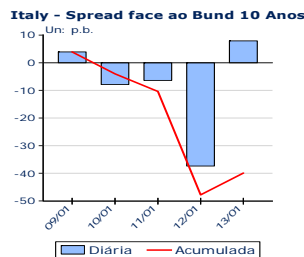
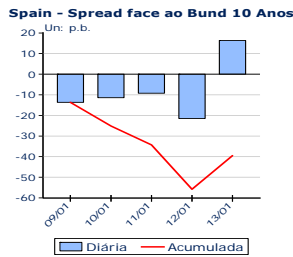
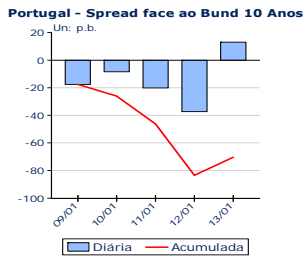
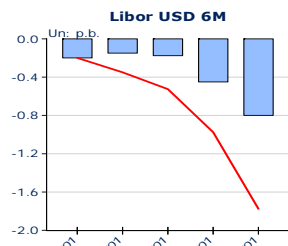
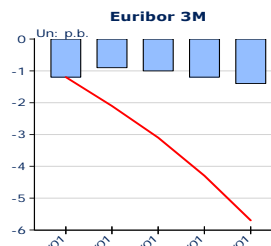
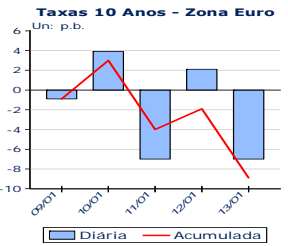
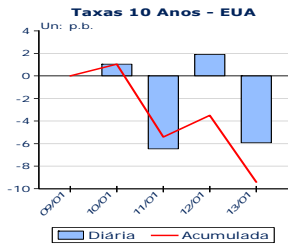
Mercado Acionista

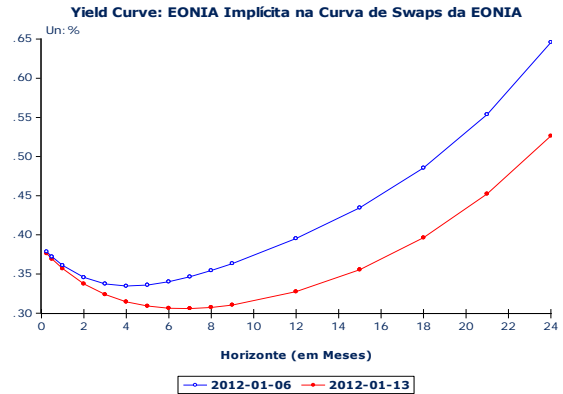
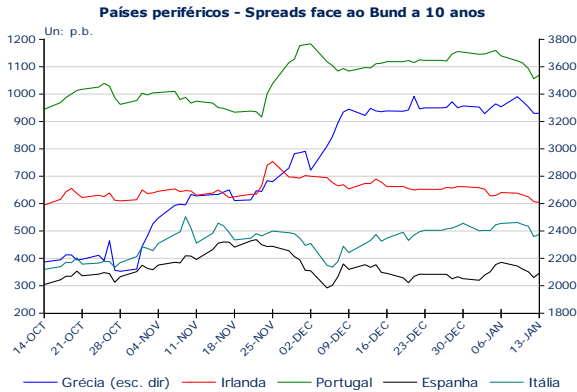


Mercado Accionista

Índices Gerais		13-01-2012	Δ %	
			Δ 1 sem.	Início ano
EUA	Dow Jones	12 422.06	0.50	1.67
	S&P 500	1 289.09	0.88	2.50
	Nasdaq	2 710.67	1.36	4.05
Europa	Eurostoxx 50	2 338.01	1.71	0.93
	FTSE 100 (R. Unido)	5 636.64	-0.23	1.16
	PSI-20 (Portugal)	5 479.55	-2.14	-0.27
	CAC40 (França)	3 196.49	1.88	1.16
	DAX (Alemanha)	6 143.08	1.41	4.15
	IBEX (Espanha)	8 450.60	1.95	-1.35
	FTSE MIB (Itália)	15 011.09	2.50	-0.52
Ásia	Nikkei 225 (Japão)	8 500.02	1.31	0.53
	Hang Seng (Hong-Kong)	19 204.42	3.29	4.18
	Shanghai Comp. (China)	2 244.58	3.75	2.05
	Sensex 30 (Índia)	16 154.62	1.81	4.53
A. Latina	Ibovespa (Brasil)	59 146.58	0.93	4.22

Mercado de Taxas de Juro





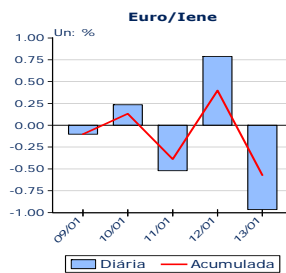
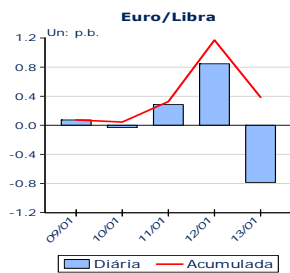
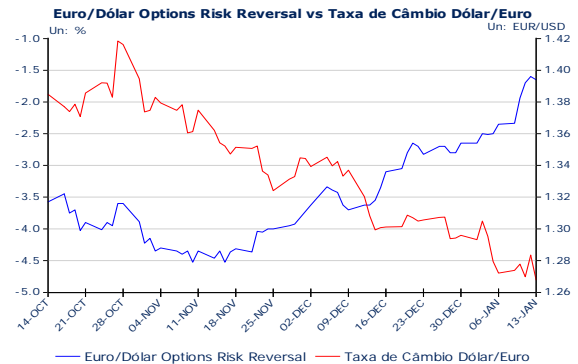
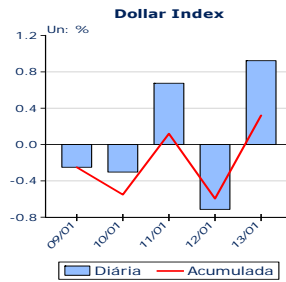
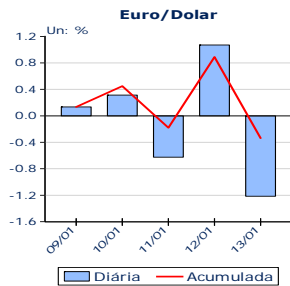
Mercado de Dívida Pública

	Alemanha		EUA		Portugal	
	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.
2 Anos	0.152	-1 p.b.	0.221	-3 p.b.	12.673	-184 p.b.
5 Anos	0.751	-3 p.b.	0.790	-6 p.b.	14.999	-76 p.b.
10 Anos	1.765	-9 p.b.	1.864	-9 p.b.	12.457	-79 p.b.
30 Anos	2.352	-9 p.b.	2.910	-11 p.b.	-	-

Mercado Monetário

	EUR		USD	
	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.
1 mês	0.845	-9 p.b.	0.285	-1 p.b.
3 meses	1.231	-6 p.b.	0.567	-1 p.b.
6 meses	1.514	-5 p.b.	0.794	-2 p.b.
12 meses	1.842	-5 p.b.	1.114	-2 p.b.

Mercado Cambial



Mercado Cambial - Spot

	13-01-12	Δ 1 sem.	Δ início ano
EUR/USD	1.2678	-0.34	-2.18
EUR/JPY	97.47	-0.57	-2.31
EUR/GBP	0.82886	0.47	-0.82
USD/JPY	76.880	-0.23	-0.14
USD/GBP	0.6537	0.80	1.41
Dollar Index	81.515	0.32	1.67

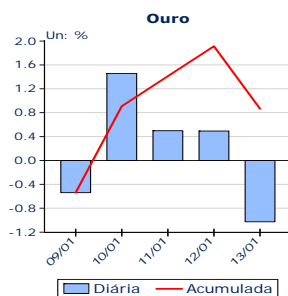
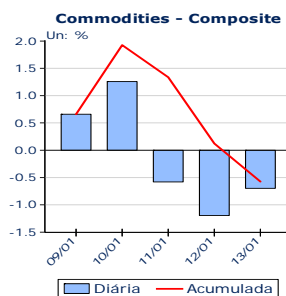
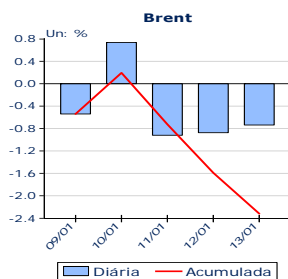
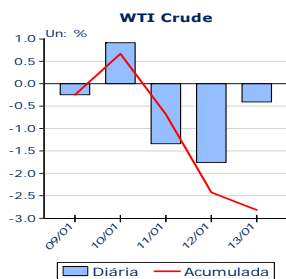
Nota: JPY: Iene / GBP: Libra / EUR: Euro / USD: Dólar.
Variação positiva significa apreciação da moeda base.

Mercado de Commodities

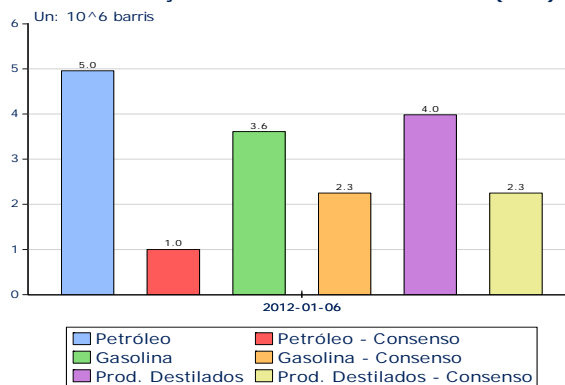
Mercado de Commodities - Futuros (prazos mais próximos)

Mercadoria	Moeda/Unid	13-01-2012	Δ% 1 sem.	Δ % início ano
Brent Crude	USD/bbl.	110.44	-2.32	2.85
WTI Crude	USD/t oz.	98.70	-2.82	-0.13
Ouro	USD/t oz.	1630.80	0.87	4.08
Compósito	USD	307.70	-0.58	0.79

Nota: Nesta tabela as cores têm o significado inverso, assinalando-se a verde as descidas, uma vez que se considera positivo para o crescimento económico global.



EUA - Variação dos Stocks de Combustíveis (DOE)



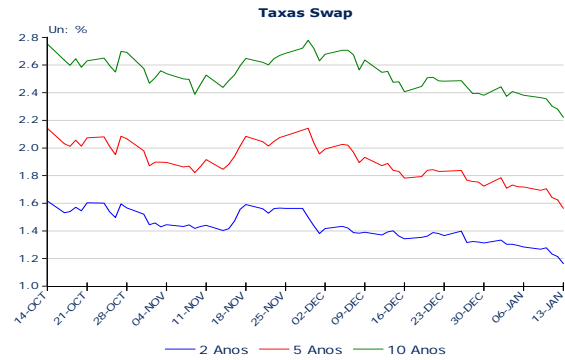
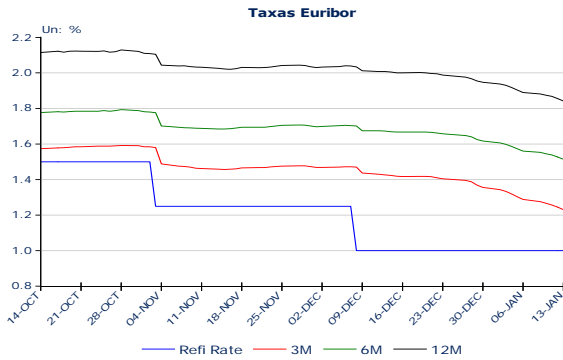
Indicadores a Anunciar esta Semana

País	Data	Evento	Período	Consenso	Actual	Anterior	Revisão
Portugal	16-jan	Desemprego Registrado nsa	DEC	--	--	583.42	--
		Desemprego Registrado nsa (MoM)	DEC	--	--	2.9%	--
		Desemprego Registrado nsa (YoY)	DEC	--	--	6.7%	--
	18-jan	Indicador Atividade Económica - INE (mm3m)	NOV	--	--	-0.4%	--
		Indicador Consumo Privado - INE (mm3m)	NOV	--	--	-3.6%	--
		Indicador FBCF - INE (mm3m)	NOV	--	--	-12.2%	--
	19-jan	IPP (MoM)	DEC	--	--	0.20%	--
		IPP (YoY)	DEC	--	--	5.20%	--
	20-jan	Crédito à Habitação (YoY)	NOV	--	--	-1.0%	--
		Défice Orçamental - Acumulado (YoY)	DEC	--	--	-23.6%	--
Indicador Coincidente de Atividade Económica - BdP (YoY)		DEC	--	--	-3.2%	--	
Indicador Coincidente do Consumo Privado - BdP (YoY)		DEC	--	--	-4.5%	--	
Espanha	17-jan	Índice Preços Habitação (QoQ)	4Q	--	--	-1.30%	--
		Índice Preços Habitação (YoY)	4Q	--	--	-5.50%	--
Alemanha	20-jan	Balança Comercial (EUR)	NOV	--	--	-3631.6M	--
	16-jan	Índice Preços Grossistas (YoY)	DEC	--	3.00%	4.90%	--
Alemanha	17-jan	ZEW (expectativa)	JAN	-49.2	--	-53.8	--
		ZEW (Situação Atual)	JAN	24	--	26.8	--
Itália	20-jan	IPP (YoY)	DEC	4.60%	--	5.20%	--
	16-jan	Divida Publica	NOV	--	--	1909.2B	--
Itália	18-jan	IPCH (YoY)	DEC F	3.70%	--	3.70%	--
		Balança Comercial Nsa (EUR)	NOV	--	--	-1077M	--
Zona Euro	20-jan	Encomendas Industriais sa (MoM)	NOV	--	--	-1.60%	--
		Vendas Industriais sa (MoM)	NOV	--	--	0.10%	--
Zona Euro	17-jan	IPCH (MoM)	DEC	0.40%	--	0.10%	--
		IPCH (YoY)	DEC	2.80%	--	3.00%	--
		IPCH Core (YoY)	DEC	1.60%	--	1.60%	--
		Número de Registos de Automóveis de Passageiros	DEC	--	--	-3.3%	--
		ZEW (expectativa)	JAN	--	--	-54.1	--
	18-jan	Produção na Construção sa (MoM)	NOV	--	--	-1.40%	--
		Produção na Construção wda (YoY)	NOV	--	--	-2.80%	--
	19-jan	Balança Corrente nsa	NOV	--	--	1.7B	--
		Balança Corrente sa	NOV	--	--	-7.5B	--
	R. Unido	16-jan	Preços Habitação - Rightmove nsa (MoM)	JAN	--	-0.80%	-2.70%
17-jan		Carteira de Encomendas - CBI	JAN	--	--	-23	--
		CBI - Preços das Vendas nos próximos 3 meses	JAN	--	--	7	--
		Índice de Confiança Empresarial (CBI)	JAN	--	--	-30	--
		Índice Preços Retalho (YoY)	DEC	4.70%	--	5.20%	--
		IPCH (YoY)	DEC	4.20%	--	4.80%	--
18-jan		IPCH Core (YoY)	DEC	3.00%	--	3.20%	--
		Preços Habitação - DCLG (YoY)	NOV	--	--	-0.40%	--
18-jan		Remunerações Médias Semanais 3M/YoY	NOV	2.00%	--	2.00%	--
		Taxa Desemprego sa (mm3m)	NOV	8.30%	--	8.30%	--
19-jan	Tx. Desemprego Registrado (Benef. Subs. Desemp.)	DEC	5.00%	--	5.00%	--	
	Variação Desemprego Registrado (Benef. Subsídio Desemp.)	DEC	7.0K	--	3.0K	--	
20-jan	Confiança do Consumidor (Nationwide)	DEC	38	--	40	--	
	Vendas a Retalho (MoM)	DEC	0.60%	--	-0.40%	--	
EUA	17-jan	Vendas a Retalho Ex Combustíveis - reais sa (MoM)	DEC	0.70%	--	-0.70%	--
		NY Fed - Empire Manufacturing	JAN	11	--	9.53	--
	18-jan	IPP (MoM)	DEC	0.10%	--	0.30%	--
		IPP (YoY)	DEC	5.10%	--	5.70%	--
	18-jan	IPP exc alimentação e energia (MoM)	DEC	0.10%	--	0.10%	--
		IPP exc alimentação e energia (YoY)	DEC	2.80%	--	2.90%	--
	18-jan	NAHB - Índice Confiança na Construção de Habitações	JAN	22	--	21	--
		Produção Industrial sa (MoM)	DEC	0.50%	--	-0.20%	--
	19-jan	Utilização Capacidade Instalada	DEC	78.10%	--	77.80%	--
		Bloomberg Economic Expectations	JAN	--	--	-17	--
19-jan	Confiança do Consumidor (Bloomberg; anterior ABC)	Jan-15	--	--	-44.7	--	
	Fogos Iniciados (MoM)	DEC	-0.70%	--	9.30%	--	
19-jan	Fogos Iniciados saar	DEC	680K	--	685K	--	
	IPC (MoM)	DEC	0.10%	--	0.00%	--	
19-jan	IPC (YoY)	DEC	3.00%	--	3.40%	--	
	IPC Core (MoM)	DEC	0.10%	--	0.20%	--	
19-jan	IPC Core (YoY)	DEC	2.20%	--	2.20%	--	
	Licenças de Construção (MoM)	DEC	-0.70%	--	5.70%	--	
19-jan	Licenças de Construção saar	DEC	675K	--	681K	--	
	Pedidos Subsídio de Desemprego - Acumulado	Jan-07	3590K	--	3628K	--	
19-jan	Pedidos Subsídio de Desemprego - Novos	Jan-14	385K	--	399K	--	
	Philadelphia Fed.	JAN	10.7	--	10.3	--	
20-jan	Vendas Casas Usadas (MoM)	DEC	5.20%	--	4.00%	--	
	Vendas Casas Usadas saar	DEC	4.65M	--	4.42M	--	
Japão	16-jan	Confiança do Consumidor sa	DEC	38.5	38.9	38.1	--
		Encomendas de Maquinaria do Setor Privado (Core) (MoM)	NOV	5.10%	14.80%	-6.90%	--
		Encomendas de Maquinaria do Setor Privado (Core) (YoY)	NOV	3.80%	12.50%	1.50%	--
		Índice de Preços nas Empresas - Bens Domésticos (MoM)	DEC	-0.10%	0.10%	0.10%	0.00%
		Índice de Preços nas Empresas - Bens Domésticos (YoY)	DEC	1.20%	1.30%	1.70%	1.60%
		Índice Setor Terciário (MoM)	NOV	-0.40%	--	0.60%	--
	18-jan	Produção Industrial nsa (YoY)	NOV F	--	--	-4.00%	--
		Produção Industrial sa (MoM)	NOV F	--	--	-2.60%	--
	20-jan	Utilização Capacidade Instalada	NOV F	--	--	4.10%	--
		Indicador Avançado	NOV F	--	--	92.9	--
20-jan	Indicador Coincidente	NOV F	--	--	90.3	--	
	Índice de Atividade Económica sa (MoM)	NOV	-0.90%	--	0.80%	--	
Brasil	16-jan	Criação de Emprego	DEC	-400000	--	42735	--
	18-jan	Banco Central - Taxa SELIC	Jan-18	10.50%	--	11.00%	--
		Índice de Atividade Económica nsa (YoY)	NOV	0.60%	--	0.69%	--
	19-jan	Índice de Atividade Económica sa (MoM)	NOV	0.90%	--	-0.32%	--
China	17-jan	Utilização Capacidade Instalada	NOV	81.60%	--	81.40%	--
		Investimento em Ativos Fixos Urbanos (YTD YoY)	DEC	24.10%	--	24.50%	--
		PIB (QoQ)	4Q	--	--	2.30%	--
		PIB (YoY)	4Q	8.70%	--	9.10%	--
	17-jan	PIB YTD (YoY)	4Q	9.20%	--	9.40%	--
		Produção Industrial (YoY)	DEC	12.30%	--	12.40%	--
	17-jan	Produção Industrial (YTD YoY)	DEC	13.80%	--	14.00%	--
		Vendas a Retalho - nominais (YoY)	DEC	17.20%	--	17.30%	--
	17-jan	Vendas a Retalho - nominais (YTD YoY)	DEC	17.00%	--	17.00%	--
		Índice Preços Grossistas (YoY)	DEC	7.40%	7.47%	9.11%	--
Índia	16-jan	Taxa de Desemprego nsa	DEC	6.60%	--	6.30%	--
	19-jan	Produção Industrial nsa (YoY)	DEC	3.40%	--	3.90%	--
Rússia	20-jan	IPP (YoY)	DEC	15.20%	--	15.70%	--

Fonte: Thomson Reuters. Legenda: nsa - não ajustado de sazonalidade; sa - ajustado de sazonalidade; wda - ajustado de dias úteis; saar - taxa anualizada ajustada de sazonalidade; WoW - variação semanal; MoM - variação mensal; QoQ - variação trimestral; YoY - variação homóloga; mm3m - média móvel 3 meses.

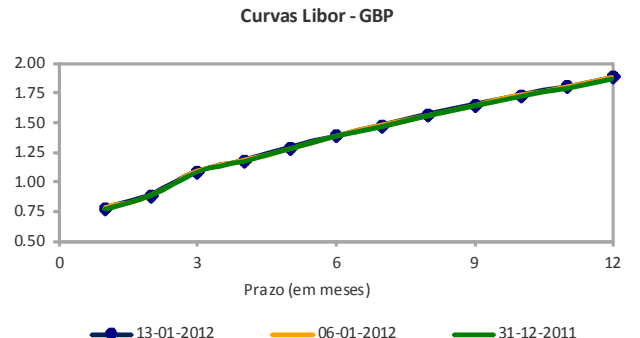
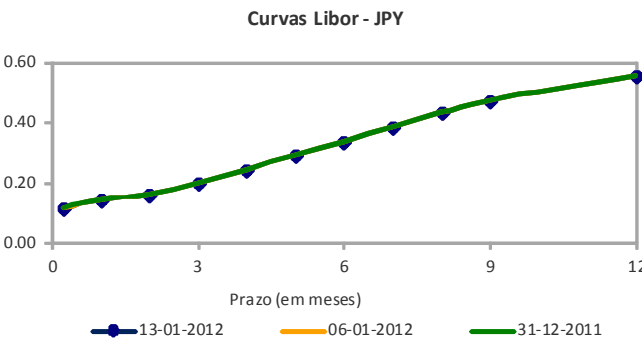
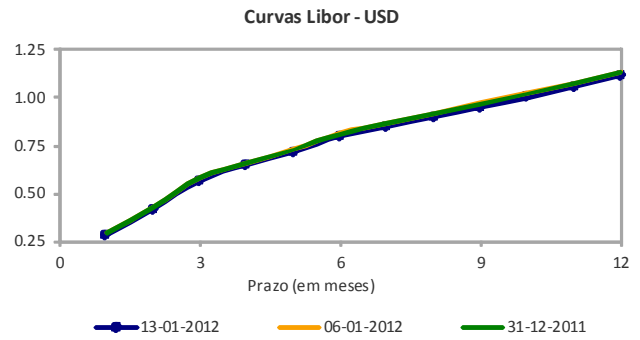
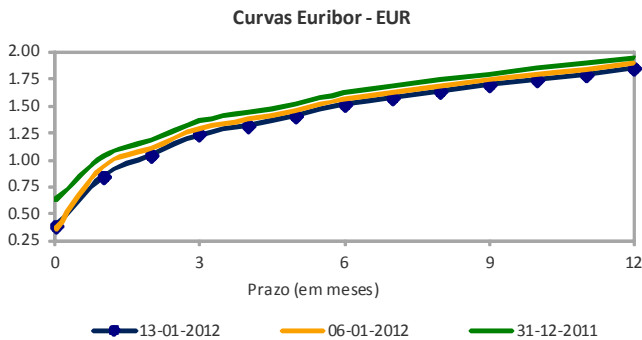
Taxas de Juro

		13-01-12	1 semana	1 mês	3 meses	6 meses	9 meses	1 ano	2 anos	3 anos	5 anos
Euribor (%)	1 mês	0.845	0.930	1.146	1.365	1.456	1.149	0.758	0.440	2.326	4.204
	3 meses	1.231	1.288	1.426	1.572	1.605	1.327	0.998	0.684	2.612	4.576
	6 meses	1.514	1.560	1.673	1.775	1.818	1.626	1.229	0.981	2.671	4.627
	12 meses	1.842	1.890	2.008	2.111	2.177	2.099	1.513	1.236	2.738	4.649



Curto Prazo

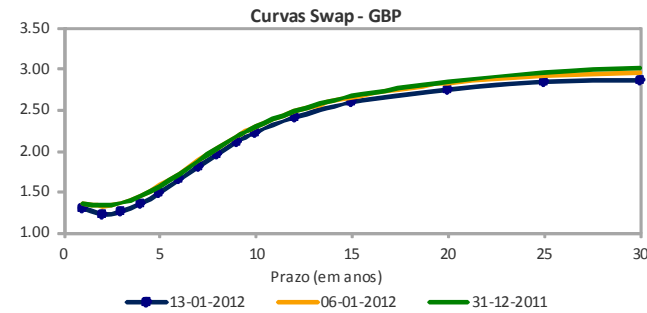
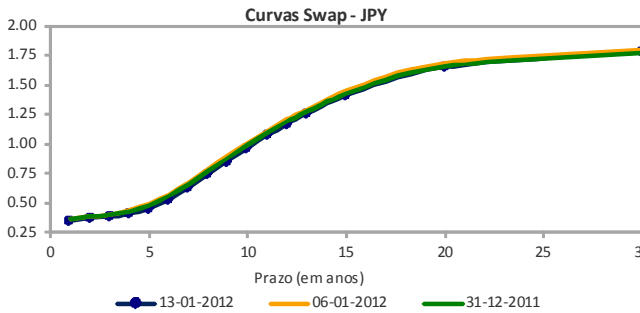
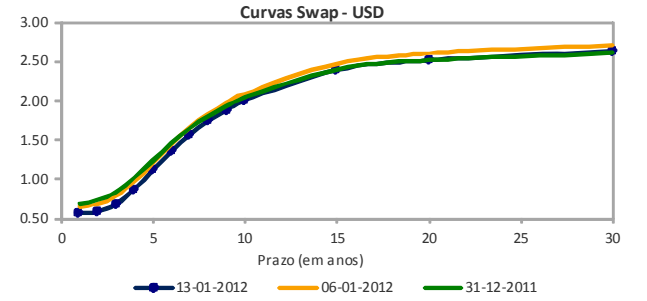
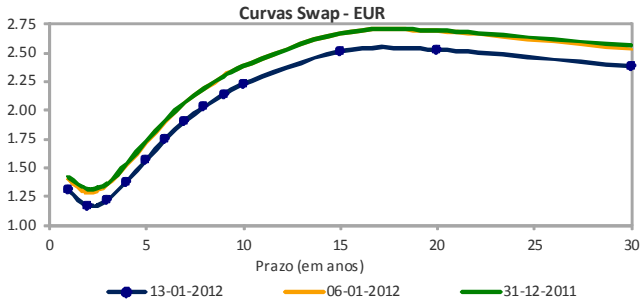
		EUR		USD		JPY		GBP		CHF	
		13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.
MMI	1 mês	0.845	-9 p.b.	0.285	-1 p.b.	0.144	0 p.b.	0.778	0 p.b.	0.037	1 p.b.
	3 meses	1.231	-6 p.b.	0.567	-1 p.b.	0.196	0 p.b.	1.090	0 p.b.	0.060	1 p.b.
	6 meses	1.514	-5 p.b.	0.794	-2 p.b.	0.336	0 p.b.	1.388	0 p.b.	0.103	1 p.b.
	12 meses	1.842	-5 p.b.	1.114	-2 p.b.	0.554	0 p.b.	1.885	1 p.b.	0.330	1 p.b.



Fonte: Thomson Reuters.

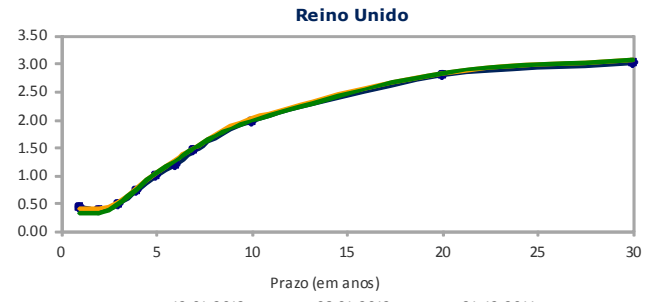
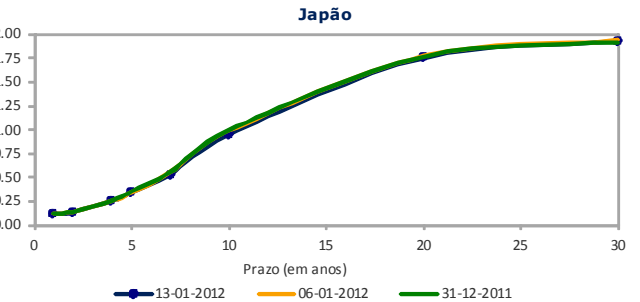
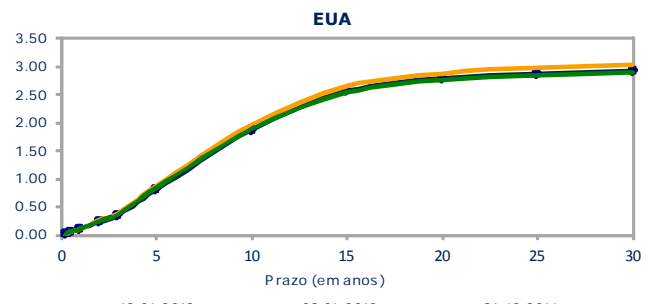
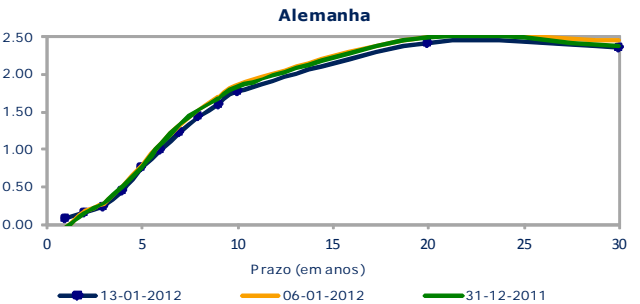
Swaps

Swap	EUR		USD		JPY		GBP		CHF	
	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.
2 Anos	1.163	-12 p.b.	0.587	-10 p.b.	0.363	-2 p.b.	1.220	-10 p.b.	0.057	0 p.b.
5 Anos	1.563	-16 p.b.	1.111	-10 p.b.	0.448	-4 p.b.	1.486	-9 p.b.	0.460	-7 p.b.
7 Anos	1.903	-16 p.b.	1.565	-9 p.b.	0.625	-4 p.b.	1.804	-7 p.b.	0.798	-8 p.b.
10 Anos	2.222	-16 p.b.	2.004	-8 p.b.	0.958	-5 p.b.	2.224	-7 p.b.	1.131	-8 p.b.



Dívida Pública

Yields	Alemanha		EUA		Japão		Reino Unido		Portugal	
	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.
2 Anos	0.1520	-1 p.b.	0.2213	-3 p.b.	0.1330	0 p.b.	0.3810	-2 p.b.	12.6730	-184 p.b.
5 Anos	0.7510	-3 p.b.	0.7896	-6 p.b.	0.3370	0 p.b.	0.9850	-6 p.b.	14.9990	-76 p.b.
10 Anos	1.7650	-9 p.b.	1.8636	-9 p.b.	0.9470	-3 p.b.	1.9690	-5 p.b.	12.4570	-79 p.b.
30 Anos	2.3520	-9 p.b.	2.9100	-11 p.b.	1.9260	0 p.b.	3.0040	-5 p.b.	-	-

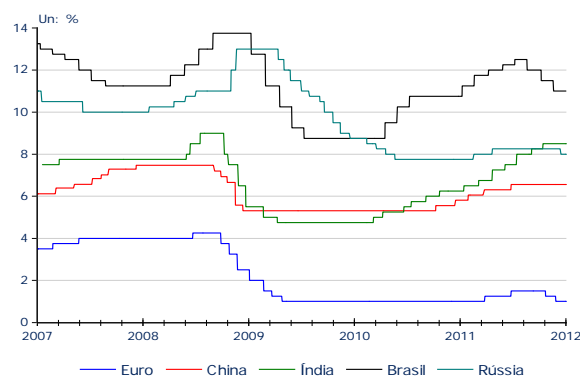
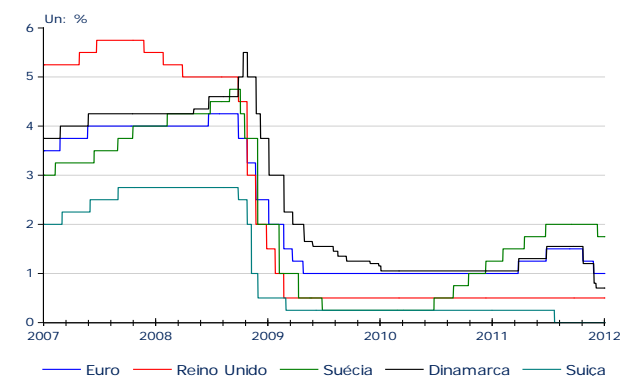
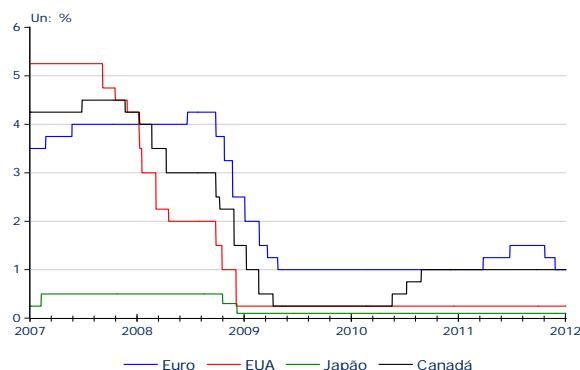
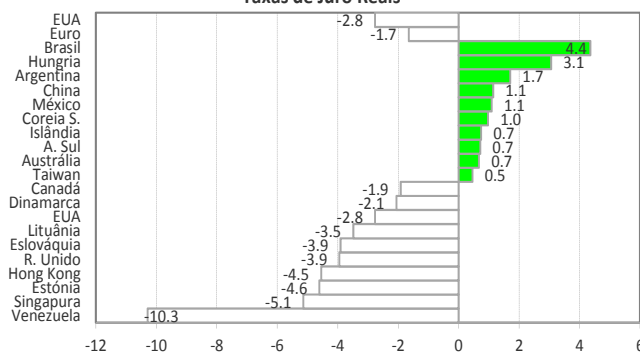


Fonte: Thomson Reuters.

Taxas de Bancos Centrais

	Inflação Média	Taxas de Juro									Unidade: %
		13-01-2012	1 sem.	1 mês	3 meses	6 meses	1 ano	2 anos	3 anos	5 anos	
EUA Fed Funds	3.0	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	5.25
Canadá O/N Rate	2.9	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.25	1.50	4.25
Japão Target Rate	-0.3	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25
Euro Refi Rate	2.7	1.00	1.00	1.00	1.50	1.50	1.00	1.00	1.00	2.50	3.50
R. Unido Repo Rate	4.4	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.50	5.25
Suécia Repo Rate	2.6	1.75	1.75	2.00	2.00	2.00	1.25	0.25	2.00	3.00	3.00
Dinamarca Repo Rate	2.8	0.70	0.70	0.80	1.55	1.55	1.05	1.15	3.75	3.75	3.75
Noruega O/N Rate	1.3	1.75	1.75	2.25	2.25	2.25	2.00	1.75	3.00	3.50	3.50
Islândia Repo Rate	4.0	4.75	4.75	4.75	4.50	4.25	4.50	10.00	18.00	13.30	13.30
Suíça Libor Target	0.2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25	0.25	0.50	2.00	2.00
Polónia Reference Rate	4.3	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	3.50	3.50	5.00	4.00	4.00
R. Checa Repo Rate	1.9	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	2.25	2.50	2.50
Eslováquia Repo Rate	3.9	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Estónia Interbank Rate	5.0	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	1.30	5.87	3.56	3.56
Letónia Refi Rate	4.4	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	4.00	6.00	5.00	5.00
Lituânia Interbank Rate	4.1	0.64	0.65	1.01	1.30	1.51	0.69	0.82	3.03	3.65	3.65
Hungria Base Rate	3.9	7.00	7.00	6.50	6.00	6.00	5.75	6.25	10.00	8.00	8.00
Rússia Refi Rate	8.5	8.00	8.00	8.25	8.25	8.25	7.75	8.75	13.00	11.00	11.00
Turquia Interbank Rate	6.5	5.00	5.00	5.00	5.00	1.50	1.50	6.50	15.00	17.50	17.50
Brasil O/N Rate	6.6	11.00	11.00	11.00	12.00	12.25	10.75	8.75	13.75	13.25	13.25
México O/N Rate	3.4	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	8.25	7.00	7.00
Argentina Repo Rate	9.8	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	13.00	8.50	8.50
Venezuela Borrow Rate	27.1	16.86	17.56	16.93	18.40	18.82	18.10	18.59	22.20	16.26	16.26
China Lending Rate	5.4	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	5.81	5.31	6.12	6.12	6.12
Índia Repo Rate	9.1	8.50	8.50	8.50	8.50	8.25	7.50	6.25	4.75	-	-
Hong Kong Base Rate	5.0	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	6.75	6.75
Singapura Interbank Rate	5.2	0.03	0.09	0.06	0.03	0.04	0.04	0.14	0.08	3.18	3.18
Coreia S. Target Rate	4.0	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	4.50	4.50
Taiwan Discount Rate	1.4	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88	1.63	1.25	1.50	2.75	2.75
Austrália O/N Rate	3.6	4.25	4.25	4.25	4.75	4.75	4.75	3.75	4.25	6.25	6.25
N. Zelând O/N Rate	4.2	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	3.00	2.50	5.00	7.25	7.25
A. Sul Repo Rate	4.8	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	7.00	11.50	9.00	9.00

Taxas de Juro Reais



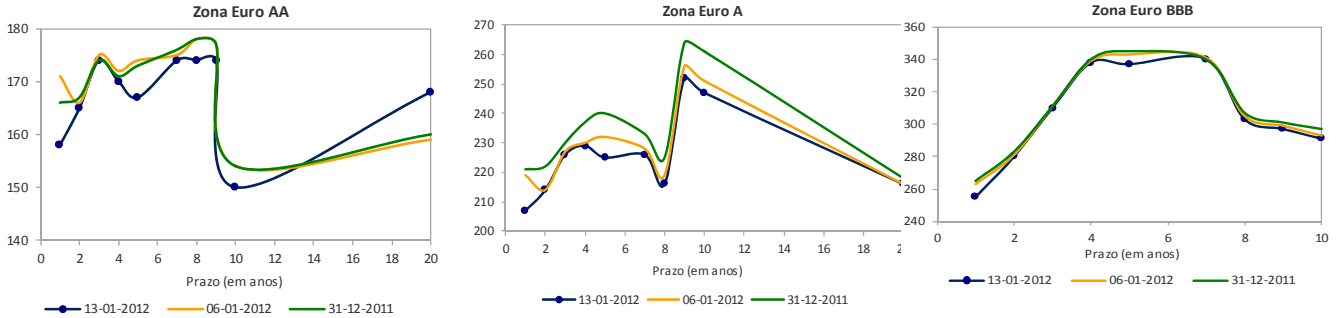
Fonte: Thomson Reuters.

Nota: Taxas de juro reais calculadas com base na diferença entre as taxas dos bancos centrais e a inflação média dos últimos 12 meses.

Spreads de Crédito

		Rating AAA						Rating AA					
		Zona Euro		EUA		Japão		Zona Euro		EUA		Japão	
		13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.
Spreads Crédito p.b.	2 Anos	189	1	-	-	17	0	165	-1	88	-7	32	0
	5 Anos	206	4	-	-	9	0	167	-7	126	-6	40	0
	10 Anos	178	-13	-	-	13	0	158	-13	62	-9	25	0
	20 Anos	189	1	-	-	17	0	165	-1	88	-7	32	0

		Rating A						Rating BBB					
		Zona Euro		EUA		Japão		Zona Euro		EUA		Japão	
		13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.	13-01-12	Δ 1 sem.
Spreads Crédito p.b.	2 Anos	214	0	137	-6	39	0	280	-1	189	-3	357	-7
	5 Anos	225	-7	184	-4	49	-1	337	-6	233	-3	490	-12
	10 Anos	207	-12	119	-7	32	-1	255	-8	168	-4	290	-5
	20 Anos	214	0	137	-6	39	0	280	-1	189	-3	357	-7

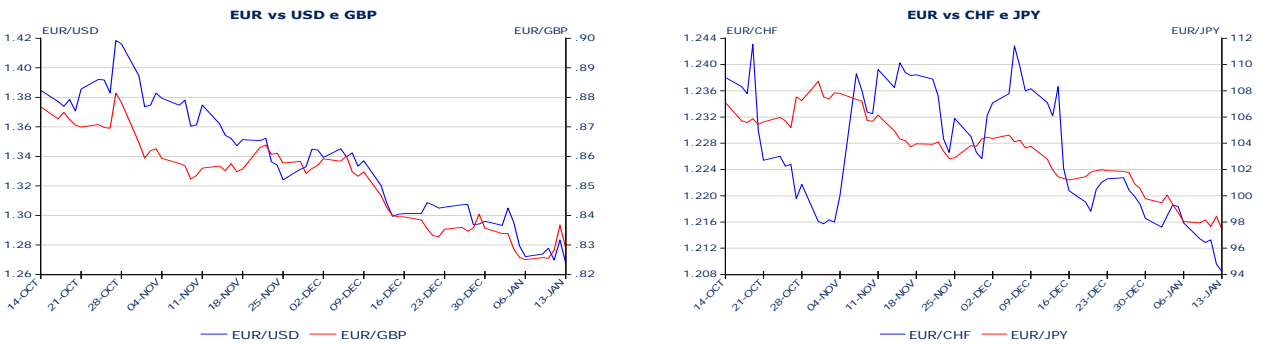


Nota: Os spreads de crédito correspondem à diferença entre as yields de obrigações privadas e as yields de obrigações de dívida pública.

Mercado Cambial

		Δ %					Δ %		
		13-01-12	Δ 1 sem.	início ano			13-01-12	Δ 1 sem.	início ano
EUA	EUR/USD	1.2678	-0.34	-2.18	Brasil	EUR/BRL	2.2744	-3.52	-5.81
Japão	EUR/JPY	97.47	-0.57	-2.31	Índia	EUR/INR	65.2251	-2.75	-5.23
Reino Unido	EUR/GBP	0.82886	0.47	-0.82	Rússia	EUR/RUB	40.4353	-0.61	-2.95
Dinamarca	EUR/DKK	7.4354	0.01	0.02	China	EUR/CNY	8.0082	-0.30	-1.91
Suíça	EUR/CHF	1.2085	-0.61	-0.66	México	EUR/MPS	267.3529	1.72	2.01
República Checa	EUR/CZK	25.5800	-1.22	0.44	Japão	USD/JPY	76.8800	-0.23	-0.14
Polónia	EUR/PLN	4.4179	-1.72	-1.00	Reino Unido	USD/GBP	0.6537	0.80	1.41
Hungria	EUR/HUF	310.5300	-1.93	-1.28	Angola	USD/AOA	94.8700	0.07	0.25

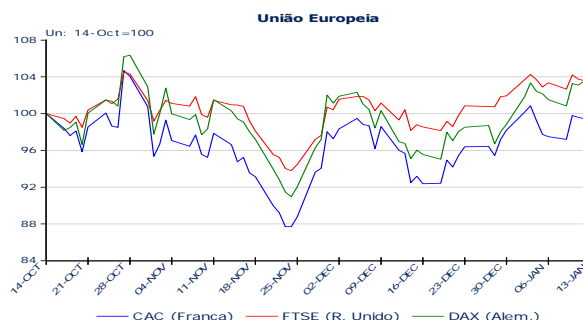
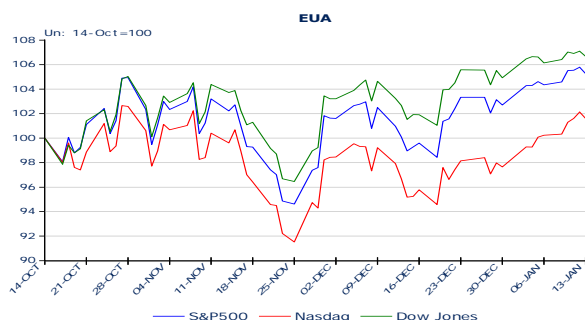
Nota: Variação positiva significa apreciação da moeda base.



Fonte: Thomson Reuters.

Índices Acionistas Gerais

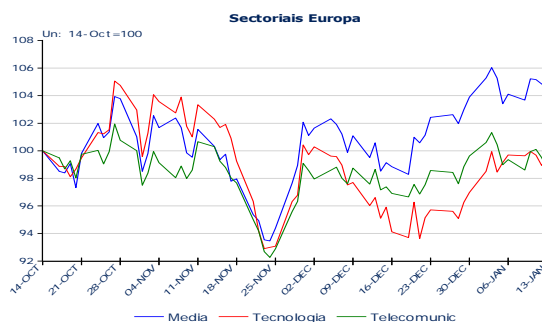
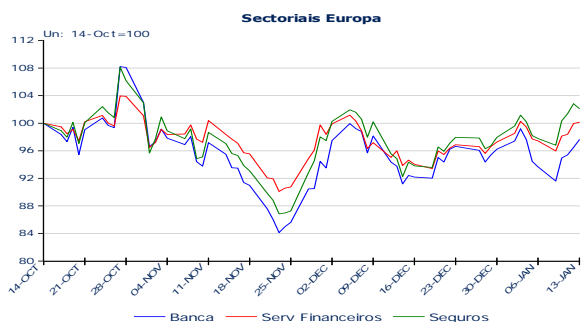
Índices Gerais - Spot		13-01-2012	Δ %				Indicadores			
			Δ 1 sem.	Mês ant.	Início ano	Anual	PBV	PER	Vol.10d.	Vol.30d.
EUA	Dow Jones	12 422.06	0.50	3.91	1.67	5.88	2.64	12.85	5.48	15.62
	S&P 500	1 289.09	0.88	5.17	2.50	0.42	2.10	13.58	6.61	17.31
	Nasdaq	2 710.67	1.36	5.09	4.05	-0.90	2.74	23.10	7.64	18.80
Europa	Eurostoxx 50	2 338.01	1.71	3.41	0.93	-19.81	1.05	11.03	20.98	25.53
	FTSE 100 (R. Unido)	5 636.64	-0.23	2.67	1.16	-6.43	1.61	10.00	12.30	15.74
	PSI-20 (Portugal)	5 479.55	-2.14	2.56	-0.27	-28.67	1.00	10.28	20.17	20.96
	CAC40 (França)	3 196.49	1.88	3.83	1.16	-19.58	1.09	9.37	20.14	25.61
	DAX (Alemanha)	6 143.08	1.41	6.39	4.15	-13.17	1.27	10.31	18.10	25.11
	IBEX (Espanha)	8 450.60	1.95	1.47	-1.35	-18.52	1.10	9.01	23.37	24.84
	FTSE MIB (Itália)	15 011.09	2.50	1.08	-0.52	-29.55	0.65	19.34	34.73	33.76
	WSE WIG20 (Polónia)	2 166.38	0.41	-0.97	1.02	-20.51	1.18	7.68	15.80	20.07
	Prague PX (R. Checa)	890.60	-0.42	3.29	-2.25	-28.58	0.98	35.91	21.15	17.74
	BUX (Hungria)	17 350.24	7.71	2.51	2.22	-22.51	0.96	8.11	35.38	25.81
	SKSM (Eslováquia)	212.61	-1.01	1.42	-1.32	-7.38	0.73	40.23	9.29	14.49
	IMKB Nat 100 (Turquia)	51 561.68	2.75	-1.88	0.58	-24.81	1.32	11.10	30.32	25.73
	RTSI (Rússia)	1 446.46	1.60	4.28	4.67	-22.98	0.92	5.22	27.97	30.98
Ásia	Nikkei 225 (Japão)	8 500.02	1.31	-0.62	0.53	-19.73	1.10	16.58	16.72	16.74
	Hang Seng (Hong-Kong)	19 204.42	3.29	4.10	4.18	-20.77	1.38	8.69	14.34	18.74
	Shanghai Comp. (China)	2 244.58	3.75	-0.18	2.05	-20.62	1.82	11.78	27.07	19.94
	Sensex 30 (Índia)	16 154.62	1.81	0.95	4.53	-15.79	2.60	14.73	19.52	22.63
A. Latina	Ibovespa (Brasil)	59 146.58	0.93	2.87	4.22	-16.37	1.32	9.56	19.19	21.30
	Mexbol (México)	36 548.56	-0.69	0.21	-1.43	-4.00	2.48	18.31	14.55	15.65
	Merval (Argentina)	2 753.52	-0.59	11.26	11.81	-22.29	1.40	10.51	37.79	29.86
	IGPA Gen (Chile)	4 205.05	0.08	0.92	0.66	-14.86	2.25	19.74	5.27	8.87



Índices Acionistas sectoriais - Europa

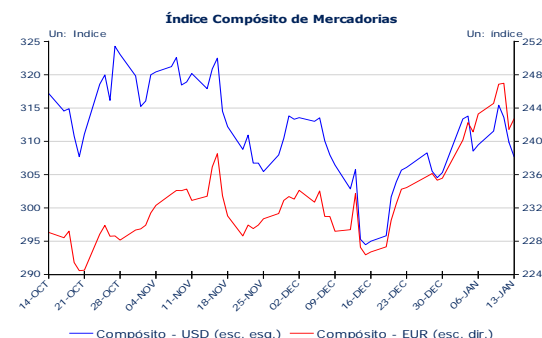
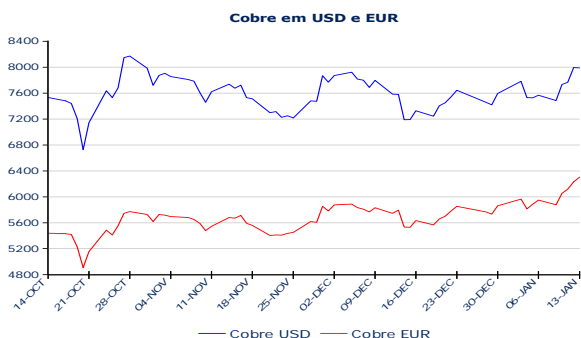
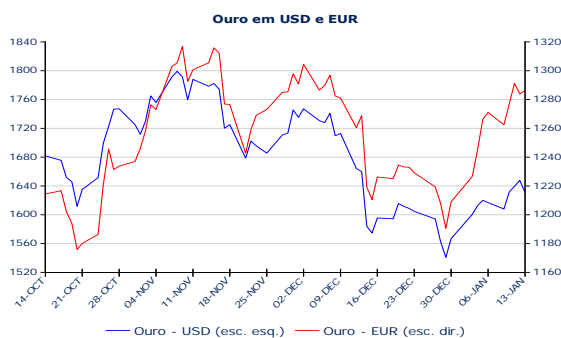
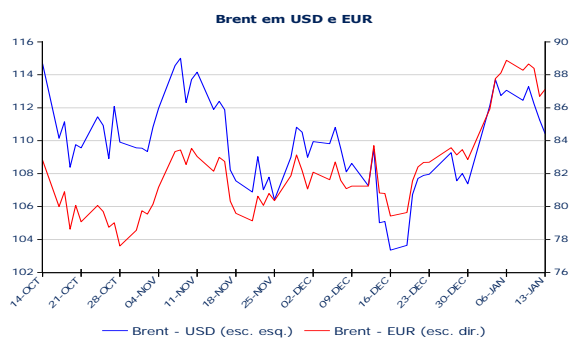
Índices Sectoriais - Spot	13-01-2012	Δ %				Indicadores			
		Δ 1 sem.	Mês ant.	Início ano	Anual	PBV	PER	Vol.10d.	Vol.30d.
Tecnologia	192.90	-0.33	2.85	2.46	-14.37	2.14	14.48	13.92	20.39
Telecomunicações	249.96	-0.66	0.05	-0.93	-10.09	1.47	13.51	14.59	14.56
Utilities	257.64	-0.76	1.14	-1.20	-19.26	1.14	9.70	15.90	21.21
Automóvel	285.49	3.58	10.07	10.21	-20.87	0.90	6.16	26.22	35.53
Banca	134.45	4.21	4.13	1.44	-36.68	0.56	11.77	35.18	31.91
Química	541.25	2.53	11.38	5.47	-4.57	2.15	12.96	21.44	21.73
Construção	236.02	4.04	9.15	3.85	-16.63	1.20	11.21	24.54	27.37
Energia	343.31	-1.59	4.11	1.77	-2.40	1.50	8.65	18.05	20.35
Seguros	138.92	4.42	7.66	4.26	-15.44	0.81	9.44	28.05	30.63
Media	162.78	0.44	3.97	0.64	-11.89	2.07	11.97	15.20	18.11
Saúde	435.95	-1.55	4.56	0.22	11.04	3.04	15.19	8.74	10.46
Retail	235.41	-5.08	-2.11	-5.78	-13.70	1.87	13.66	34.06	24.34
Serviços Financeiros	215.60	2.80	4.33	2.96	-23.15	1.08	23.35	23.24	23.02
Recursos Básicos	489.57	4.23	11.58	10.31	-24.01	1.34	7.78	31.37	31.26
Alimentação e Bebidas	379.30	-1.55	3.05	-1.21	6.15	3.09	17.48	13.43	11.82
Bens Industriais	291.68	2.06	9.33	5.19	-13.69	2.26	13.99	14.36	20.60
Bens Pessoais	427.68	-0.12	3.62	1.13	2.42	2.85	17.90	12.38	12.19
Viagens e Lazer	115.58	1.50	6.27	2.38	-16.48	1.64	16.50	16.07	14.55

Fonte: Thomson Reuters.



Commodities

Mercadoria	Moeda/Unid	Data de entrega	13-01-2012	Δ% 1 sem.	Δ % início ano	Δ % Anual
Brent Crude	USD/bbl.	16-01-2012	110.44	-2.32	2.85	12.62
WTI Crude	USD/t oz.	29-02-2012	98.70	-2.82	-0.13	7.99
Gás Natural	USD/MMBtu	29-02-2012	2.67	-12.80	-10.67	-39.41
Comb. aquecimento	USD/gal.	28-02-2012	302.72	-1.40	3.14	16.02
Gasóleo	USD/MT	29-02-2012	952.50	-0.86	3.08	17.52
Gasolina	USD/gal.	28-02-2012	273.42	-0.63	1.78	11.79
Prata	USD/t oz.	31-01-2012	29.49	2.93	5.80	0.82
Ouro	USD/t oz.	29-02-2012	1630.80	0.87	4.08	17.58
Zinco	USD/MT	16-04-2012	1960.00	5.77	6.23	-20.39
Cobre	USD/MT	16-04-2012	8000.00	5.54	5.26	-16.80
Chumbo	USD/MT	16-04-2012	2011.50	2.68	-1.15	-23.66
Niquel	USD/MT	16-04-2012	19600.00	4.53	4.76	-23.29
Algodão	USD/lb.	22-03-2012	95.47	-0.41	4.00	-33.73
Milho	USD/bu.	16-03-2012	599.50	-6.84	-7.27	-6.69
Trigo	USD/bu.	16-03-2012	602.25	-3.60	-7.74	-23.13
Arroz	USD/cwt	23-03-2012	14.39	-0.52	-1.51	5.46
Açúcar	USD/lb.	15-05-2012	23.84	2.36	2.32	-25.64
Cacau	USD/MT	30-03-2012	2269.00	11.88	7.59	-23.14
Café	USD/lb.	30-03-2012	225.25	1.58	-0.71	-5.16
Compósito	USD	-	307.70	-0.58	0.79	-7.60



Fonte: Thomson Reuters.

Previsões de Consenso

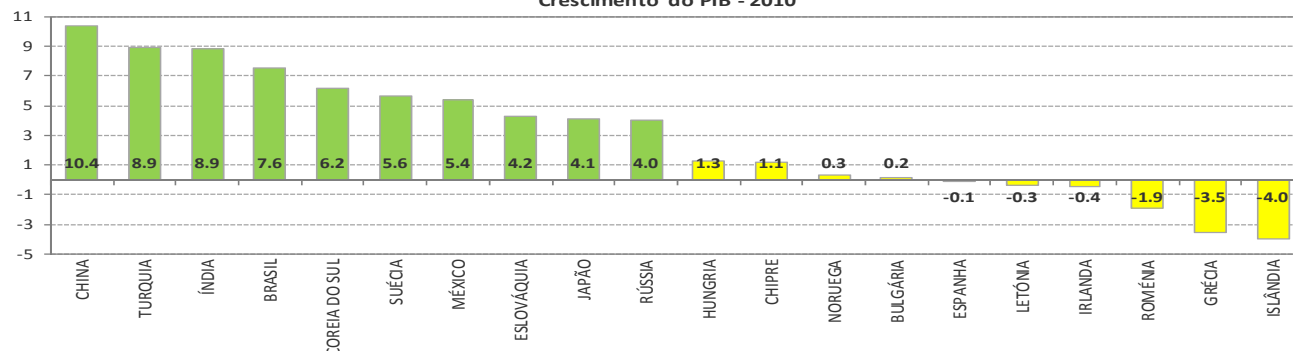
País	Variável	Fim de Período									
		Q410	Q111	Q211	Q311	Q411	Q112	Q212	Q312	Q412	Q113
Zona Euro	PIB (QoQ)*	0.30	0.80	0.20	0.10	-0.20	-0.20	0.20	0.00	-	-
	PIB (YoY)	2.00	2.40	1.60	1.30	0.90	-0.10	-0.10	-0.20	0.20	0.70
	Inflação (YoY)	2.20	2.70	2.70	3.00	2.80	2.35	2.00	1.95	1.80	1.90
	Taxa Desemprego	10.00	9.90	10.00	10.20	10.29	10.40	10.50	10.50	10.50	10.50
	Refi Rate	1.00	1.00	1.25	1.50	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
	Taxa de Juro a 3 Meses	1.01	1.24	1.55	1.55	1.36	0.98	0.89	0.86	0.90	0.93
	Dívida Pública 2 Anos (Alemanha)	0.86	1.79	1.61	0.55	0.14	0.43	0.52	0.70	0.84	1.15
	Dívida Pública 10 Anos (Alemanha)	2.96	3.35	3.03	1.89	1.83	2.06	2.15	2.31	2.46	2.58
EUA	PIB (QoQ Anualizado)	2.30	0.40	1.30	1.80	3.10	2.00	2.20	2.30	2.50	2.30
	PIB (YoY)**	3.10	2.20	1.60	1.50	1.70	2.07	2.30	2.40	2.30	2.30
	Inflação (YoY)	1.50	2.70	3.60	3.90	3.40	2.40	2.10	1.80	2.00	2.10
	Taxa Desemprego	9.40	8.90	9.10	9.00	8.50	8.60	8.50	8.50	8.40	8.30
	Balança Corrente (% do PIB)	-3.19	-3.18	-3.17	-3.08	-2.90	-3.00	-3.00	-3.00	-3.00	-2.90
	Saldo Orçamental (% do PIB)	-8.70	-9.50	-8.40	-8.60	-8.40	-8.30	-6.80	-6.60	-7.00	-6.60
	Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	Taxa de Juro a 3 Meses	0.30	0.30	0.25	0.37	0.58	0.51	0.50	0.49	0.50	0.54
	Dívida Pública EUA 2 Anos	0.59	0.82	0.46	0.24	0.24	0.29	0.36	0.45	0.56	0.72
	Dívida Pública EUA 10 Anos	3.29	3.47	3.16	1.92	1.88	2.04	2.20	2.38	2.59	2.77
	Taxa de Câmbio EUR/USD	1.34	1.42	1.45	1.34	1.30	1.27	1.27	1.27	1.30	-
Reino Unido	PIB (QoQ)*	-0.50	0.40	0.00	0.60	0.00	0.00	0.10	0.50	-	-
	PIB (YoY)	1.30	1.60	0.60	0.50	1.00	0.60	0.60	0.60	0.80	-
	Inflação (YoY)	3.40	4.13	4.40	4.70	4.60	3.30	2.70	2.40	2.10	-
	Taxa Desemprego	7.90	7.80	7.77	8.10	8.40	8.60	8.70	8.70	8.70	-
	Balança Corrente (% do PIB)	-3.33	-3.05	-2.79	-2.95	-1.30	-1.40	-1.30	-1.30	-1.30	-
	Repo Rate	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	Taxa de Juro a 3 Meses	0.76	0.82	0.83	0.95	1.08	0.98	0.91	0.89	0.89	0.88
	Dívida Pública 2 Anos	1.10	1.36	0.83	0.58	0.33	0.52	0.64	0.69	0.82	0.78
	Dívida Pública 10 Anos	3.40	3.69	3.38	2.43	1.98	2.30	2.44	2.57	2.72	2.74
	Taxa de Câmbio EUR/GBP	0.86	0.88	0.90	0.86	0.84	0.83	0.82	0.83	0.83	-
Japão	PIB (QoQ Anualizado)	0.10	-6.60	-2.00	5.60	0.42	1.25	1.91	2.07	1.77	-
	PIB (YoY)**	3.10	-0.20	-1.70	-0.70	-0.70	1.30	2.30	1.40	1.80	-
	Inflação (YoY)	0.10	-0.53	-0.40	0.13	-0.12	-0.30	-0.47	-0.38	-0.27	-0.20
	Taxa Desemprego	5.03	4.70	4.60	4.37	4.40	4.40	4.30	4.23	4.22	-
	Balança Corrente (% do PIB)	3.56	3.37	2.96	2.61	2.09	2.10	2.20	2.40	2.43	-
	Taxa do Banco Central	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Taxa de Juro a 3 Meses	0.19	0.20	0.20	0.19	0.20	0.24	0.23	0.24	0.24	0.22
	Dívida Pública 2 Anos	0.18	0.21	0.18	0.15	0.14	0.15	0.15	0.15	0.18	0.15
	Dívida Pública 10 Anos	1.13	1.26	1.14	1.03	0.99	1.09	1.17	1.22	1.28	1.30
	Taxa de Câmbio EUR/JPY	108.51	117.53	116.90	103.75	99.77	99.00	98.00	100.00	100.00	-
Canadá	PIB (YoY)	3.09	3.51	-0.51	3.47	1.90	1.70	1.90	2.25	2.90	-
	Inflação (YoY)	2.27	2.60	3.37	3.00	2.90	2.30	1.70	1.75	2.00	-
	Taxa Desemprego	7.67	7.77	7.47	7.20	7.40	7.45	7.40	7.30	-	-
	Balança Corrente (% do PIB)	-3.13	-3.19	-3.27	-2.89	-2.80	-2.90	-2.70	-2.60	-	-
	Taxa do Banco Central	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Taxa de Juro a 3 Meses	1.23	1.20	1.17	1.20	1.35	0.92	0.93	0.98	1.07	1.23
	Dívida Pública 2 Anos	1.68	1.83	1.59	0.89	0.96	1.02	1.16	1.37	1.57	1.78
	Dívida Pública 10 Anos	3.12	3.35	3.11	2.16	1.94	2.19	2.34	2.51	2.67	2.87
Taxa de Câmbio EUR/CAD	1.33	1.38	1.40	1.40	1.32	1.32	1.32	1.31	1.30	-	
Brasil	PIB (QoQ)*	0.80	0.80	0.70	0.00	0.70	0.90	1.20	0.90	-	-
	PIB (YoY)	5.33	4.24	3.31	2.12	2.20	2.35	2.85	3.70	-	-
	Inflação (YoY)	5.58	6.10	6.59	7.14	6.70	5.80	5.70	5.35	5.30	-
	Taxa Desemprego	5.70	6.33	6.33	6.00	6.00	6.40	6.40	6.20	5.80	-
	Taxa do Banco Central	10.75	11.75	12.25	12.00	11.00	10.00	9.75	9.75	9.75	9.75
	Dívida Pública 2 Anos	12.34	12.87	12.79	10.83	10.58	-	-	-	-	-
	Taxa de Câmbio EUR/BRL	2.22	2.31	2.27	2.49	2.42	2.35	2.29	2.24	2.21	-
China	PIB (YoY)	9.80	9.70	9.50	9.10	8.60	8.06	8.30	8.60	8.80	-
	Inflação (YoY)	4.70	5.07	5.73	6.27	4.60	3.95	3.60	2.95	3.45	-
	Taxa de Juro a 3 Meses	3.18	2.66	3.47	3.44	2.77	3.10	3.10	-	-	-
	Dívida Pública 2 Anos	3.40	3.26	3.51	3.72	2.86	-	-	-	-	-
	Dívida Pública 10 Anos	3.91	3.91	3.89	3.93	3.44	3.60	3.50	3.50	3.50	3.60
	Taxa de Câmbio EUR/CNY	8.81	9.29	9.38	8.58	8.17	7.98	7.94	7.86	7.96	-
Índia	PIB (YoY)	8.30	7.80	7.70	6.90	7.60	7.70	8.05	8.30	-	-
	Inflação (YoY)	9.17	8.98	8.92	9.16	-	-	-	-	-	-
	Dívida Pública 2 Anos	7.47	7.59	8.19	8.40	8.11	7.00	-	-	-	-
	Dívida Pública 10 Anos	7.92	7.99	8.33	8.43	8.57	8.49	8.22	7.98	7.96	7.96
	Taxa de Câmbio EUR/INR	59.58	63.21	64.66	65.85	68.83	67.31	66.01	65.41	65.00	-
Rússia	PIB (YoY)	4.50	4.10	3.40	4.80	4.05	3.60	3.80	3.30	-	-
	Inflação (YoY)	8.13	9.53	9.53	8.13	6.70	6.60	6.50	7.90	7.20	-
	Taxa Desemprego	6.90	7.50	6.57	6.20	6.70	6.80	6.20	6.20	6.50	-
	Taxa de Câmbio EUR/RUB	40.82	40.31	40.45	43.26	41.66	40.64	40.26	40.01	40.79	-

Previsões de Indicadores Económicos

País	Crescimento do PIB (% média anual)									
	2008-2010			10-11-11 CE		20-09-11 FMI		28-11-11 OCDE		
	2008	2009	2010	2011	2012	2011	2012	2011	2012	
ZONA EURO	0.4	-4.2	1.9	1.5	0.5	1.6	1.1	1.6	0.2	
PORTUGAL	0.0	-2.5	1.3	-1.6*	-3.0*	-1.6*	-3.0*	-1.6	-3.2	
ALEMANHA	1.1	-5.1	3.7	2.9	0.8	2.7	1.3	3.0	0.6	
FRANÇA	-0.1	-2.7	1.5	1.6	0.6	1.7	1.4	1.6	0.3	
ITÁLIA	-1.2	-5.1	1.5	0.5	0.1	0.6	0.3	0.7	-0.5	
ESPAÑA	0.9	-3.7	-0.1	0.7	0.7	0.8	1.1	0.7	0.3	
IRLANDA	-3.0	-7.0	-0.4	1.1	1.1	0.4	1.5	1.2	1.0	
PAÍSES BAIXOS	1.8	-3.5	1.7	1.8	0.5	1.6	1.3	1.4	0.3	
BÉLGICA	1.0	-2.8	2.3	2.2	0.9	2.4	1.5	2.0	0.5	
ÁUSTRIA	1.4	-3.8	2.3	2.9	0.9	3.3	1.6	3.2	0.6	
FINLÂNDIA	1.0	-8.2	3.6	3.1	1.4	3.5	2.2	3.0	1.4	
GRÉCIA	-0.2	-3.2	-3.5	-5.5	-2.8	-5.0	-2.0	-6.1	-3.0	
LUXEMBURGO	0.8	-5.3	2.7	1.6	1.0	3.6	2.7	2.0	0.4	
ESLOVÉNIA	3.6	-8.0	1.4	1.1	1.0	1.9	2.0	1.0	0.3	
CHIPRE	3.6	-1.9	1.1	0.3	0.0	0.0	1.0			
MALTA	4.4	-2.7	2.7	2.1	1.3	2.5	2.2			
ESLOVÁQUIA	5.9	-4.9	4.2	2.9	1.1	3.3	3.3	3.0	1.8	
REINO UNIDO	-1.1	-4.4	1.8	0.7	0.6	1.1	1.6	0.9	0.5	
SUÉCIA	-0.6	-5.2	5.6	4.0	1.4	4.4	3.8	4.1	1.3	
DINAMARCA	-1.1	-5.2	1.7	1.2	1.4	1.5	1.5	1.1	0.7	
POLÓNIA	5.1	1.6	3.9	4.0	2.5	3.8	3.0	4.2	2.5	
REPÚBLICA CHECA	3.1	-4.7	2.7	1.8	0.7	2.0	1.8	2.1	1.6	
HUNGRIA	0.9	-6.8	1.3	1.4	0.5	1.8	1.7	1.5	-0.6	
ESTÓNIA	-3.7	-14.3	2.3	8.0	3.2	6.5	4.0	8.0	3.2	
LETÓNIA	-3.3	-17.7	-0.3	4.5	2.5	4.0	3.0			
LITUÂNIA	2.9	-14.8	1.4	6.1	3.4	6.0	3.4			
BULGÁRIA	6.2	-5.5	0.2	2.2	2.3	2.5	3.0			
ROMÉNIA	7.3	-6.6	-1.9	1.7	2.1	1.5	3.5			
SUIÇA	2.1	-1.9	2.7	1.7	1.9	2.1	1.4	1.8	0.8	
NORUEGA	0.7	-1.7	0.3	2.4	2.7	1.7	2.5	1.5	2.0	
ISLÂNDIA	1.3	-6.7	-4.0	2.1	1.5	2.5	2.5	2.9	2.4	
TURQUIA	0.7	-4.8	8.9	7.5	3.0	6.6	2.2	7.4	3.0	
EUA	0.0	-2.6	3.0	1.6	1.5	1.5	1.8	1.7	2.0	
CANADÁ	0.5	-2.5	3.2	2.1	1.8	2.1	1.9	2.2	1.9	
JAPÃO	-1.2	-5.2	4.1	-0.4	1.8	-0.5	2.3	-0.3	2.0	
COREIA DO SUL	2.3	0.2	6.2	3.5	3.6	3.9	4.4	3.7	3.8	
MÉXICO	1.5	-6.5	5.4	4.0	3.9	3.8	3.6	4.0	3.3	
AUSTRÁLIA	2.2	1.2	2.7	1.8	3.3	1.8	3.3	1.8	4.0	
NOVA ZELÂNDIA	-1.4	-0.4	2.6	1.0	3.2	2.0	3.8	1.4	2.5	
BRASIL	5.1	-0.2	7.6	3.6	4.0	3.8	3.6	3.4	3.2	
CHINA	9.6	9.1	10.4	9.2	8.6	9.5	9.0	9.3	8.5	
ÍNDIA	6.4	5.7	8.9	7.5	7.5	7.8	7.5	7.6	7.5	
RÚSSIA	5.2	-7.9	4.0	3.9	3.8	4.3	4.1	4.0	4.1	

Nota: i) Os dados de 2008/2010 são do Eurostat/CE para os países europeus e do FMI para os restantes; ii) Os valores do FMI de CE com asterisco referem-se às previsões divulgadas nos dias 20/12/2011 e 21/12/2011.

Crescimento do PIB - 2010



Fonte: FMI, CE, OCDE e Thomson Reuters.

Legenda:

Top 10 -



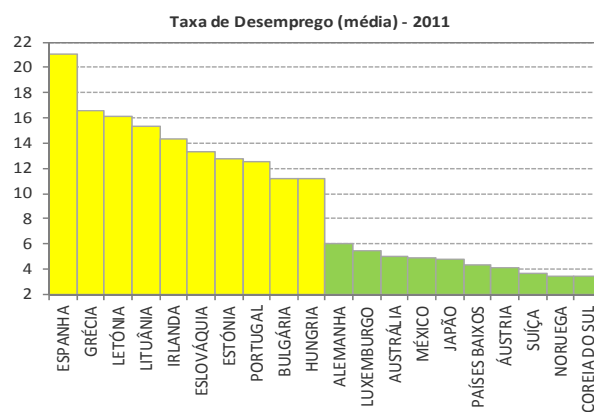
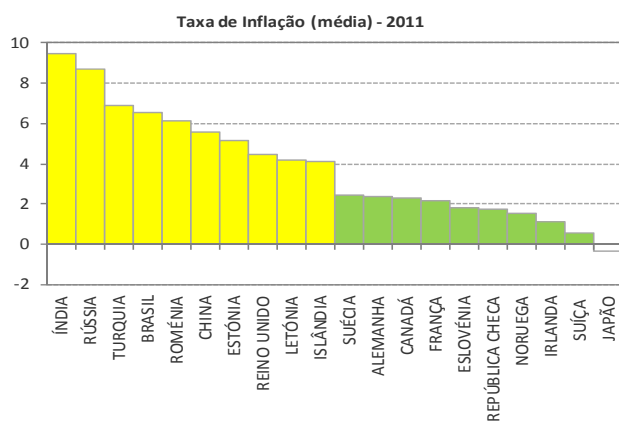
Top 10 +



Previsões de Indicadores Económicos

País	Inflação (% média anual)						Taxa de Desemprego (% da população activa)					
	10-11-11		20-09-11		28-11-11		10-11-11		20-09-11		28-11-11	
	CE	2012	FMI	2012	OCDE	2012	CE	2012	FMI	2012	OCDE	2012
ZONA EURO	2.6	1.7	2.5	1.5	2.6	1.6	10.0	10.1	9.9	9.9	9.9	10.3
PORTUGAL	3.6*	3.3*	3.6*	3.3*	3.5	2.6	12.7*	13.8*	12.4*	13.7*	12.5	13.8
ALEMANHA	2.4	1.7	2.2	1.3	2.4	1.6	6.1	5.9	6.0	6.2	5.9	5.7
FRANÇA	2.2	1.5	2.1	1.4	2.1	1.4	9.8	10.0	9.5	9.2	9.2	9.7
ITÁLIA	2.7	2.0	2.6	1.6	2.7	1.7	8.1	8.2	8.2	8.5	8.1	8.3
ESPAÑA	3.0	1.1	2.9	1.5	3.0	1.4	20.9	20.9	20.7	19.7	21.5	22.9
IRLANDA	1.1	0.7	1.1	0.6	1.1	0.8	14.4	14.3	14.3	13.9	14.1	14.1
PAÍSES BAIXOS	2.5	1.9	2.5	2.0	2.5	2.2	4.5	4.7	4.2	4.2	4.3	4.5
BÉLGICA	3.5	2.0	3.2	2.0	3.4	2.3	7.6	7.7	7.9	8.1	7.0	7.3
ÁUSTRIA	3.4	2.2	3.2	2.2	3.5	1.9	4.2	4.5	4.1	4.1	4.2	4.4
FINLÂNDIA	3.2	2.6	3.1	2.0	3.2	2.6	7.8	7.7	7.8	7.6	7.9	8.0
GRÉCIA	3.0	0.8	2.9	1.0	3.0	1.1	16.6	18.4	16.5	18.5	16.6	18.5
LUXEMBURGO	3.6	2.1	3.6	1.4	3.5	1.6	4.5	4.8	5.8	6.0	6.0	6.3
ESLOVÉNIA	1.9	1.3	1.8	2.1	1.8	1.3	8.2	8.4	8.2	8.0	8.1	8.5
CHIPRE	3.4	2.8	4.0	2.4			7.2	7.5	7.4	7.2		
MALTA	2.6	2.2	2.6	2.3			6.7	6.8	6.3	6.2		
ESLOVÁQUIA	4.0	1.7	3.6	1.8	4.1	2.9	13.2	13.2	13.4	12.3	13.4	13.2
REINO UNIDO	4.3	2.9	4.5	2.4	4.5	2.7	7.9	8.6	7.8	7.8	8.1	8.8
SUÉCIA	1.5	1.3	3.0	2.5	2.9	1.1	7.4	7.4	7.4	6.6	7.5	7.5
DINAMARCA	2.6	1.7	3.2	2.4	2.7	1.8	7.4	7.3	4.5	4.4	7.2	7.2
POLÓNIA	3.7	2.7	4.0	2.8	4.0	2.5	9.3	9.2	9.4	9.2	9.6	9.9
REPÚBLICA CHECA	1.8	2.7	1.8	2.0	1.7	3.1	6.8	7.0	6.7	6.6	6.9	6.7
HUNGRIA	4.0	4.5	3.7	3.0	3.9	4.9	11.2	11.0	11.3	11.0	11.0	11.9
ESTÓNIA	5.2	3.3	5.1	3.5	5.1	3.2	12.5	11.2	13.5	11.5	12.3	10.8
LETÓNIA	4.2	2.4	4.2	2.3			16.1	15.0	16.1	14.5		
LITUÂNIA	4.0	2.7	4.2	2.6			15.1	13.3	15.5	14.0		
BULGÁRIA	3.6	3.1	3.8	2.9			12.2	12.1	10.2	9.5		
ROMÉNIA	5.9	3.4	6.4	4.3			8.2	7.8	5.0	4.8		
SUÍÇA	0.7	1.1	0.7	0.9	0.4	0.0	3.4	3.2	3.4	3.4	4.0	4.3
NORUEGA	1.5	1.6	1.7	2.2	1.5	1.9	3.5	3.3	3.6	3.5	3.2	3.2
ISLÂNDIA	4.1	3.6	4.2	4.5	4.0	4.1	7.6	7.3	7.1	6.0	7.0	6.1
TURQUIA	8.5	7.2	6.0	6.9	6.2	7.9	10.2	10.3	10.5	10.7	10.1	10.7
EUA	3.2	1.9	3.0	1.2	3.2	2.4	9.0	9.0	9.1	9.0	9.0	8.9
CANADÁ			2.9	2.1	2.8	1.6	7.5	7.0	7.6	7.7	7.4	7.3
JAPÃO	-0.2	-0.1	-0.4	-0.5	-0.3	-0.6	4.9	4.8	4.9	4.8	4.6	4.5
COREIA DO SUL			4.5	3.5	4.4	3.6	3.5	3.4	3.3	3.3	3.4	3.4
MÉXICO			3.4	3.1	3.4	3.5			4.5	3.9	5.3	4.9
AUSTRÁLIA			3.5	3.3	3.5	3.0	5.0	4.9	5.0	4.8	5.0	5.3
NOVA ZELÂNDIA			4.4	2.7	4.2	2.6	6.9	6.0	6.4	5.6	6.6	6.2
BRASIL			6.6	5.2	6.5	5.8			6.7	7.5		
CHINA			5.5	3.3	5.6	3.8			4.0	4.0		
ÍNDIA			10.6	8.6	8.4	8.0						
RÚSSIA	8.8	7.7	8.9	7.3	8.4	6.5	7.4	6.9	7.3	7.1		

Nota: Cálculo da Inflação - CE: IPCH quando disponível, IPC para os restantes países, com exceção de CA, KR, MX, AU, NZ, em que é utilizado o deflator do consumo privado. OCDE: IPCH ou IPC caso contrário. FMI: IPC. Os valores do FMI e da CE com asterisco referem-se às previsões divulgadas nos dias 20/12/2011 e 21/12/2011.



Fonte: FMI, CE, OCDE e Thomson Reuters.

Legenda:

Top 10 -



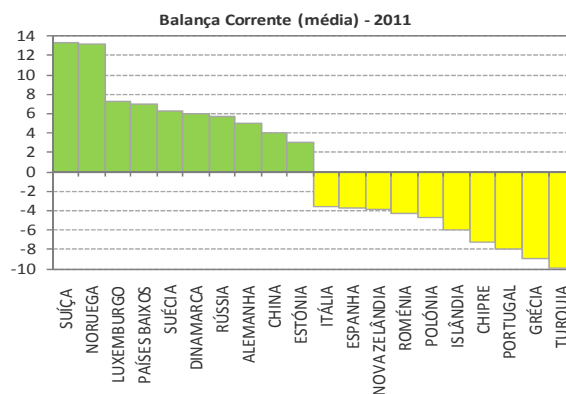
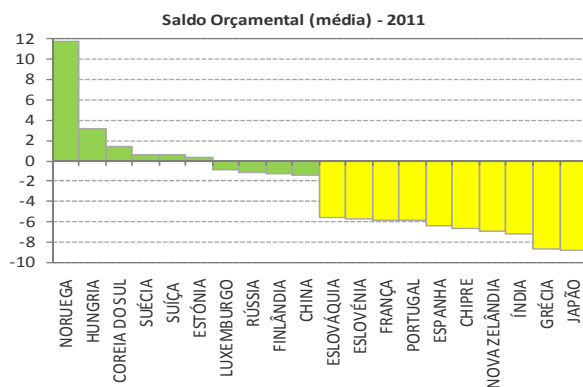
Top 10 +



Previsões de Indicadores Económicos

País	Saldo Orçamental (% do PIB)						Balança Corrente (% do PIB)					
	10-11-11		20-09-11		28-11-11		10-11-11		20-09-11		28-11-11	
	CE	2012	FMI	2012	OCDE	2012	CE	2012	FMI	2012	OCDE	2012
ZONA EURO	-4.1	-3.4	-4.1	-3.1	-4.0	-2.9	-0.1	0.0	0.1	0.4	0.1	0.6
PORTUGAL	-5.9*	-4.5*	-5.9*	-4.5*	-5.9	-4.5	-7.6*	-4.6*	-8.4*	-6.4*	-8.0	-3.8
ALEMANHA	-1.3	-1.0	-1.7	-1.1	-1.2	-1.1	5.1	4.4	5.0	4.9	4.9	4.9
FRANÇA	-5.8	-5.3	-5.9	-4.6	-5.7	-4.5	-3.2	-3.3	-2.7	-2.5	-2.3	-2.2
ITÁLIA	-4.0	-2.3	-4.0	-2.4	-3.6	-1.6	-3.6	-3.0	-3.5	-3.0	-3.6	-2.6
ESPAÑA	-6.6	-5.9	-6.1	-5.2	-6.2	-4.4	-3.4	-3.0	-3.8	-3.1	-4.0	-2.3
IRLANDA	-10.3	-8.6	-10.3	-8.6	-10.3	-8.7	0.7	1.5	1.8	1.9	0.5	1.7
PAÍSES BAIXOS	-4.3	-3.1	-3.8	-2.8	-4.2	-3.2	5.5	7.0	7.5	7.7	7.8	7.6
BÉLGICA	-3.6	-4.6	-3.5	-3.4	-3.5	-3.2	2.4	2.1	0.6	0.9	-0.5	-0.3
ÁUSTRIA	-3.4	-3.1	-3.5	-3.2	-3.4	-3.2	2.7	2.8	2.8	2.7	3.0	3.4
FINLÂNDIA	-1.0	-0.7	-1.0	0.3	-2.0	-1.4	-0.1	0.0	2.5	2.5	0.4	1.2
GRÉCIA	-8.9	-7.0	-8.0	-6.9	-9.0	-7.0	-9.9	-7.9	-8.4	-6.7	-8.6	-6.3
LUXEMBURGO	-0.6	-1.1	-0.7	-1.2	-1.2	-2.0	5.3	3.4	9.8	10.3	6.5	6.3
ESLOVÉNIA	-5.7	-5.3	-6.2	-4.7	-5.3	-4.5	0.1	0.3	-1.7	-2.1	-0.2	-0.5
CHIPRE	-6.7	-4.9	-6.6	-4.5			-7.3	-6.7	-7.2	-7.6		
MALTA	-3.0	-3.5	-2.9	-2.9			-3.1	-2.9	-3.8	-4.8		
ESLOVÁQUIA	-5.8	-4.9	-4.9	-3.8	-5.9	-4.6	-0.7	-1.2	-1.3	-1.1	-1.6	-1.5
REINO UNIDO	-9.4	-7.8	-8.5	-7.0	-9.4	-8.7	-2.5	-0.9	-2.7	-2.3	-0.6	0.1
SUÉCIA	0.9	0.7	0.8	1.3	0.1	0.5	6.4	6.3	5.8	5.3	6.7	6.9
DINAMARCA	-4.0	-4.5	-3.0	-3.0	-3.7	-5.1	6.3	5.8	6.4	6.4	5.5	4.8
POLÓNIA	-5.6	-4.0	-5.5	-3.8	-5.4	-2.9	-5.0	-4.3	-4.8	-5.1	-4.4	-4.4
REPÚBLICA CHECA	-4.1	-3.8	-3.8	-3.7	-3.7	-3.4	-3.6	-3.2	-3.3	-3.4	-3.3	-2.7
HUNGRIA	3.6	-2.8	2.0	-3.6	4.0	-3.4	1.7	3.2	2.0	1.5	1.9	1.4
ESTÓNIA	0.8	-1.8	-0.1	-2.3	0.1	-1.9	3.1	1.5	2.4	2.3	3.5	2.6
LETÓNIA	-4.2	-3.3	-4.5	-2.3			-0.4	-1.1	1.0	-0.5		
LITUÂNIA	-5.0	-3.0	-5.3	-4.5			-1.7	-1.9	-1.9	-2.7		
BULGÁRIA	-2.5	-1.7	-2.5	-2.2			1.6	1.4	1.6	0.6		
ROMÉNIA	-4.9	-3.7	-4.4	-2.8			-4.1	-5.0	-4.5	-4.6		
SUÍÇA	0.3	0.3	0.8	0.6	0.8	0.5	13.9	14.1	12.5	10.9	13.4	12.6
NORUEGA	10.7	10.7	12.0	11.2	12.5	11.5	9.3	8.9	14.0	12.8	16.4	16.4
ISLÂNDIA	-5.7	-4.4	-4.1	-2.3	-5.4	-3.3	-10.4	-9.6	1.9	3.2	-9.3	-3.4
TURQUIA	-2.4	-2.4	-0.9	-1.0	-2.6	-2.4	-9.8	-8.8	-10.3	-7.4	-9.8	-8.0
EUA	-10.0	-8.5	-9.6	-7.9	-10.0	-9.3	-3.3	-3.1	-3.1	-2.1	-3.0	-2.9
CANADÁ			-4.3	-3.2	-5.0	-4.1	-4.0	-4.8	-3.3	-3.8	-2.8	-2.9
JAPÃO	-7.2	-7.4	-10.3	-9.1	-8.9	-8.9	2.9	2.9	2.5	2.8	2.2	2.2
COREIA DO SUL			2.1	2.4	0.8	1.3	0.5	0.6	1.5	1.4	1.8	1.3
MÉXICO			-3.2	-2.8			-0.7	-1.3	-1.0	-0.9	-0.5	-0.8
AUSTRÁLIA			-3.9	-1.9	-3.3	-1.5	2.3	1.4	-2.2	-4.7	-1.6	-1.4
NOVA ZELÂNDIA			-5.9	-3.1	-8.0	-4.0	-4.0	-3.8	-3.9	-5.6	-3.9	-5.0
BRASIL			-2.5	-2.8	-2.7	-2.8			-2.3	-2.5	-2.0	-2.2
CHINA			-1.6	-0.8	-1.2	-1.5	3.7	4.4	5.2	5.6	3.1	2.6
ÍNDIA			-7.7	-7.3	-6.8	-6.3			-2.2	-2.2	-2.1	-2.1
RÚSSIA	-1.3	-1.5	-1.1	-2.1			5.9	4.0	5.5	3.5	5.6	4.0

Nota: Os valores do FMI e da CE com asterisco referem-se às previsões divulgadas nos dias 20/12/2011 e 21/12/2011.



Fonte: FMI, CE, OCDE e Thomson Reuters.

Legenda:

Top 10 -



Top 10 +



**DIREÇÃO DE PLANEAMENTO, ESTUDOS E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ESTUDOS**

Rui Bernardes Serra – *Chief Economist*

RBSerra@Montepio.pt

José Miguel Moreira – *Senior Economist*
JoseMoreira@Montepio.pt

António Catalão Gouveia – *Economist*
Antonio.Catalao.Gouveia@Montepio.pt

Advertência

Este documento foi elaborado pelo Departamento de Estudos da Caixa Económica Montepio Geral e é disponibilizado com intuito e para fins exclusivamente informativos.

Todos os dados, análises e considerações nele contidas estão simplesmente baseadas no que estimamos ser as melhores informações disponíveis, recolhidas a partir de fontes oficiais e outras consideradas credíveis, não assumindo, todavia, qualquer responsabilidade por erros, omissões ou inexatidões das mesmas.

As opiniões e previsões expressas refletem somente a perspetiva e os pontos de vista dos autores na data da sua elaboração, podendo ser livremente modificadas a todo o tempo e sem aviso prévio.

Neste contexto, o presente documento não pode, em circunstância alguma, ser entendido como convite ao investimento, seja de que natureza for, nem como proposta ou oferta de negócio de qualquer tipo.

Qualquer decisão de investimento deve ser devidamente ponderada, fundamentada na análise crítica, pelo investidor, de toda a informação publicamente disponível sobre os ativos a que respeita, suas características e adequação ao perfil de risco assumido, e devem ter em conta todos os documentos emitidos ao abrigo da regulamentação das entidades de supervisão, nomeadamente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Nem o Montepio, na qualidade de emitente do documento, nem nenhuma entidade sua dominante ou dominada ou qualquer outra integrante do Grupo Montepio em que se insere, pode, conseqüentemente, ser responsabilizada por eventuais perdas ou prejuízos decorrentes de decisões de investimento que, quem quer que seja, tenha tomado, mesmo que por levar em conta elementos constantes deste documento.

Por outro lado, uma vez que este documento não contempla qualquer tipo de informação privilegiada ou reservada, nem constitui nenhum conselho ou convite ao investimento, as empresas do Grupo Montepio mantêm o direito de, nos limites da lei, transacionar ou não, ocasional ou regularmente, qualquer ativo direta ou indiretamente relacionado com o âmbito deste relatório.

O relatório pode ser reproduzido, desde que seja citada a fonte.

