

Análise Mensal

14 de Janeiro de 2011

Mercados Financeiros

TUDO EM ABERTO: COM TENDÊNCIA POSITIVA

- ▶ A mais recente publicação de dados económicos da Europa e EUA reforça a percepção de consolidação da retoma económica, igualmente sugerida pelas projecções para 2011 e 2012 dos principais organismos internacionais. O ritmo de actividade económica no mundo desenvolvido deverá ser, contudo, mais lento que em expansões anteriores, na medida em que persiste um movimento generalizado de redução do endividamento das economias: no sector público ou privado ou em ambos. Como tem sido apanágio dos últimos anos, o motor da procura mundial surgirá das economias emergentes com a Ásia na liderança. Não obstante, os riscos de sobre-aquecimento despontam, pelo que se antecipa a continuação da adopção de medidas monetárias restritivas nessas zonas do globo. A inflação será um indicador relevante a seguir no mundo em desenvolvimento, enquanto no Ocidente a inflação permanecerá controlada, a despeito da subida de preços por via administrativa, devido ao agravamento tributário e à elevação do custo de bens alimentares e energéticos.
- ▶ A redução da aversão ao risco tenderá a penalizar a moeda norte-americana, que funciona preferencialmente como instrumento de refúgio. Também a possibilidade da Reserva Federal ser mais lenta a reverter a sua orientação de política monetária que o Banco Central Europeu e o regresso a estratégias de aposta em moedas emergentes, com remunerações mais interessantes, financiadas com empréstimos em dólares americanos favorecem a debilidade da moeda norte-americana. Contudo, a taxa de câmbio EUR/USD poder-se-á manter dentro de um intervalo de transacção delimitado por 1.26-1.35, na medida em que as dúvidas sobre o projecto europeu continuarão a ensombrar 2011.
- ▶ Os bancos centrais na Europa e EUA tenderão a manter as suas políticas monetárias acomodáticas durante grande parte de 2011, na medida em que a concessão de crédito à economia não se encontra normalizada e os sistemas bancários permanecem fragilizados.
- ▶ O fortalecimento da actividade económica, o pesado programa de refinanciamento dos estados no mundo ocidental e o despertar de alguns receios inflacionistas tenderão a fazer elevar as taxas de juro da dívida pública, implicando aumento da inclinação da curva de rendimentos. Todavia, a liquidez continua profusa, as taxas de juro de curto prazo não deverão alterar-se significativamente (apesar do próximo movimento ser de subida), a retoma económica ainda se presta a revezes e a crise da dívida soberana continuará a assombrar o mercado de dívida pública. Deste modo, as taxas de juro de longo prazo nos EUA e Alemanha tenderão a ter uma subida menos pronunciada que em idênticas fases do ciclo económico. A surpresa positiva do ano poderá advir do comportamento dos periféricos europeus com desenvolvimentos positivos no seio da UEM ao nível de resolução de crises de financiamento.
- ▶ As empresas estão menos alavancadas que em décadas passadas (o seu processo de desalavancagem ocorreu na década anterior), as suas actividades encontram-se mais disseminadas geograficamente, os ganhos de eficiência e redução de custos estão concluídos. Este conjunto de factores poderá proporcionar a persistência de encolhimento de *spreads* de crédito; porém, renovadas ondas da crise de dívida soberana ou notícias de debilidade dos sistemas bancários afectará negativamente esta classe de activos. Também a possibilidade de aumento de actividade corporativa, à custa de maior endividamento, será adversa para ganhos.
- ▶ O segmento accionista assume-se como a mais promissora classe de activos para 2011, impulsionada pela retoma económica, receios inflacionistas, ainda abundante liquidez, fluxos de geração de resultados sustentados. Todavia, a incerteza económica não está totalmente afastada, pelo que os investidores poderão privilegiar uma navegação à vista, dificultando a formação de tendências fortes e favorecendo o ziguezague ligeiramente ascensional.

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

TUDO EM ABERTO: COM TENDÊNCIA POSITIVA

A retoma económica encontra-se nos eixos, a inflação está controlada, embora os preços devam subir em 2011, sobretudo por motivos administrativos. Os EUA revelam-se empenhados em assegurar a sustentabilidade da recuperação económica e regresso do emprego. Assim, as taxas de juro de curto prazo nos EUA e o dólar americano dever-se-ão manter em baixo. Na Europa, o BCE não desfruta de espaço para subir as taxas de juro rapidamente dadas as consequências da crise da dívida soberana. As empresas continuam desalavancadas e o fluxo de geração de lucros revela-se robusto, o que favorece a avaliação da sua capacidade creditícia. As acções, pela baixa rentabilidade das alternativas e possibilidade de subida das taxas de juro de longo prazo, apresentam-se como a classe de activos mais promissora de 2011, mas o seu caminho não se vislumbra sem escolhos, na medida em que a incerteza económica não se dissipou integralmente, a crise da dívida soberana conhecerá novos desenvolvimentos, e a propensão ao risco dos investidores é ainda volúvel.

DEPARTAMENTO DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS

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

Dir. Coordenadora
SubDirectora

ANÁLISE TÉCNICA
Agostinho Leal Alves

Tel.: 351 21 310 11 86

Fax: 351 21 353 56 94

Email: deef@bancobpl.pt

www.bancobpl.pt

www.bplinvestimentos.pt/Research

| ÍNDICE | Pág. |
|---|------|
| Principais Economias: Perspectivas e factores de risco | 04 |
| Principais Mercados: Recomendações | 06 |
| TEMAS ECONÓMICOS EM DESTAQUE | |
| CENÁRIO DOMINANTE: RETOMA NOS EIXOS, MAS EM EXERCÍCIO DE EQUILÍBRIO | 07 |
| EUA - ECONOMIA SURPREENDE...MAS AINDA A REBOQUE DE ESTÍMULOS | 08 |
| UEM - Em 2011 CONTINUARÁ A IMPERAR A DIVERSIDADE | 10 |
| ADEUS DEFLAÇÃO; BEMVINDA INFLAÇÃO | 12 |
| PORTUGAL - O ANO DE TODOS OS PERIGOS | 15 |
| ESPAÑA - CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL NA ORDEM DO ANO | 19 |
| LATAM - 2011: UM ANO DE (AINDA) MUITO CRESCIMENTO | 20 |
| MERCADOS FINANCEIROS EM REVISTA | |
| CENÁRIO DOMINANTE: TRANQUILIDADE OU HESITAÇÃO? | 23 |
| MERCADO CAMBIAL | |
| SERÁ 2011 UM ANO MAIS TRANQUILO? | 24 |
| MOEDAS DOS EMERGENTES: CONSOLIDAÇÃO DO BOM MOMENTO | 26 |
| MERCADO MONETÁRIO | |
| POLÍTICA MONETÁRIA I: BCE PODERÁ RETIRAR ALGUNS DOS ESTÍMULOS, MAS POLÍTICA MONETÁRIA MANTER-SE-Á ACOMODATÍCIA | 28 |
| POLÍTICA MONETÁRIA II: POLÍTICA MONETÁRIA DA FED SEM ALTERAÇÕES | 29 |
| MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA | |
| PERIFÉRICOS DA ZONA EURO SOB OS HOLOFOTES DOS INVESTIDORES | 30 |
| MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA | |
| SECTOR FINANCEIRO ENFRENTA MAIOR DESAFIO EM 2011 | 31 |
| MERCADOS ACCIONISTAS | |
| TUDO PARA DAR CERTO... | 32 |
| MERCADO DE COMMODITIES | |
| ANO DE CONFIRMAÇÃO DO CICLO DE ALTA | 34 |
| PREVISÕES | |
| Previsões Económicas do BPI | 36 |
| Previsões Económicas | |
| Previsões Económicas dos Mercados Emergentes | 37 |
| Previsões para as Taxas de Câmbio | |
| Previsões para as Taxas de Juro | 38 |
| Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais | 39 |
| Previsões para as Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes | |
| Previsões para as Taxas de Juro dos Mercados Emergentes | 40 |
| OPINIÃO | |
| IRLANDA E ISLÂNDIA - | |
| CAUSAS, CONSEQUÊNCIAS E ENSINAMENTOS | |
| DA PRIMEIRA GRANDE CRISE FINANCEIRA DO SÉCULO XXI | 41 |
| BASES DE DADOS | |

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

-
- Global** O cenário central para 2011 é presidido pela consolidação da retoma económica global. Os EUA, profundamente empenhados em assegurar a aceleração do ritmo de crescimento e a criação de emprego, continuam a executar políticas económicas eminentemente expansionistas, as quais irão frutificando ao longo do ano. Na Europa, os países na área do euro robustecerão a sua expansão. O estímulo do crescimento mundial radiculará nas economias emergentes. Mas os riscos de sobre-aquecimento levam as autoridades nestes países a adoptar medidas de contenção de procura, de modo a manter o processo de expansão numa senda sustentável.
- Riscos:** Apresentam-se nos dois sentidos, relacionando-se com a capacidade ou não da zona euro encontrar soluções para a crise da dívida soberana; com o êxito dos estímulos fiscais norte-americanos e recuperação do mercado de trabalho; com o impacto na procura da recente tendência de subida de preços dos bens alimentares e energéticos; e, por fim, com a capacidade das autoridades chinesas em conterem os riscos de sobreaquecimento.
-
- EUA** Depois de quatro trimestres consecutivos de contracção da actividade económica, entre o 3º trimestre de 2008 e o 2º trimestre de 2009, o PIB recuperou em termos médios 2.9%, em termos trimestrais anualizados. No entanto, quando medida a preços constantes, a riqueza trimestral gerada ainda não recuperou os níveis do final de 2007, princípio de 2008.
- Em 2011, o crescimento económico deverá surpreender positivamente. Ainda que em grande parte estimulada por sucessivas medidas de apoio ao crescimento, a economia continua a revelar um dinamismo significativo. Destes estímulos, destaca-se o recente pacote de medidas fiscais anunciado pelo Presidente Obama, que engloba o alargamento do prazo em que estão em vigor as reduções fiscais para as classes mais elevadas e a queda de impostos para as de rendimento médio/baixo e extensão do subsídio de desemprego; em 2011, as empresas poderão deduzir, na totalidade, as despesas de capital.
- Riscos:** Os sinais de que a consolidação fiscal não faz parte das prioridades da administração norte-americana poderá constituir um dos principais elementos de incerteza e factor de risco para os próximos anos (veja-se a projecção da média do mercado para o rácio de dívida pública, acima de 100% do PIB em 2012). Outros factores de incerteza prendem-se com a recuperação dos mercados imobiliário e de trabalho.
-
- Japão** Os indicadores do lado da oferta revelam-se favoráveis: pela primeira vez em seis meses, a produção industrial de Novembro avançou em cadeia (1%); e os inquéritos ao sector sugerem que esta tendência consolidar-se-á nos meses seguintes. Todavia, graças à diluição das medidas de estímulo fiscal, antecipa-se uma desaceleração da actividade económica durante 2011. A economia deverá evoluir maioritariamente condicionada pelo andamento da sua moeda e da procura externa.
- Riscos:** Do ponto de vista mais estrutural, o factor demográfico continua a penalizar. No curto/médio prazo, o principal factor de incerteza prende-se com a possibilidade de abrandamento da actividade do sector exportador.
-
- Z. Euro** Em 2011, os temas que irão dominar as atenções e condicionar o desempenho da região são diversos, resultando das especificidades de cada membro das 17 economias que a compõem. Nos países periféricos será fundamental o acompanhamento das trajectórias de consolidação fiscal e das dificuldades de financiamento dos bancos, o escrutínio do sector financeiro irlandês, o desempenho do sector exportador, o comportamento do mercado imobiliário, nomeadamente nos países que ainda denotam sinais de sobre-valorização e, finalmente, o processo de necessária desalavancagem nos países mais endividados. Quanto aos países do centro europeu, o consumidor alemão será particularmente escrutinado, procurando confirmar os sinais mais positivos.
- A aceleração do processo de consolidação fiscal e as restrições de financiamento limitarão a capacidade de crescimento dos países da periferia, mas será um factor essencial para reduzir os riscos dos investidores não residentes e resolver a questão da crise da dívida soberana. Quanto à principal economia da zona, as expectativas são de que reforce o seu papel de locomotiva.
- Riscos:** Regresso da turbulência aos mercados financeiros, aumento das restrições ao financiamento; arrefecimento externo mais acentuado.
-
- R. Unido** De acordo com a Comissão Europeia, o Reino Unido deverá manter uma trajectória positiva no que respeita ao crescimento. O impacto da consolidação fiscal, o abrandamento da actividade no sector da construção e a diluição de alguns factores temporários, serão compensados por uma reafecção da capacidade instalada a favor do sector exportador. Com efeito, o principal motor de crescimento em 2011-12 será a aceleração das exportações e o maior contributo da procura externa, tanto por via do incremento da actividade neste sector como pelo abrandamento do ritmo de crescimento das importações, resultante do menor crescimento da procura interna. Depois de crescer 1.8% este ano, a CE estima que a economia cresça 2.2% em 2011 e 2.5% em 2012. A inflação manter-se-á acima do objectivo do banco central em 2011, mas deverá abrandar em 2012. Para 2010, a previsão da CE é de 3.2%, 2.6% no próximo ano e 1.4% em 2012. A confirmação deste cenário permitirá que a política monetária se mantenha acomodaticia, favorecendo o desenvolvimento da actividade.
- Riscos:** De acordo com a CE, são cinco os factores que determinarão o crescimento no período em causa: 1) impacto da redução da despesa pública na recuperação da confiança; 2) capacidade da política monetária se manter acomodaticia; 3) impacto da evolução da taxa de câmbio no desempenho das exportações; 4) evolução do investimento privado; 5) dimensão real do hiato produtivo, pois diversos indicadores apontam tendências opostas. Por um lado, as medidas tradicionais da capacidade instalada sugerem que a folga produtiva continua elevada, mas por outro, os resultados dos inquéritos às empresas e a persistência da inflação em níveis elevados, sugerem que esta folga será reduzida.
-

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco (continuação)

Portugal Portugal depara-se com uma crise de liquidez, que está associada ao despertar de percepções junto dos investidores não-residentes de dificuldades em sustentar os actuais níveis de endividamento. Com efeito, os investidores não-residentes, que correspondem a cerca de 70% da dívida pública portuguesa emitida, têm vindo a exigir prémios crescentes para a sua aquisição. A superação desta crise implica a redução imediata das necessidades de financiamento da economia nacional e, conseqüentemente, a contracção da procura interna. O Estado português dará o exemplo ao concretizar as medidas de austeridade propostas para 2011. As famílias, com diminuição do rendimento disponível, deverão retomar uma tendência mais inequívoca de incremento da poupança. As empresas continuarão a dar o seu contributo mediante retracção do investimento. Ou seja, dificilmente Portugal evitará uma contracção do produto. As perspectivas são de que a queda do PIB seja superior a 1%. Fundamental será a demonstração por parte do governo do propósito de redução do défice e da despesa pública.

Riscos: A aceleração do processo de consolidação fiscal poderá gerar um impacto mais negativo que o previsto, a curto prazo, ainda que a médio prazo deva suportar a actividade económica. Por outro lado, Portugal estará sob severo escrutínio no que respeita aos compromissos assumidos em matéria de contas públicas, podendo qualquer deslize implicar a deterioração das condições de financiamento da economia.

A.Latina A região apresenta perspectivas de crescimento fortes para 2011, continuando a beneficiar de uma aceleração da procura interna em alguns países, que ainda reflecte o efeito desfasado das medidas de estímulo implementadas na crise; enquanto que outras economias beneficiam de um cenário favorável em termos da procura mundial de *commodities*. Face a este cenário de rápido crescimento, têm surgido pressões inflacionistas que colocam pressão sobre as autoridades locais para a adopção de medidas, tanto em termos de política monetária, como de contenção em termos de política fiscal.

Riscos: Entre os principais riscos para 2011, destacam-se os perigos de sobreaquecimento de algumas economias, como é o caso do Brasil e da Argentina. Em países exportadores de *commodities*, o perigo de desaceleração nos principais países importadores (ex. China).

Principais Mercados: Recomendações

| | |
|--------------|---|
| M. Cambial | <p>Numa primeira fase, defende-se a evolução menos definida do EUR/USD, sendo importante a referência de níveis de suporte e de resistência de curto prazo na gestão de tesouraria ou de posições com algum tempo de maturidade (ajudam a definir <i>stop-losses</i> ou <i>take-profit</i>). Contudo, perante dados económicos favoráveis e uma moeda europeia fragilizada, o USD poderá reforçar os recentes ganhos. De uma posição neutral inicial, poderá ser vantajoso estar longo em dólares e curto em euros na gestão de tesouraria de curto prazo com a manutenção da desconfiança em relação aos países periféricos da UEM. Igualmente, nos câmbios do EUR, tanto em relação ao JPY, CHF e GBP, a melhor atitude deverá ser estar curto na moeda única europeia. A longo prazo (até 1 ano), estamos a prever uma situação mais vantajosa para o EUR e a perda gradual de valor do JPY.</p> |
| M. Monetário | <p>A crise no mercado de dívida soberana e o facto dos bancos dos países da periferia estarem ainda muito dependentes do financiamento do BCE, sugerem que esta autoridade monetária não alterará durante os próximos tempos o nível da taxa principal de refinanciamento. Recentemente, a taxa Euribor a 3 meses voltou a cair para níveis abaixo de 1%, reflexo do prolongamento do período em que as operações de financiamento de longo prazo do BCE continuam a ser a taxa fixa e montante ilimitado. Recomenda-se o recurso a financiamentos nos prazos mais curtos (até 6 meses) dadas as expectativas agressivas implícitas na taxa <i>forward</i>.</p> |
| Dív. Púb. | <p>Apesar da subida das taxas de juro na Alemanha e nos EUA no final do ano, o nível das taxas mantém-se inferior ao verificado no início de 2010. Esta subida explica-se pela melhoria das expectativas de crescimento e um ajustamento das expectativas de inflação. A tendência ascendente deverá manter-se, embora com menor amplitude, uma vez que a recuperação da actividade económica de forma sustentável mantém-se incerta e o ligeiro aumento da inflação tem ocorrido devido ao aumento do preço de bens energéticos e alimentares mantendo-se a inflação subjacente em níveis reduzidos. Os diferenciais de taxa de juro dos países periféricos da zona euro mantêm-se em níveis elevados. Após o pedido de ajuda da Irlanda, as atenções dos mercados centram-se em Portugal e Espanha. Se assistirmos a uma execução orçamental em linha com o orçamentado podemos assistir uma descida gradual dos diferenciais de taxa de juro. Recomenda-se, assim, a adopção de posições longas nos periféricos e posições curtas nos principais mercados.</p> |
| Dív. Div. | <p>Em 2011, espera-se que o volume de emissões se mantenha elevado. As condições de mercado mantêm-se favoráveis dadas a elevada liquidez e manutenção do nível absoluto de taxas de juro historicamente baixo. Assim, existem incentivos, quer, para a manutenção da procura, quer, para a manutenção da oferta. Os <i>spreads</i> de crédito mantêm-se estáveis, existindo espaço para alguma redução em alguns níveis de <i>rating</i> da classe de investimento devido à melhoria das perspectivas de crescimento económico. O sector energético, devido à escalada dos preços, e o sector da saúde, cuja actividade de M&A tem aumentado, são dois sectores que poderão beneficiar das actuais condições de mercado. Uma maior acalmia das condições no mercado de dívida pública da zona euro também pode vir a beneficiar as empresas financeiras.</p> |
| Acções | <p>Acredita-se que as acções continuam a apresentar potencial de valorização, na medida em que: a retoma económica se manifesta sustentável (embora os ritmos de crescimento no mundo desenvolvido sejam mais lentos que em recuperações passadas); as condições de liquidez são propícias; os balanços das empresas são robustos; antecipa-se intensificação de actividade corporativa ao nível de fusões e aquisições, compra de acções próprias ou aumento de dividendos; e existe valor relativo face às alternativas tradicionais. No curto prazo, a gestão das carteiras deverá continuar a ser à vista, de acordo com o sentimento de mercado em geral e dos vários sectores em particular, que evolui de acordo com as informações macro e microeconómicas mais relevantes.</p> |
| M. Emerg. | <p>Embora sejam grandes os riscos de intervenção das autoridades locais contra as suas moedas, para além de poderem ser introduzidas medidas adicionais de controlo de liquidez e de entrada de capitais, acredita-se na firmeza das moedas das economias emergentes. Deste modo, não nos parece ser necessário a introdução de coberturas nas operações de troca (quanto muito coberturas parciais). Continuamos a encarar estas moedas como investimentos, no contexto de uma carteira diversificada.</p> |
| Commodities | <p>Com a expectativa de confirmação do ciclo de alta dos preços das matérias-primas em 2011, a prática defendida continua a ser a de constituição de <i>stocks</i>, aproveitando os normais e habituais períodos de correcção dos preços, quando tal for física e economicamente possível. É o caso dos bens alimentares, dado o risco de regressar a pressão aos preços. Os metais preciosos deverão continuar a ser, por mais algum tempo, investimentos de refúgio. No entanto, a diversificação que se perspectiva pode vir a limitar novas valorizações expressivas, numa altura em que os preços já estão muito altos. O aumento significativo de investimento de cariz mais especulativo no ouro poderá ser um sinal de saída rápida, no futuro.</p> |

CENÁRIO DOMINANTE: RETOMA NOS EIXOS, MAS EM EXERCÍCIO DE EQUILÍBRIO

- ▣ O cenário central para 2011 é presidido pela consolidação da retoma económica global. Os EUA, profundamente empenhados em assegurar a aceleração do ritmo de crescimento e a criação de emprego, continuam a executar políticas económicas eminentemente expansionistas, as quais irão frutificando ao longo do ano. Na Europa, os países na área do euro robustecerão a sua expansão. Todavia, as economias a braços com processos mais acentuados de consolidação orçamental poderão cortejar contracções económicas ou crescimentos anémicos. O estímulo do crescimento mundial radicar-se-á nas economias emergentes. Porém, devido aos riscos de sobre-aquecimento, as autoridades nestes países aprestam-se a adoptar medidas de contenção de procura, de modo a manter o processo de expansão numa senda sustentável (probabilidade de 70%).
- ▣ Este cenário consensual apresenta alguns riscos consideráveis, sejam no sentido positivo, sejam negativos. De seguida, elencam-se algumas das, que consideramos, principais potenciais surpresas de 2011.
- ▣ **Surpresas positivas** (probabilidade cerca de 20%):
 1. A área do euro soluciona a crise da dívida soberana através da criação de mecanismos de auxílio a países com dificuldades em assegurar as suas responsabilidades financeiras e de instrumentos que possibilitem a reestruturação ordenada de dívida de estados-membros. Entretanto, as instâncias europeias acordam igualmente na instituição de um emitente global europeu, assumindo uma lógica comum de disciplina fiscal inspirada no modelo germânico, harmonização tributária e solidariedade fiscal entre estados.
 2. Os EUA retomam taxas de crescimento na vizinhança de 3% à custa de forte investimento reprodutivo e infra-estrutural e exportações, enquanto as famílias reduzem o seu endividamento. A taxa de desemprego regressa a patamares aceitáveis. Os défices externo e público surpreendem positivamente, observando contenção.
 3. As medidas de contenção adoptadas nas economias emergentes cumprem os seus objectivos, mantendo a expansão forte, impelida pela procura interna designadamente dos consumidores finais. Os receios de inflação ou de abrandamento súbito são dissipados.
- ▣ **Surpresas negativas** (probabilidade cerca de 10%):
 1. A crise da dívida soberana na Europa endurece, ganhando o fenómeno de dominó velocidade. Portugal e Espanha têm de se colocar sob auxílio da Facilidade de Estabilidade Financeira Europeia e do Fundo Monetário Internacional. A Itália e a Bélgica enfrentam dificuldades de colocação de dívida pública. A dissolução do euro é equacionada.
 2. O estímulo público nos EUA fracassa e o desemprego continua a aumentar. Os desequilíbrios público e externo deterioram-se. Os investidores internacionais começam a revelar relutância no financiamento dos défices norte-americanos.
 3. A crise da dívida soberana europeia vai sendo solucionada de forma lenta, mas ordeira; contudo, os países em processos de contenção orçamental defrontam recessão acentuada.
 4. Os esforços de contenção das autoridades chinesas são frustrados. A execução de medidas mais fortes de desaceleração originam uma travagem brusca na procura asiática.
 5. A intensificação da crise soberana na Europa e o recrudescimento da aversão ao risco relativamente aos EUA (esta dupla ocorrência apresenta muito baixa probabilidade de concretização) fazem elevar significativamente as taxas de juro de longo prazo, secam os fluxos de investimento para as economias emergentes e reduzem drasticamente a procura mundial.
 6. A recente subida dos preços dos bens alimentares e energéticos re-edita a crise de procura de 2007-08, empurrando a economia mundial para a recessão.
 7. Nova crise financeira por virtude da correcção do mercado imobiliário comercial.
- ▣ A despeito da muito baixa probabilidade de ocorrência de alguns dos cenários pessimistas apresentados, constata-se que os cenários optimistas estão muito mais incorporados presentemente nos preços dos activos financeiros que os acontecimentos mais negros. Portanto, o mercado está vulnerável à concretização de cenários alternativos pessimistas

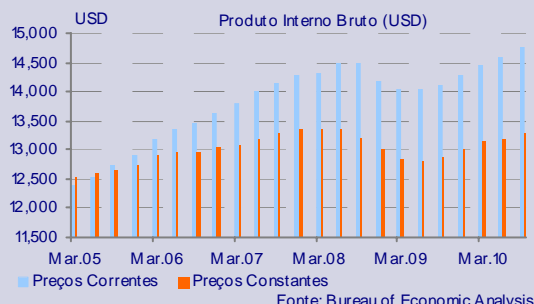
Temas económicos em destaque

EUA - ECONOMIA SURPREENDE...MAS AINDA A REBOQUE DE ESTÍMULOS

- Apesar dos acentuados desequilíbrios estruturais e de ter estado no epicentro da recente crise financeira mundial, o desempenho da economia norte-americana continua a evidenciar-se pela positiva. Depois de quatro trimestres consecutivos de contracção da actividade económica, entre o 3º trimestre de 2008 e o 2º de 2009, o PIB recuperou em termos médios 2.9%, em termos trimestrais anualizados. No entanto, **quando medida a preços constantes, a riqueza gerada trimestral ainda não recuperou os níveis do final de 2007**, princípios de 2008. De salientar também a composição por componentes: na fase de recuperação, desde meados de 2009, o investimento privado tem assumido um papel preponderante.
- Em 2011, o crescimento económico deverá surpreender de novo positivamente.** De facto, a economia continua a revelar um dinamismo significativo, ainda que em grande parte estimulada por sucessivas medidas de apoio ao crescimento, designadamente **a segunda fase das medidas quantitativas de política monetária pela Reserva Federal** bem como **o pacote de medidas fiscais recentemente anunciado pelo Presidente Obama e já ratificado pelo Congresso e pela Câmara dos Representantes.**

O investimento privado tem gerado o principal contributo para o crescimento; o contributo do consumo das famílias cresce muito gradualmente e a parcela de expansão gerada pela despesa e investimento públicos é praticamente marginal. Notório é também o significativo contributo negativo das exportações líquidas, que apenas em plena recessão mundial adicionaram ao crescimento.

Em termos de riqueza gerada no trimestre, a preços correntes, só em meados de 2010, a economia recuperou as perdas sofridas na grande recessão. No entanto, a preços constantes, o PIB ainda se encontra ligeiramente abaixo dos níveis do final de 2007, princípio de 2008.



- Em certa medida, **o conteúdo do novo pacote fiscal promovido pela Administração Obama surpreendeu pois significa que por enquanto, a consolidação fiscal não faz parte das prioridades da Administração Norte-americana.** Facto que poderá constituir um dos principais elementos de incerteza e factor de risco para os próximos anos (veja-se a projecção da média do mercado para o rácio de dívida pública, acima de 100% do PIB em 2012).
- De qualquer forma, **a aprovação do pacote nos moldes actuais é favorável do ponto de vista do crescimento económico,** pois se em parte se trata apenas de assegurar que continuam em vigor determinados benefícios ou regras (caso das reduções fiscais aprovados na era Bush para classes de rendimento mais elevado ou do prolongamento por mais 13 meses do subsídio de desemprego de emergência), **o novo pacote fiscal integra também novas medidas de estímulo:** os indivíduos com rendimento inferior a 107 mil USD verão a retenção na fonte para a Segurança Social descer cerca de 2 p.p., o que poderá implicar, no escalão limite, cerca de mais 150 USD mensais acrescidos ao rendimento disponível; as empresas poderão amortizar 100% das despesas de capital realizadas em 2011 (exceptua-se imobiliário), descendo para 50% em 2012.
- Na sequência da aprovação do pacote, algumas casas de research internacional reviram em alta o cenário de crescimento cerca de +0.5 p.p.** As previsões mais recentes projectam agora que o ritmo de expansão do PIB em 2011 em torno dos 3%, sendo ascendente a tendência para 2012 (entre 3.3% e 3.8%).
- Em linha com esta tendência, revimos também em alta o nosso cenário para 2011 pois, efectivamente o recente pacote fiscal aprovado pela Administração Obama trouxe elementos adicionais, não antecipados antes e que suportam o crescimento, pelo menos no primeiro semestre.** Todavia, correndo o risco de parecermos excessivamente conservadores, **revimos a nossa previsão apenas para 2.5%** pois consideramos que ainda

EUA - ECONOMIA SURPREENDE...MAS AINDA A REBOQUE DE ESTÍMULOS (continuação)

existem factores restritivos do ponto de vista do crescimento, que continuam significativos e que possivelmente não se dissiparão totalmente no próximo ano.

Pacote de estímulo fiscal

| | Montante |
|---|---------------|
| Extensão medidas | |
| Redução impostos/benefícios fiscais da era Bush até final 2012 mais extensão de impostos reduzidos sobre rendimentos mais baixos (AMT) | 600 bn |
| Extensão subsídio desemprego emergência e alguns créditos fiscais em sede de IRS (ex, despesas ensino) por 1 ano | 100 bn |
| Novos estímulos | |
| Redução de impostos para famílias de rendimentos baixos e médios - a taxa de retenção para a Segurança Social desce de 6.2% para 4.2% para rendimentos inferiores a USD 107 mil, durante um ano | 110 bn |
| Permite empresas deduzirem 100% despesas de capital em 2011 (excluindo imobiliário) e 50% em 2012 | 40 bn |
| Total estimado | 850 bn |
| Em % do PIB | 6.10% |

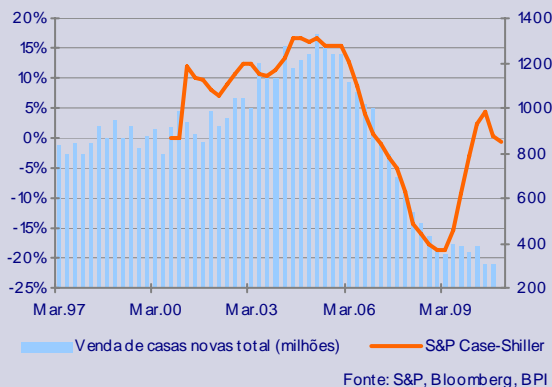
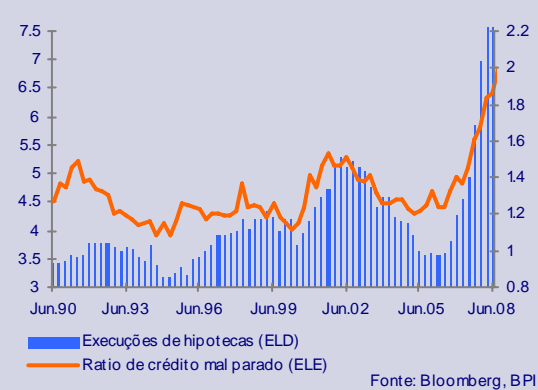
Fonte: US Department of Treasury, JP Morgan, Bank of America/Merrill Lynch, Goldman Sachs.

EUA - Cenário macroeconómico

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------|------|------|-------|
| Média Previsões | | | |
| Crescimento PIB | 2.7 | 2.4 | 3.0 |
| Taxa de inflação | 1.6 | 1.2 | 1.5 |
| Saldo orçamental/PIB | -9.9 | -8.8 | -6.8 |
| Dívida pública/PIB | 92.4 | 97.9 | 102.1 |
| Bal. Corr./PIB | -3.4 | -3.8 | -4.3 |
| Desemprego | 9.6 | 9.4 | 8.6 |
| Previsões BPI | | | |
| Crescimento PIB | 2.8 | 2.5 | 2.5 |
| Taxa de inflação | 1.6 | 2.0 | 2.5 |

Fonte: FMI, OCDE, CE, JP Morgan, Merrill Lynch, Deutsche Bank, BPI, etc...

- **Uma das maiores incertezas prende-se com o comportamento do mercado imobiliário**, pois os indicadores mais recentes apontam para uma nova fase de correcção dos preços; a actividade de construção sofreu uma queda expressiva mas o volume de vendas mantém-se num patamar mínimo histórico não obstante a queda de preços; assim sendo, **apesar da queda da actividade de construção seriam necessários cerca de 8.2 meses para escoar o stock de casas novas por vender, o dobro do que tem sido a norma histórica**. Finalmente, a tendência de aumento evidente nas execuções de hipotecas deixa antever um influxo considerável na oferta de casas no mercado ao longo do próximo ano: segundo a Merrill Lynch, existem actualmente cerca de 5 milhões de empréstimos em alguma fase de execução de hipoteca ou em séria situação de delinquência, imóveis que entrarão no mercado no próximo ano.

Imobiliário I - Os preços encetam nova onda de correcção e a venda de casas permanece em mínimos**Imobiliário II - Os incumprimentos batem máximos históricos, bem como as execuções de hipotecas.**

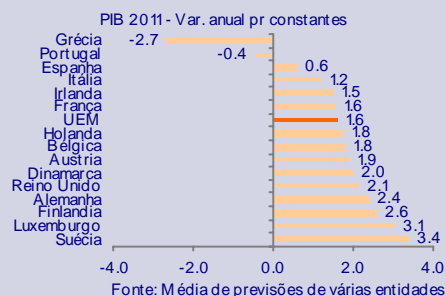
- **Um elemento adicional de incerteza prende-se com a situação no mercado de trabalho**, pois há poucos indícios de melhoria e a taxa de desemprego permanece em valores máximos históricos. Acresce referir que nos EUA, o apoio social aos indivíduos na situação de desemprego é bastante menor que o caso típico Europeu: nos EUA, o subsídio de desemprego é concedido por um período máximo de 26 semanas (cerca de 6 meses), podendo ser extensível por mais 13 semanas (possibilidade agora renovada, em vigor durante 2011).

Temas económicos em destaque

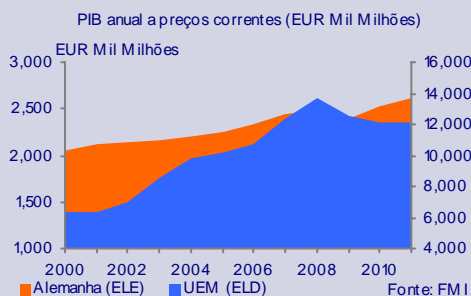
UEM - EM 2011 CONTINUARÁ A IMPERAR A DIVERSIDADE

- Os temas que irão dominar as atenções e condicionar o desempenho da região ao longo deste ano são dos mais diversos, fruto também das especificidades de cada membro das 17 economias que actualmente compõem o espaço euro; nos países periféricos será fundamental o acompanhamento das trajectórias de consolidação fiscal e das dificuldades de financiamento dos bancos, o escrutínio do sector financeiro irlandês, o desempenho do sector exportador que tem evitado piores performances económicas, o comportamento do mercado imobiliário, nomeadamente nos países que ainda denotam sinais de sobre-valorização e, finalmente, o processo de necessária desalavancagem nos países mais endividados. Quanto aos países do centro europeu, o consumidor alemão será particularmente escrutinado, procurando confirmar os sinais mais positivos que têm surgido recentemente; num ano de maiores dificuldades para os países periféricos, as atenções recairão também sobre França e Itália atendendo ao seu fraco dinamismo, sobretudo no caso de Itália. Os sectores imobiliários também despertarão as atenções, em França porque existem alguns sintomas de arrefecimento, na Alemanha porque poderá constituir um factor de estímulo ao crescimento atendendo à ausência de bolha especulativa.

O ritmo de crescimento deverá divergir substancialmente entre as economias mais competitivas do Norte da Europa e os países periféricos, onde a consolidação orçamental reinará



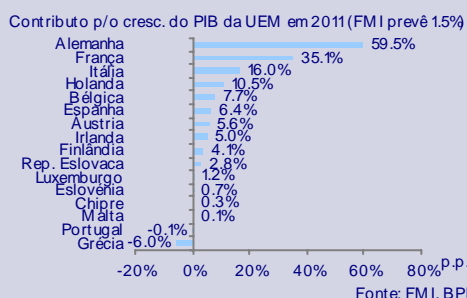
Não será ainda em 2011 que a zona euro recuperará as perdas de crescimento sofridas na recessão de 2008-09. Em contrapartida, a Alemanha já recuperou



- Os países do Sul da Europa, em particular Grécia, Portugal, Espanha e Irlanda, registarão as piores performances a nível de crescimento, antecipando-se mesmo uma acentuada contracção da economia helénica (média das expectativas prevê -2.7%) e também uma queda do PIB real em Portugal. A aceleração do processo de consolidação fiscal e as restrições à obtenção de financiamento serão os principais factores responsáveis por este mau desempenho dos designados países periféricos. O retorno a contas públicas sustentáveis de forma muito célere e clara nos primeiros meses deste ano será necessário (ainda que possa não ser suficiente) para amenizar os receios dos investidores não residentes e levar a bom porto a crise de dívida soberana sem causar mais rupturas. Por outro lado, dado que estas são economias com elevadas necessidades de financiamento externo, atendendo ao seu encarecimento e à dificuldade de obtenção de fontes de financiamento estáveis (por prazos mais dilatados) por parte do sector empresarial financeiro e não financeiro, tal repercutir-se-á na contenção ou mesmo queda da actividade de concessão de crédito, com impacto na despesa de famílias e empresas.
- Em contrapartida, os países nórdicos e do centro europeu, com economias mais saudáveis, sem desequilíbrios estruturais ou, pelo menos, com menores níveis de endividamento, e mais competitivos, continuarão a tirar partido do bom andamento do comércio mundial e da boa performance das economias emergentes. Com efeito, 2011 será também o ano em que se tornará mais notório o papel de locomotiva desempenhado pela economia alemã: contribuirá com quase 0.6 p.p. para a expansão esperada, em torno de 1.5% (cenário do FMI), ou seja, cerca de 40% do crescimento da região.
- A boa performance da economia alemã tem ficado em grande parte a dever-se à expansão das exportações, capitalizando na recuperação do comércio internacional e beneficiando da sua integração com as economias emergentes. Acresce referir que as exportações têm maior peso na economia alemã que nos seus parceiros europeus, potenciando os efeitos benéficos sobre as restantes componentes da procura interna, alimentando um ciclo de expansão da actividade e criação de emprego. De facto, tanto o investimento (destaque para investimento em maquinaria) como o consumo privado adicionaram ao crescimento. Mesmo a actividade de construção teve um desempenho favorável tirando partido de projectos públicos e também do facto de a Alemanha não ter experimentado um boom nos preços do imobiliário.

UEM - EM 2011 CONTINUARÁ A IMPERAR A DIVERSIDADE (continuação)

Em 2011 será bem visível o papel da Alemanha como locomotiva do crescimento



UEM - Cenário macroeconómico

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------|------|------|------|
| Média Previsões | | | |
| Crescimento PIB | 1.7 | 1.6 | 1.7 |
| Taxa de inflação | 1.5 | 1.7 | 1.7 |
| Saldo orçamental/PIB | -6.3 | -4.9 | -3.5 |
| Divida pública/PIB | 83.3 | 86.4 | 87.0 |
| Bal. Corr./PIB | -0.3 | 0.1 | 0.3 |
| Desemprego | 10.0 | 9.8 | 9.3 |
| Previsões BPI | | | |
| Crescimento PIB | 1.6 | 1.4 | 1.8 |
| Taxa de inflação | 1.6 | 2.2 | 2.0 |

Fonte: FMI, OCDE, CE, JP Morgan, Merrill Lynch, Deutsche Bank, BPI etc...

- A evolução do mercado de trabalho em 2011 constitui uma incerteza para o cenário macroeconómico, devendo também pautar-se pela diversidade de comportamentos entre os estados membros. Na prática, semelhante a 2010. Nas economias periféricas registar-se-á um agravamento, pois a actividade estará em queda ou o crescimento será débil, insuficiente para gerar postos de trabalho, em termos líquidos. Na Alemanha a taxa de desemprego permanecerá certamente próximo dos valores mínimos históricos (em Dezembro de 2010 situava-se em 7.5%, o valor mais baixo desde a reunificação). Nas restantes economias, dada a expectativa de crescimento positivo mas ainda baixo, inferior ao potencial, o desemprego poderá registar apenas melhorias ténues, caso o desempenho económico surpreenda favoravelmente.

Temas económicos em destaque

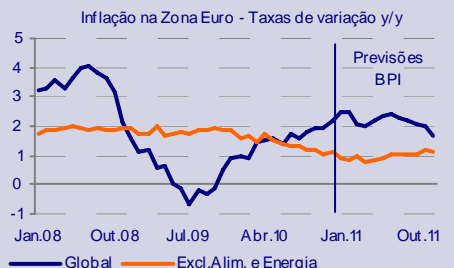
ADEUS DEFLAÇÃO; BEMVINDA INFLAÇÃO

□ Tal como o cenário de crescimento, também **as projecções para a taxa de inflação em 2011 divergem substancialmente nas várias regiões do globo**. Nas economias emergentes a forte procura interna, o influxo de capitais e o estreitamento da folga nos mercados de factores tenderão a ditar pressões inflacionistas; **nas economias desenvolvidas a tendência dominante será de normalização do andamento dos preços ao consumidor**, depois das fortes oscilações verificadas em 2009 e 2010. **O aumento dos preços dos combustíveis e outras matérias-primas e dos bens alimentares (pressionados também pelo incremento de procura com origem nos mercados emergentes) serão o principal factor subjacente a esta tendência** pois as taxas de inflação subjacentes manter-se-ão num patamar reduzido. De qualquer forma, **os receios de regresso de deflação deverão diluir-se**.

Previsões do BPI para a Inflação

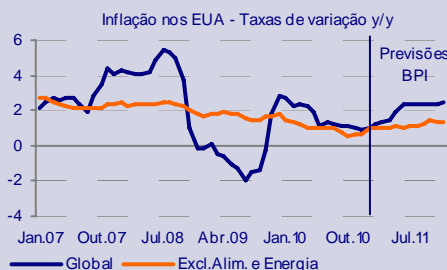
| | IPC (Tx Var média) | | |
|-----------|--------------------|------|------|
| | 2010 | 2011 | 2012 |
| EUA | 1.6% | 2.0% | 2.5% |
| Zona Euro | 1.6% | 2.2% | 2.0% |
| Portugal | 1.4% | 2.4% | 1.8% |

UEM - Inflação oscilará em torno de 2% em 2011; o índice de preços core terá tendência de subida ligeira a partir de meados do ano



Fonte: Bloomberg, Previsões BPI

EUA - O ritmo de preços deverá acelerar de forma mais evidente por comparação com a Europa, mas ainda assim, ficará bem abaixo dos valores históricos habituais



Fonte: Bloomberg, Previsões BPI

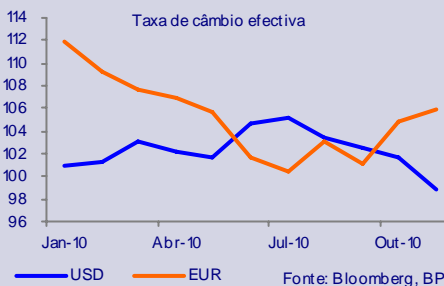
□ **A forte travagem do crescimento mundial em finais de 2008/início de 2009 reflectiu-se na queda abrupta dos preços das commodities e bens alimentares**, motivando taxas de inflação negativas ou muito reduzidas em 2009. **Em 2010, o aumento dos preços da alimentação e energia justificou em grande parte a tendência ascendente da inflação** - veja-se o comportamento diferenciado dos índices global e core, quer nos EUA quer na UEM, bem como o acentuado aumento dos preços das commodities e bens alimentares medido pelo índice da publicação The Economist: o índice em USD, aumentou 31.1% no ano (findo em Novembro); em euros, aumentou 42.6%; o preço do petróleo aumentou 24.6% em USD e 31.8% em euros.

The-Economist - Índice de preços de commodities

| | 2005=100 Variação anual |
|------------------------------|----------------------------|
| Índice em USD | |
| Todos os itens | 31.1 |
| Alimentação | 23.8 |
| Industriais | 40.1 |
| Índice em EUR | |
| Todos os itens | 42.6 |
| Ouro | 24.1 |
| Petróleo - WTI \$ por barril | 24.6 |
| variação em euros | 31.8 |

Fonte: The Economist, Bloomberg, BPI.

Apesar da recuperação no segundo semestre, o euro depreciou-se 6.5%, em termos médios, em 2010, que compara com 3.5% no caso do USD



Fonte: Bloomberg, BPI

□ **Acresce referir que os preços ao consumidor tiveram comportamentos distintos, mesmo nas economias desenvolvidas**. Analisando os gráficos acima, verifica-se que enquanto na UEM a taxa de inflação homóloga aumentou progressivamente em direcção ao patamar dos 2% (1.9% em Novembro), nos Estados Unidos começaram o ano próximo de 3%, mantendo posteriormente uma tendência descendente e finalizando o ano próximo do patamar de 1%.

2011 - ADEUS DEFLAÇÃO; BEMVINDA INFLAÇÃO (continuação)

▫ **Vários factores justificam este comportamento diferenciado**, destacando-se a influência dos preços do imobiliário nos EUA - o IPC da habitação registou quedas homólogas nos primeiros 10 meses do ano, próximo de 1% em valores médios - e o comportamento distinto das respectivas moedas - o euro sofreu uma depreciação média de 6.5% (em termos de taxa de câmbio efectiva) e o dólar de apenas 3.5%. Acresce ainda referir o comportamento diferenciado em termos de alterações fiscais bem como as políticas distintas de preços dos combustíveis praticados no consumidor final.

▫ **Os factores identificados continuarão a ditar evoluções distintas das respectivas taxas de inflação nos países desenvolvidos**. Mesmo dentro da UEM, apesar da partilha da mesma moeda e ausência do factor cambial, verifica-se que a média das previsões aponta para valores muito distintos entre os vários países, oscilando entre 2.5% na Grécia e 1.4% na Holanda e França. Neste caso, as diferentes políticas de impostos e o andamento dos preços do imobiliário, justificam a maior parte das diferenças.

▫ **Tanto nos EUA como na UEM as taxas de inflação oscilarão ao longo do ano em torno da fasquia dos 2%** (a UEM poderá alcançar 2.5% nos primeiros meses do ano) antecipando-se que em termos médios se quedem respectivamente pelos 2% e 1.9% em Dezembro de 2011. Todavia, **enquanto na Europa esta fasquia é considerada um limiar máximo de referência, nos EUA os preços registavam historicamente uma variação ligeiramente superior, em torno dos 3%**. O retorno a esta fasquia mais tarde (o FMI não antecipa esse regresso antes de 2015) denuncia as folgas mais substanciais na economia norte-americana, a braços com a resolução de alguns desequilíbrios macroeconómicos de monta que tiveram como consequência a queda do produto potencial. **Uma das maiores incertezas para 2011 tem precisamente a ver com o andamento dos preços do imobiliário nos EUA**. Caso se encontre finalmente um patamar e o mercado dê sinais de inversão (ainda que tímida) seria mais certa a perspectiva de viragem da tendência da taxa de inflação subjacente, afastando de forma mais definitiva os receios de deflação na economia norte-americana. **Entretanto, na Europa, o cenário será diferenciado**, distinguindo-se situações como a da Irlanda, próximo da deflação dada a debilidade da procura interna, os ajustamentos no sector financeiro e no mercado imobiliário; da Grécia, onde os acentuados aumentos de impostos e uma economia com maiores factores de rigidez implica uma inflação mais elevada; entretanto, as três maiores economias do bloco deverão registar uma tendência lenta de retorno ao patamar dos 2%, evidenciando recuperação económica lenta e sem causar aperto excessivo da folga produtiva.

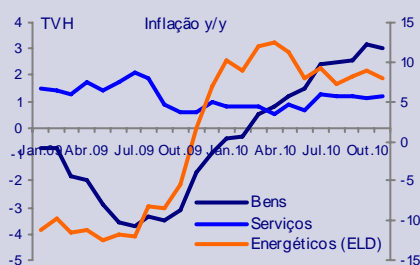
▫ **Em Portugal tem sido o aumento de preço dos bens transaccionáveis a ditar a tendência gradual ascendente da taxa de inflação, que em Dezembro de situou em 2.5%, em termos homólogos**. De facto, enquanto os preços dos bens registam variações y/y de 3%, a inflação dos serviços situa-se apenas ligeiramente acima de 1%. Dentro da classe de bens, merecem particular atenção os energéticos, dado o expressivo aumento nos últimos meses: 9.2% em termos médios anuais. No primeiro semestre a taxa de inflação permanecerá elevada, entre os 2.5% e os 2.9%, concorrendo para tal sobretudo o aumento do IVA anunciado para Janeiro e também aumentos dos preços dos bens administrados (transportes, electricidade); mas ao longo do segundo semestre, o ritmo de subida de preços deverá abrandar, reflexo da esperada timidez de evolução da procura interna. **Em média, antecipamos que a inflação se quede pelos 2.4% em 2011, ainda que haja riscos de subida acima desta fasquia**.

Previsões médias para a inflação

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------|------|------|------|
| E. U.A. | 1.6 | 1.2 | 1.6 |
| Japão | -1.0 | -0.5 | -0.1 |
| UEM | 1.5 | 1.6 | 1.6 |
| Alemanha | 1.2 | 1.5 | 1.9 |
| França | 1.6 | 1.4 | 1.7 |
| Itália | 1.5 | 1.7 | 1.9 |
| Espanha | 1.7 | 1.5 | 1.4 |
| Holanda | 1.1 | 1.4 | 1.6 |
| Bélgica | 2.0 | 1.7 | 1.9 |
| Austria | 1.6 | 1.8 | 1.8 |
| Finlândia | 1.6 | 1.9 | 1.8 |
| Grécia | 4.3 | 2.5 | 1.6 |
| Irlanda | -1.1 | 0.7 | 1.4 |
| Reino Unido | 3.1 | 2.7 | 1.9 |
| Portugal | 1.3 | 1.8 | 1.6 |

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

Portugal - A inflação dos produtos energéticos (8% em Novembro) tem ditado a tendência ascendente da taxa global de inflação



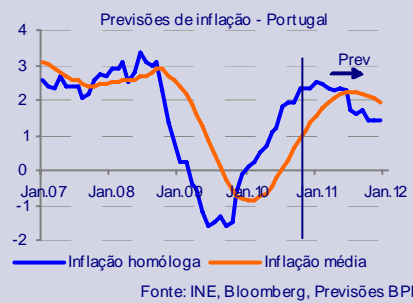
Fonte: Banco de Portugal

Temas económicos em destaque

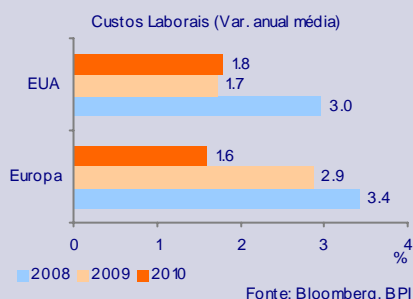
2011 - ADEUS DEFLAÇÃO; BEMVINDA INFLAÇÃO (continuação)

□ Em suma, no horizonte de um a dois anos não se antecipa o regresso de pressões inflacionistas significativas dada a folga substancial que ainda prevalece nos mercados de factores (taxas de desemprego elevadas) e a folga produtiva na maior parte das economias (genericamente, os índices de utilização da capacidade instalada são inferiores à média histórica). Numa perspectiva monetária, apesar de toda a liquidez potencialmente disponível no balanço dos bancos centrais em ambos os lados do Atlântico, enquanto o sector bancário não curar as suas maleitas (o que implica reestruturações, fusões, etc) e não regressar maior apetência pelo recurso a financiamento, este potencial de liquidez não será "realizado", ou seja, transmitido ao sector real da economia. Parece pouco plausível que este mecanismo esteja em pleno funcionamento já em 2011, pelo que o risco de regresso dos temores de inflação manter-se-á ténue. Pela via salarial não é também hipotético que surjam pressões ao nível dos preços ao consumidor pois a variação dos custos laborais permanece muito contida, inferior aos aumentos registados em 2008 e mesmo abaixo dos acréscimos salariais registados em 2009 no caso da Europa. O fraco ritmo de crescimento da actividade económica nos países desenvolvidos justifica também que não se antecipe grandes melhorias no mercado de trabalho, favorecendo o cenário de inflação controlada em 2011.

Portugal - A taxa de inflação homóloga manter-se-á acima de 2% no primeiro semestre de 2011 mas tenderá a abrandar na segunda metade do ano



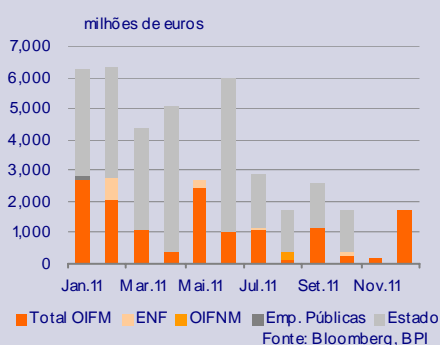
Em 2010, os custos laborais permanecem muito contidos, inferiores aos aumentos registados em 2008



PORTUGAL - O ANO DE TODOS OS PERIGOS

- Em 2011, os sectores público e privado portugueses terão de reembolsar cerca de 80 mil milhões de euros, sensivelmente 50% do PIB nacional. Mais de metade deste montante corresponde a dívida de curto prazo do Estado e dos bancos nacionais, ascendendo o financiamento líquido junto do Banco Central Europeu a aproximadamente 38 mil milhões de euros. No que respeita às necessidades brutas de financiamento do Estado português, durante os primeiros quatro meses do ano, estas rondam 5 mil milhões de euros mensais, ascendendo a cerca de 40 mil milhões na totalidade do ano - o que representa uma queda de cerca de - mil milhões euros, ou seja a previsão de diminuição do défice público previsto no Orçamento de Estado para 2011.

Calendário de reembolsos 2010/11- todos os sectores

Necessidades de financiamento (dívida titulada)
Calendário de reembolsos 2011
(vencimento das operações vivas)

| | Bancos | ENF | OIFNM | Emp. Púb. | Adm. Pública | Estado | Total |
|-----------|--------|-------|-------|-----------|--------------|---------|---------|
| Janeiro | 2,916 | 40 | 0 | 100 | 0 | 3,396 | 6,209 |
| Fevereiro | 2,074 | 747 | 0 | 0 | 0 | 3,522 | 6,296 |
| Março | 1,149 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3,301 | 4,376 |
| 1T11 | 6,140 | 787 | 0 | 100 | 0 | 10,219 | 16,880 |
| Abril | 415 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4,674 | 5,089 |
| Maio | 2,483 | 255 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2,713 |
| Junho | 1,058 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4,959 | 9,561 |
| 2T11 | 3,957 | 255 | 0 | 0 | 0 | 9,633 | 17,363 |
| Julho | 1,199 | 19 | 0 | 0 | 0 | 1,789 | 2,921 |
| Agosto | 125 | 22 | 250 | 0 | 0 | 1,361 | 1,758 |
| Setembro | 1,138 | 35 | 0 | 0 | 0 | 1,410 | 2,581 |
| 3T11 | 2,462 | 76 | 250 | 0 | 0 | 4,561 | 7,260 |
| Outubro | 277 | 82 | 0 | 0 | 0 | 1,367 | 1,725 |
| Novembro | 150 | 15 | 15 | 0 | 0 | 0 | 195 |
| Dezembro | 1,914 | 31 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,745 |
| 4T11 | 2,340 | 128 | 15 | 0 | 0 | 1,367 | 3,665 |
| 2011 | 14,898 | 1,246 | 265 | 100 | 0 | 29,339 | 45,168 |
| 2012 | 17,249 | 1,041 | 150 | 348 | 0 | 8,906 | 25,652 |
| 2013 | 9,466 | 2,398 | 540 | 0 | 311 | 8,738 | 20,948 |
| 2014 | 6,533 | 757 | 115 | 0 | 0 | 13,191 | 20,391 |
| 2015 | 6,050 | 1,180 | 290 | 600 | 0 | 11,488 | 18,565 |
| >2015 | 19,175 | 2,907 | 212 | 4,268 | 287 | 55,555 | 82,897 |
| Total | 74,288 | 9,555 | 1,807 | 5,512 | 598 | 131,136 | 218,913 |

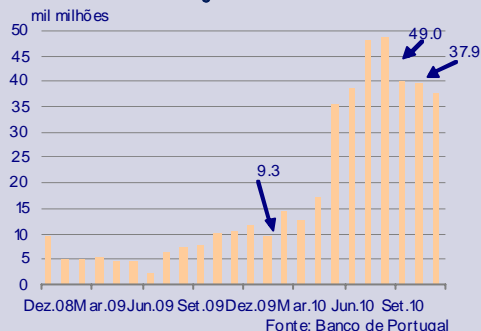
Fonte: Bloomberg, Direcção Financeira BPI.

- O financiamento dos bancos portugueses para o corrente ano por recurso aos mercados grossistas de dívida não é uma opção, pois encontram-se encerrados para as instituições financeiras nacionais. **As fontes de financiamento do sector bancário português, na medida em que o mercado primário de médio e longo prazo lhes está vedado, reduzem-se aos depósitos de clientes e empréstimos de curto prazo junto de instituições financeiras internacionais e a autoridade monetária mediante garantia de títulos.** O BCE, embora tenha anunciado a manutenção das condições excepcionais de cedência de liquidez aos bancos da área do euro, tem vindo a manifestar desconforto com a dependência de bancos gregos, irlandeses, portugueses e espanhóis dos seus fundos. **Assim, os bancos portugueses não podem conceber os seus planos de actividade com base em perspectivas de obtenção de empréstimos junto do BCE, cujas condições se poderão alterar rapidamente. O recurso a empréstimos junto de outras instituições, como aliás ao BCE, carece da existência de uma carteira de títulos elegíveis como garantia dos empréstimos.** Para os restantes bancos europeus, os títulos de entidades portuguesas, incluindo o Estado, são crescentemente desconsiderados como colateral, exigindo maiores percentagens de cobertura. **Restam os depósitos. Em 2009, os depósitos aumentaram, favorecidos pela tendência de subida da poupança, a despeito do seu comportamento errático ao longo do passado ano. Possivelmente, o acréscimo nominal de depósitos será insuficiente para acomodar o reembolso dos empréstimos, pelo que, provavelmente, ter-se-á de encarar a possibilidade real de contracção do crédito. Este fenómeno não é uma novidade na Europa. Recorde-se, que nos primeiros meses de 2010, a área do euro assistiu a uma retracção do crédito à economia, que somente agora se começa a normalizar. A Portugal, este movimento chega com algum atraso, mas afigura-se inexorável.**

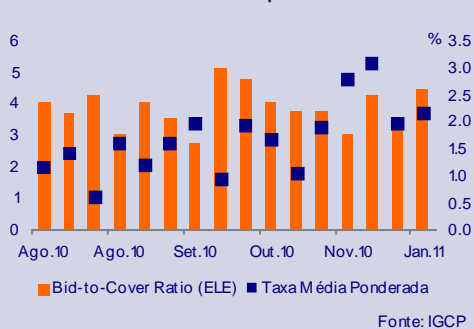
Temas económicos em destaque

PORTUGAL - O ANO DE TODOS OS PERIGOS (continuação)

Cedências do BCE - Portugal

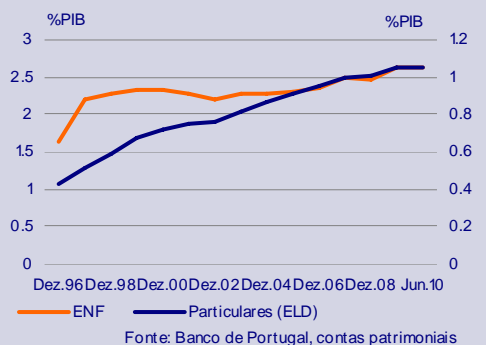


Resultados dos leilões dos BT's: procura e taxa média

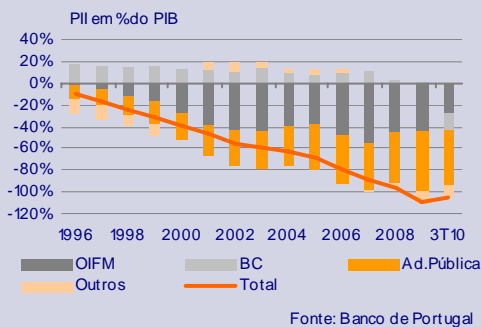


- Como a rarefacção das fontes de financiamento dos bancos portugueses demonstram, **as restrições ao financiamento iniciam-se com subidas de preço, que se intensificam, desembocando em restrições quantitativas e na deserção de investidores.** As taxas de colocação de dívida pública portuguesa continuam a subir, muito embora o rácio entre procura e oferta permaneça elevado. O seu deslize tende a funcionar como último sinal de alarme antes do encerramento do mercado, como a história recente da Grécia demonstra. Por esta razão, a última colocação de OTs 10 anos é relativamente favorável.
- Portugal depara-se, portanto, com uma crise de liquidez, que estará associada ao despertar de percepções junto dos investidores não-residentes de dificuldades em sustentar os actuais níveis de endividamento. Concretamente, as famílias, empresas e Estado portugueses são dos mais endividados no contexto da economias desenvolvidas, apresentando simultaneamente a economia nacional um ritmo de crescimento nominal na última década de cerca de 3.5% que compara com taxas de juro implícitas da dívida pública de cerca de 4.2%. Esta realidade é insustentável a prazo a menos que a economia portuguesa cresça mais velozmente nos próximos anos. As dívidas de insustentabilidade estão a materializar-se em crise de liquidez. Os investidores não-residentes, que correspondem a cerca de 70% da dívida pública portuguesa emitida, têm vindo a exigir prémios crescentes para a sua aquisição ou simplesmente abandonam os leilões destes activos.

Endividamento do sector privado ainda em níveis máximos



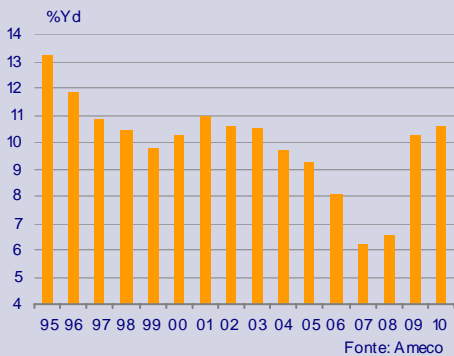
Endividamento total da economia face ao exterior apresenta sinais de correcção



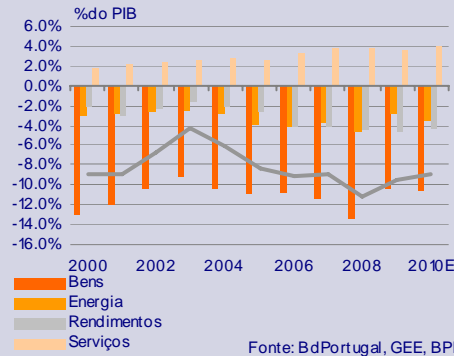
- A superação desta crise de liquidez exige uma redução imediata das necessidades de financiamento da economia nacional. Tal significa contracção da procura interna. O Estado português dará o exemplo ao concretizar as medidas de austeridade propostas para 2011. As famílias, com diminuição do rendimento disponível, deverão retomar uma tendência mais inequívoca de incremento da poupança. As empresas continuarão a dar o seu contributo mediante retracção do investimento (resultado pouco auspicioso devido às implicações sobre a capacidade produtiva a prazo e aumento de produtividade, entre outras). Deste modo, dificilmente, a economia nacional escapará a uma queda do produto em 2011. **O presente ano tenderá a ser um de vários em que se procede a um ajustamento forçado pelos credores internacionais,** na medida em que encolhem os fundos disponíveis para ceder a Portugal, da procura à capacidade de geração de meios para a suportar. **Ou seja, o défice externo, a diferença entre o que se recebe do exterior e o que se lhe vende, deverá estreitar.**

PORTUGAL - O ANO DE TODOS OS PERIGOS (continuação)

Taxa de poupança dos particulares - em Portugal recupera de níveis historicamente baixos

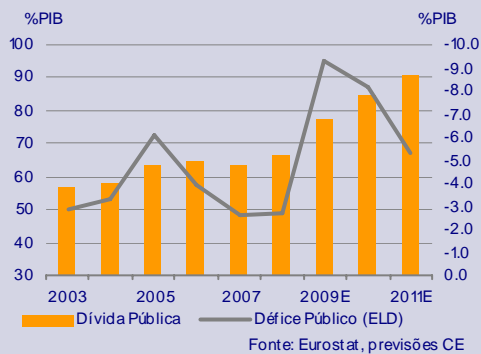


Défice Externo ainda elevado, mas os sinais são de correcção

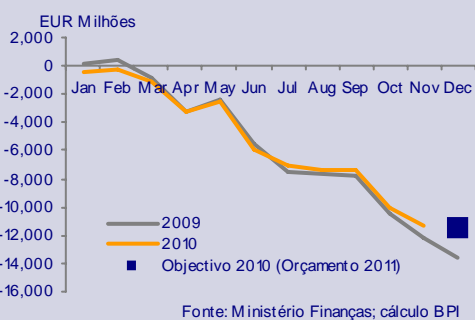


Se, nos primeiros meses do ano, a execução orçamental demonstrar que o governo se mantém firme nos propósitos de redução do défice e, sobretudo, se a despesa corrente primária recuar como previsto, poder-se-á acalantar algumas expectativas de manutenção dos mercados abertos para a dívida pública, conseguindo o Estado financiar-se, apesar do elevado custo. O cumprimento das metas orçamentais, designadamente no que se prende com a diminuição da despesa corrente, é necessário, embora não suficiente, para assegurar a concretização do calendário de emissões de dívida pública e o relativo alívio das condições de acesso aos mercados internacionais por parte dos bancos nacionais, sem o qual o financiamento do sector privado será penalizado.

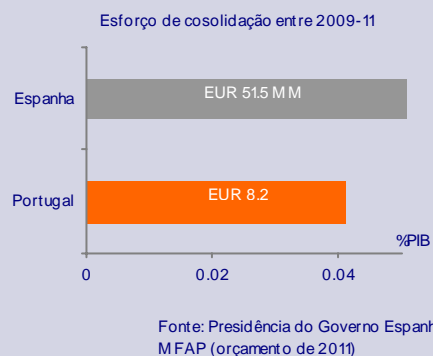
Desde 2008, as contas públicas registaram uma significativa derrapagem



Saldo Orçamental, óptica de caixa - A tendência é semelhante a 2009 mas Novembro marca ligeira melhoria



O Governo estima reduzir o défice para 4.6% do PIB em 2011, o que corresponde a um esforço de consolidação fiscal de 4.8% do PIB entre 2009 e 2011 (cerca de 8.2MM EUR)



Sectores público e privado estão a ser convocados para, este ano, procederem a um ajustamento real da procura às suas capacidades de financiamento interno que tem vindo a ser progressivamente adiado pela persistência de um fluxo de entrada de fundos do exterior. Agora, este caudal está praticamente seco. A expansão prevista das exportações, prosseguindo a tendência positiva dos últimos anos, apenas interrompida dramaticamente em 2009, conjugada com a contracção das importações justificada pela fraca procura doméstica, deverão amortecer a queda da procura interna, promovendo um abrandamento económico menos pronunciado.

Temas económicos em destaque

PORTUGAL - O ANO DE TODOS OS PERIGOS (continuação)

- **A redução do défice externo** (saldo da Balança Corrente e da Balança de Capital) em cerca de 5 mil milhões de euros plasmada nas previsões médias das entidades, que elaboram previsões, para o comércio externo português e, que corresponde em traços largos ao ajustamento orçamental que se encontra em cima da mesa, assegura uma queda das necessidades de financiamento significativa e **poderá promover a melhoria da confiança de investidores internacionais na capacidade das entidades nacionais honrarem os seus compromissos a prazo.** Este resultado tenderá a impor como preço uma queda do PIB em 2011 de cerca de 1.5%. **A percepção ao longo do ano de incapacidade de obtenção de forma voluntária/espontânea do decréscimo da procura interna inerente àquela projecção de encolhimento do PIB tenderá a arrastar a economia portuguesa para o recurso a auxílio externo para superar a crise de liquidez.** Este apoio financeiro, provavelmente, reforçará as condições de concretização de declínio da procura interna, garantindo-o. No entanto, a despeito das necessidades de refinanciamento do Estado poderem estar asseguradas por esse apoio, o financiamento do sector privado poderá não estar facilitado. À semelhança do verificado na Grécia ou na Irlanda, as condições de acesso aos mercados de capitais, designadamente para o sector financeiro, não ficam facilitadas com a intervenção do FMI ou da FEEF. Aliás, a prática recente aponta para redução das notações de *ratings* dos emitentes dos estados sob auxílio.

Balança Corrente e de Capital

| | em % do PIB | | |
|--|--------------|------------------------|--------------|
| | 2010 | | |
| | Jan-Mar | Abr-Jun ⁽²⁾ | Jul-Set |
| Balança corrente | -9.6% | -10.0% | -7.9% |
| Bens | -10.3% | -9.8% | -9.2% |
| dos quais - Energia | -2.9% | -3.6% | -3.4% |
| Serviços | 3.6% | 3.9% | 4.1% |
| Rendimentos | -4.1% | -5.5% | -4.2% |
| Transferências correntes | 1.2% | 1.4% | 1.4% |
| Balança de capital ⁽¹⁾ | 0.5% | 0.6% | 1.0% |
| Balança corrente + Balança de capital | -9.0% | -9.5% | -6.9% |

Fonte: Banco de Portugal, GEE, BPI

Notas: ⁽¹⁾ - Inclui maioritariamente transferências da União Europeia;

⁽²⁾ - Valor ajustado da aquisição dos submarinos pelo Estado português neste período.

- **Uma contracção voluntária da procura interna, com o contributo transversal dos sectores, alinhada com forte acréscimo de exportações, de modo a produzir um deslize de 1.5% do PIB em 2011 poderá possibilitar escapar ao auxílio internacional.** A correcção do défice externo no terceiro trimestre de 2010 deixa margem para um modesto optimismo quanto à capacidade nacional para fazer o necessário para superar a crise de liquidez com que se defronta. Recorde-se que, o saldo conjunto da Balança Corrente e Balança de Capital atingiu cerca de 4.6% do PIB no período de Julho a Setembro de 2010, quando se situou em cerca de 9.5% do PIB em 2009.

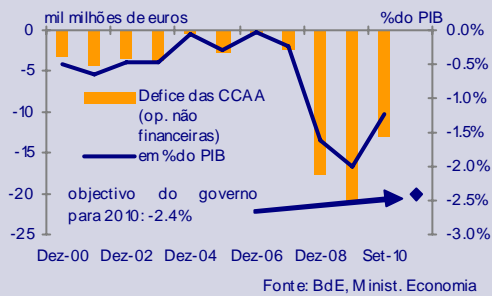
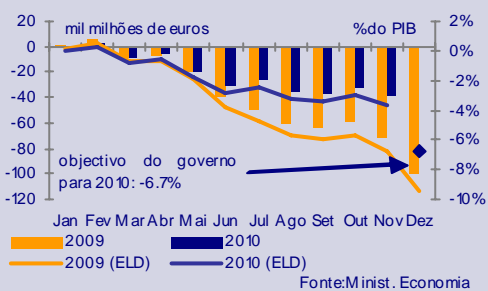
Portugal - Previsões BPI

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Consumo privado | 1.9 | -2.0 | 0.9 |
| Consumo público | 2.2 | -8.0 | -3.7 |
| Investimento | -5.3 | -7.5 | -2.7 |
| Exportações | 9.3 | 5.5 | 4.2 |
| Importações | 4.7 | -2.9 | -0.4 |
| PIB | 1.6 | -1.5 | 0.8 |
| Déf. orçam. sem rec. extr. | 7.3 | 5.3 | 3.2 |
| Taxa de inflação média | 1.4 | 2.4 | 1.8 |
| Taxa média de desemprego | 10.8 | 11.2 | 11.1 |

ESPAÑA - CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL NA ORDEM DO ANO

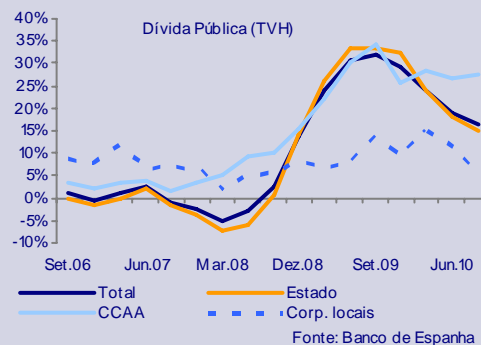
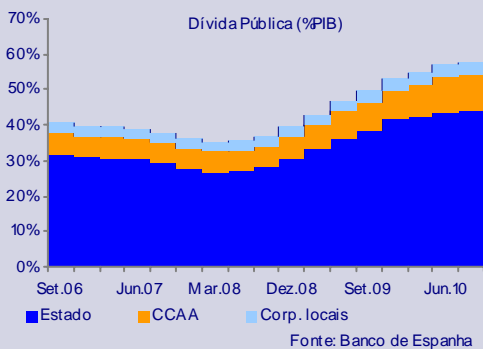
- A execução orçamental dos sub-sectores Estado e Comunidades Autónomas põe em evidência o compromisso das autoridades espanholas no que se refere à correcção das contas públicas. Relativamente ao sub-sector Estado, é de notar que o défice acumulado até Novembro se situa em 38.8 mil milhões de euros, menos 46% do que no período homólogo, representando 3.7% do PIB (valores relevantes de acordo com o procedimento dos défices excessivos). Esta evolução, traduz sem dúvida um forte crescimento das receitas - mais 26.8% tvh -, mas também um claro esforço de contenção das despesas. De facto, estas caíram 4% tvh nos 11 meses terminados em Novembro, reflectindo a estagnação das despesas com pessoal e um forte corte nos consumos intermédios. Da mesma forma, o défice das CCAA calu para 13.1 mil milhões de euros no 3T10, o que representa uma melhoria de cerca de 38% face ao valor observado no final de 2009, representando 1.2% do PIB.

O comportamento das contas dos sub-sector Estado e Comunidades Autónomas sugere que, de acordo com os precedimentos dos défices excessivos, o défice público pode ficar abaixo do estimado para 2010



- O comportamento das contas públicas sugere o cumprimento do défice público em 2010, atribuindo-se, aliás, uma considerável probabilidade a que este se situe abaixo da meta estabelecida (9.3% do PIB). A verificação desta hipótese será um factor importante na redução do grau de incerteza quanto ao desempenho das contas públicas em 2011, contribuindo também para a diminuição das pressões sobre a dívida pública espanhola e para a redução da probabilidade de que Espanha possa vir a necessitar da intervenção da UE/FMI. Neste sentido, ao longo de 2011, será importante que se consolide a percepção de que as autoridades espanholas não relaxarão os esforços de contenção da despesa pública bem como de maior transparência no que se refere às contas regionais. Neste capítulo salienta-se o início da publicação trimestral, de forma homogeneizada entre as várias regiões, das contas das CCAA no 3T10.
- Salienta-se ainda que no final de 2010, foram aprovadas algumas medidas para fomentar a actividade empresarial, a criação de emprego e o investimento, que poderão contribuir também para a redução das necessidades de financiamento do sector público, pois incluem a possibilidade de privatização parcial da AENA Aeropuertos e da Loterías y Apuestas del Estado.

O rácio de dívida pública espanhol continua abaixo dos 60%, comparando bem com os pares da UEM. Mas o ritmo de crescimento da dívida das comunidades autónomas continua a suscitar preocupações nos mercados



Temas económicos em destaque

LATAM - 2011: UM ANO DE (AINDA) MUITO CRESCIMENTO

- **2011 adivinha-se um ano em que o ritmo de crescimento económico na região deverá manter-se elevado** (4% de acordo com o FMI), aproximando-se da média de crescimento da região no período pré-crise 2008-09, depois de em 2010 alguns países terem surpreendido de forma positiva e terem permitido que a economia da região crescesse 5.7%.
- **O motor de crescimento** em muitos dos países com maiores taxas de crescimento previstas (ex: Brasil, Argentina, Peru e Chile), **irá continuar a ser a procura interna**, reflectindo ainda o efeito desfasado das medidas mais expansionistas implementadas no período mais forte da crise. Os sectores externos irão apresentar um comportamento comparativamente mais tímido. Embora beneficiando de perspectivas favoráveis para a procura internacional de *commodities*, particularmente por parte de países emergentes com ritmo forte de crescimento, como é o caso da China, este efeito tenderá a ser atenuado pelo impacto nas importações das crescentes solicitações da procura doméstica.

América Latina - Principais indicadores económicos

| | PIB | | | inflação | | | Balança Corrente (%PIB) | | |
|----------------|------|------|------|----------|------|------|-------------------------|------|------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| América Latina | -1.7 | 5.7 | 4.0 | 4.8 | 6.7 | 5.8 | -0.6 | -1.2 | -1.6 |
| Argentina | 0.9 | 7.5 | 4.0 | 7.7 | 11.0 | 11.0 | 2.0 | 1.7 | 1.2 |
| Bolívia | 3.4 | 4.0 | 4.5 | 0.3 | 3.5 | 3.5 | 4.6 | 6.5 | 5.2 |
| Brasil | -0.2 | 7.5 | 4.1 | 4.3 | 5.2 | 4.8 | -1.5 | -2.6 | -3.0 |
| Chile | -1.5 | 5.0 | 6.0 | -1.4 | 3.7 | 3.0 | 2.6 | -0.7 | -2.0 |
| Colômbia | 0.8 | 4.7 | 4.6 | 2.0 | 3.2 | 3.3 | -2.2 | -2.7 | -2.8 |
| Equador | 0.4 | 2.9 | 2.3 | 4.3 | 3.7 | 3.2 | -0.7 | -0.8 | -1.6 |
| México | -6.5 | 5.0 | 3.9 | 3.5 | 4.5 | 3.0 | -0.6 | -1.2 | -1.4 |
| Panamá | 3.0 | 6.2 | 6.7 | 1.9 | 4.1 | 2.7 | 0.0 | -7.9 | -7.9 |
| Paraguai | -3.8 | 9.0 | 5.0 | 1.9 | 5.5 | 5.5 | -1.0 | -1.2 | -1.6 |
| Perú | 0.9 | 8.3 | 6.0 | 0.2 | 2.8 | 2.0 | 0.2 | -1.3 | -2.2 |
| Uruguai | 2.9 | 8.5 | 5.0 | 5.9 | 7.0 | 6.0 | 0.7 | -0.1 | -0.7 |
| Venezuela | -3.3 | -1.3 | 0.5 | 25.1 | 33.3 | 31.0 | 2.6 | 7.8 | 8.2 |

Fonte: FMI.

- **O desafio para 2011 nas principais economias da região coloca-se ao nível da gestão das políticas fiscal e monetária.** Em vários países, o forte crescimento económico já resultou em pressões inflacionistas, agravadas pela escalada de preços agrícolas nos mercados internacionais, particularmente quando avaliados nas moedas locais e depois das intervenções que têm sido levadas a cabo por vários bancos centrais para aliviar a forte valorização das respectivas moedas. Esta situação já motivou que alguns dos bancos centrais da região procedessem à subida de taxas de juro e à introdução de maiores restrições em termos de política monetária. Em termos de política fiscal, em 2011 irá consolidar-se o movimento de retirada das medidas contra-cíclicas impostas no período de crise, embora este processo esteja a acontecer de forma gradual.

América Latina: principais economias - ciclo de taxas de juro

| | Taxa de referência oficial | Taxa actual | Movimento desde Set 08 | Movimento previsto em 2011 |
|----------|----------------------------|-------------|------------------------|----------------------------|
| Brasil | Selic - taxa overnight | 10.75 | -300 | 200 |
| México | Reference rate | 4.50 | -375 | 0 |
| Chile | Discount rate | 3.00 | -700 | 450 |
| Colômbia | Repo rate | 3.00 | -525 | 250 |
| Perú | Reference rate | 3.00 | -350 | 325 |

Fonte: BPI.

- **Entre os factores de risco para 2011 destaca-se em primeiro lugar os factores externos.** Os termos de troca da América Latina estão dependentes da evolução dos preços das *commodities* nos mercados internacionais. Por sua vez, os mercados de *commodities* estão a ser suportados por uma forte procura por parte de outras regiões emergentes, particularmente a China. Um comportamento aquém do esperado do mercado de *commodities* poderá contribuir para um agravamento do défice da balança corrente em grande parte destes países, sendo que nos últimos anos este défice tem sido financiado pelos volumes elevados do investimento directo estrangeiro.

LATAM - 2011: UM ANO DE (AINDA) MUITO CRESCIMENTO (continuação)

Por outro lado, **o contágio dos efeitos da crise dos países periféricos europeus também é uma questão a ter em atenção**, na medida em que pode contribuir para uma maior aversão ao risco e afectar a propensão para o investimento nos países emergentes. **Recorde-se que Espanha é um dos principais investidores na região.**

- Entre os factores de risco, refira-se que **o forte ritmo de crescimento económico, os diferenciais de taxas de juro positivos** relativamente às economias desenvolvidas e **os elevados preços da commodities têm contribuído para manter as moedas locais sobre pressão de valorização**, o que irá continuar a motivar a intervenção cambial para impedir valorizações excessivas. Isto é particularmente verdade no Brasil, Colômbia e Peru, onde as moedas se têm mostrado mais vulneráveis a valorizações.
- **Em termos domésticos, os riscos surgem da possibilidade de um excessivo prolongamento das políticas fiscais expansionistas** poderem contribuir para o desequilíbrio macroeconómico. A isto acresce que em termos políticos, será importante verificar como serão os mandatos de líderes agora eleitos (ex. Brasil) e estar atento aos exercícios eleitorais que irão ocorrer em alguns países e que poderão condicionar as políticas económicas no curto-prazo.
- **Argentina: A Argentina é um dos países com previsões de crescimento mais fortes para 2011 e surpreendeu em 2010 com uma taxa de crescimento prevista de 7.5%.** Este forte desempenho da economia está associado a uma política fiscal fortemente expansionista, a uma forte procura por parte das principais economias com quem a Argentina tem relações comerciais (ex. Brasil), e também a um ano excepcionalmente favorável em termos de produção agrícola. Este ano, a economia irá continuar a apresentar um ritmo de crescimento forte, mas irá atenuar-se ao longo do ano, à medida que os factores de suporte do crescimento no ano anterior se forem diluindo.
- **A escalada de preços tem sido o "calcanhar de Aquiles" da economia Argentina.** De acordo com os números oficiais, a inflação terá terminado ao ano em 10.5%, embora os organismos não-oficiais defendam que a inflação rondará patamares mais elevados em torno de 25%. As autoridades têm privilegiado políticas económicas pró-crescimento, aceitando a inflação elevada como efeito colateral. Num ano marcado por um clima pré-eleitoral, não é expectável que nos próximos meses sejam tomadas medidas de fundo relativamente a este assunto, ainda que recentemente a Presidente Kirchner tenha solicitado ao FMI o apoio para clarificar o cálculo da inflação no país.
- **As eleições presidenciais estão agendadas para Outubro de 2011.** O forte crescimento económico tem alimentado uma melhoria dos níveis de sentimento económico, o que tem permitido uma recuperação dos níveis de popularidade da Presidente actual, e aumentando a probabilidade da sua reeleição. O risco associado ao actual momento político é que deverá levar a que a política fiscal muito expansionista prevalecerá, secundarizando o problema da inflação.
- Um factor a acompanhar este ano tem a ver com **a reaproximação da Argentina ao FMI e ao reatar de negociações com o Clube de Paris**, com vista a regularizar as dívidas com os credores internacionais. Este é um aspecto importante para a credibilidade da política económica do país e para facilitar o acesso da Argentina aos mercados internacionais.
- **Brasil: A taxa de crescimento real da economia terá sido de 7.5% em 2010. Em 2011, o ritmo de crescimento deverá abrandar, para valores em torno de 4.5%, na média do verificado no período pré-crise.** Este desempenho baseou-se em medidas agressivas em termos de política fiscal e monetária, que permitiram sustentar a procura interna. Porém, o lado da oferta não acompanhou a forte pressão da procura, levando a um aumento das pressões inflacionistas e ao maior desequilíbrio das contas externas.
- **Cumprir o objectivo da estabilidade de preços vai ser o principal desafio em 2011.** A inflação brasileira, avaliada pelo IPCA, terminou 2010 em 5.91%, e num movimento de subida que ameaça a banda superior do intervalo-objectivo (4.5%+/-2%). Este é um forte dilema para as autoridades brasileiras: a forte expansão do crédito, as taxas de juro relativamente baixas e a subida dos preços agrícolas não parecem ser as únicas razões por trás da forte procura interna. Há que estar atento à política fiscal, que se mantém fortemente expansionista,

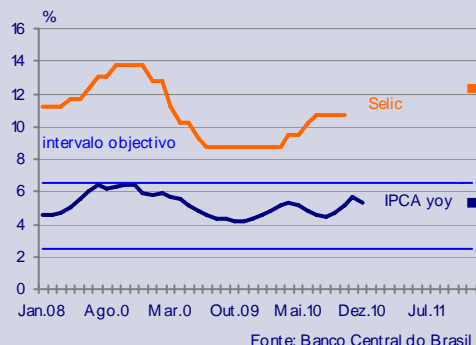
Temas económicos em destaque

LATAM - 2011: UM ANO DE (AINDA) MUITO CRESCIMENTO (continuação)

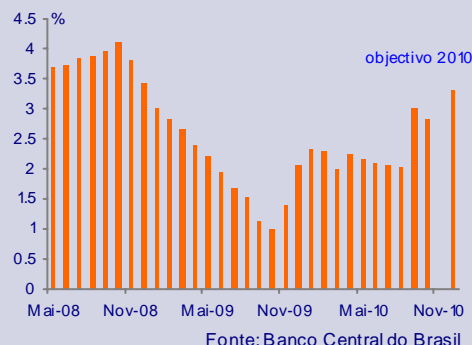
numa economia em que o mercado de emprego se apresenta em forte expansão. Face a esta situação, aguarda-se com expectativa o anúncio de medidas por parte de Dilma Rousseff, que se espera que incluam cortes do lado da despesa, ao longo de 2011.

- Em termos de equilíbrio externo, **a forte pressão da procura interna teve como contrapartida uma aceleração significativa das importações, aquém do ritmo das exportações**, o que contribuiu para o agravamento do desequilíbrio da balança corrente. O crescimento previsto par 2011 deverá continuar a suportar a forte captação de investimento directo estrangeiro, bem como o investimento de carteira, que no último ano tiveram um contributo importante no financiamento do desequilíbrio das contas externas.

Brasil: evolução da inflação, expectativas de inflação e taxa Selic



Saldo Primário (%PIB)



- México. A economia mexicana está em recuperação, com uma taxa de crescimento prevista para 2010 de 5%.** O movimento de recuperação da economia tem-se revelado mais lento do que o registado em outros países da região, o que se explica pelo facto de assentar num modelo económico muito dependente da componente externa, e particularmente dos EUA. Na vertente doméstica também são observadas melhorias, porém mais graduais, já que **a procura interna continua impedida de desempenhos mais expressivos porque o desemprego continua elevado e as condições de crédito restritivas. Em 2011, com as perspectivas favoráveis para os EUA, é de esperar que um fortalecimento do sector exportador.** O sector manufactureiro é aquele que tem dado sinais de maior vigor, respondendo às necessidades crescentes por parte do vizinho norte-americano. O sector externo mexicano poderá beneficiar também de um cenário favorável em termos de preço do petróleo no mercado internacional. Apesar de apresentar constrangimentos em termos da produção que impedem aumentar a oferta, o aumento do preço deverá contribuir para uma receita fiscal mais elevada bem como um desempenho relativamente positivo das contas externas.
- Um dos factores de risco para 2011 poderá decorrer da realização das eleições presidenciais** que, embora agendadas para 2012, irão provocar movimentações políticas, particularmente na segunda parte do ano.

CENÁRIO DOMINANTE: TRANQUILIDADE OU HESITAÇÃO?

- Os mercados encaram o próximo ano com aparente tranquilidade. As condições de liquidez abundante tendem a predominar mais um ano. As autoridades norte-americanas pretendem que o dólar se mantenha debilitado e, na Europa, a incerteza sobre a dívida dos países periféricos mantém o BCE e o euro amarrados a uma tendência descendente ou, no mínimo, de estabilidade acomodatória. As remunerações prospectivas de aplicações com risco limitado são pouco entusiasmantes. Consequentemente, os investidores tenderão a buscar rentabilidade adicional, subindo na escada da propensão ao risco, num ambiente de reforço da retoma económica e dissipação da instabilidade. As empresas estão, globalmente, bem capitalizadas, dispõem de liquidez considerável, desfrutam de uma sólida geração de resultados, diversificaram actividades e mercados geograficamente, emagreceram, ganharam eficiência. A melhoria das condições de mercado poderá favorecer o incremento da capacidade produtiva ou a entrada em negócios de aquisição e/ou fusão. Estes movimentos beneficiam, tendencialmente o segmento accionista em desfavor do crédito.
- A dissipação da incerteza económica não significa o seu desaparecimento.** O grau de instabilidade permanece elevado: a crise de dívida soberana na Europa aguarda renovadas ondas; a retoma económica nos EUA tem ainda de convencer; a desaceleração chinesa é uma interrogação; os riscos nos mercados de matérias-primas e bens alimentares convocam temores recentes. Deste modo, a subida esperada das taxas de juro de longo prazo e dos mercados accionistas tende a revelar-se ziguezagueante ou hesitante, dominada pelo fluxo regular de divulgação de indicadores económicos e não pela assunção de uma direcção inequívoca por parte dos investidores. O caminho deverá estar traçado, mas a sua concretização será errática.
- De acordo com as surpresas positivas e negativas listadas inicialmente, os mercados de capitais terão respostas diversas face ao traçado original. Assim:

Surpresas positivas:

 1. A concretização do melhor cenário de resolução da crise europeia confere uma grande oportunidade de ganhos à dívida pública nos países mais fustigados. Por outro lado, poderia retirar pressão sobre o BCE e sobre a moeda europeia, implicando uma subida das taxas de juro de curto prazo mais rápida e uma valorização pronunciada do euro. As taxas de dívida germânica seriam afectadas negativamente, bem como as norte-americanas (aumento das taxas longas). Os mercados accionistas, sobretudo, periféricos europeus seriam favorecidos.
 2. A surpresa do crescimento americano sustentável e do não sobre-aquecimento asiático tenderiam a remover alguma da incerteza económica latente, reforçando a tendência linear das acções e subida da dívida pública globalmente (queda de preços).

Surpresas negativas podem resumir-se em apenas duas mais ou menos intensas:

 1. A possibilidade de agravamento da crise europeia e/ou de travagem brusca nos países emergentes e/ou desapontamento nos EUA assumindo uma intensidade forte, no sentido de renovado risco de recessão, implicariam um regresso a elevados níveis de aversão ao risco com taxas de juro de curto e longo prazo reduzidas durante muito tempo e com o dólar a recuperar o seu estatuto de refúgio. Segmentos como acções e crédito ficariam, de novo, desertos. Este cenário de extremo pessimismo é pouco provável à luz dos acontecimentos actuais e da tendência mundial para o apaziguamento.
 2. A lenta e hesitante resolução da crise europeia a par da errática recuperação (levada nos ombros dos estímulos públicos) nos EUA e a intensificação dos receios de sobre-aquecimento nos mercados emergentes consiste genericamente na concretização da face mais sombria do cenário dominante quando está principalmente descontada a sua face mais solar. Consequentemente, o cenário central tenderá a manter-se, apresentando-se, contudo, mais mitigado sobretudo para as classes de activos mais arriscados e persistência de taxas de juro de curto e longo prazo em patamares inferiores durante mais tempo que o previsto.

Mercados Financeiros em revista

MERCADO CAMBIAL: SERÁ 2011 UM ANO MAIS TRANQUILO?

- O ano que passou foi caracterizado por alta volatilidade e mesmo por mudanças repentinas de sentimento e de tendência em câmbios chave do mercado. No caso do câmbio âncora, houve uma aposta inicial na apreciação do dólar (o EUR/USD veio de 1.45 para 1.18 de Janeiro a Junho), mas que se alterou com a desilusão provocada pelos fracos dados económicos dos EUA e pela necessidade de medidas não convencionais de política monetária adicionais.

| | Abertura 01.01.2010 | Abertura 27.12.2010 | Variação (%) |
|---------|------------------------|------------------------|-----------------|
| EUR/USD | 1.4325 | 1.3114 | -8.5 |
| USD/JPY | 92.97 | 82.89 | -10.8 |
| EUR/JPY | 133.17 | 108.72 | -18.4 |
| EUR/GBP | 0.8864 | 0.8494 | -4.2 |
| EUR/CHF | 1.4822 | 1.2608 | -14.9 |
| EUR/SEK | 10.2400 | 8.9910 | -12.2 |
| EUR/NOK | 8.2961 | 7.8160 | -5.8 |
| AUD/USD | 0.8970 | 1.0014 | 11.6 |
| NZD/USD | 0.7226 | 0.7468 | 3.3 |
| USD/CAD | 1.0535 | 1.0079 | -4.3 |

Fonte: Reuters, BPI.

- Para temperar uma evolução cambial mais nervosa, permitindo movimentos de correcção com expressão, foi igualmente presença constante a questão da dívida soberana nos estados mais periféricos da União Económica e Monetária (UEM) e o seu financiamento. Neste âmbito, o euro mostrou fragilidades que raramente foram tidas em conta e que a crise destapou. Este facto reflectiu-se nos câmbios da moeda única face a moedas rivais. O CHF (franco suíço) assumiu-se como moeda de refúgio, com a economia suíça a ser encarada como imune aos riscos de uma Europa a várias velocidades. Do mesmo modo, as preferências dos investidores dirigiram-se para as moedas nórdicas SEK (coroa sueca) e NOK (coroa norueguesa).

- Por seu turno, a consolidação de um sentimento geral de maior debilidade do dólar, na segunda metade de 2010, permitiu ganhos expressivos do iene. Esta evolução reflectiu uma maior aposta dos investidores nipónicos nos seus próprios activos, em contraste com posturas anteriores que privilegiavam aplicações no estrangeiro. O USD/JPY alcançou o patamar mínimo de 80 ienes por dólar, para desconforto das autoridades.

- Que novos factores e riscos se colocam em 2011? À partida, o nível de expansão económica, num contexto de diversidade de ritmos, determinará a confiança nas moedas e a definição de evoluções tendenciais ou de equilíbrio. Processos de consolidação fiscal em curso moldarão o crescimento e poderão ser determinantes na divergência, embora concorram para uma convergência a longo prazo (caso da UEM). Deste modo, há que contar com situações recessivas em países que se encontram em processo de cura de excessos. Por outro lado, prevê-se a manutenção das preocupações com a dívida soberana, assim como do perigo de contágio entre os estados mais débeis financeiramente (sobretudo centrados no início do ano).

- Embora os instrumentos de política monetária de cariz mais clássico não devam sofrer mudança por parte da Fed, BCE e BoJ, alterações nas medidas menos ortodoxas podem revelar-se determinantes para o valor das moedas. Tal como a evolução do diferencial de juros nas várias maturidades. Por outro lado, na actual fase de consolidação da retoma económica, é importante considerar o interesse das diferentes partes no valor das suas moedas. Dos dois lados do Atlântico não há interesse em moedas fortes, assim como no Japão, China, etc. Este facto quer também dizer que a chamada "guerra das moedas" é global e não se centra somente nas economias emergentes.

- Em suma, o valor do USD ganhará definição através da evolução do ambiente económico americano e mundial; das condições monetárias; da situação das moedas rivais; do interesse das autoridades; da formação de um sentimento que, depois da decepção de 2010, poderá ser agora mais sustentável. No euro, os bons dados económicos da Alemanha deverão encobrir as fragilidades da UEM, embora a situação financeira dos países ibéricos não seja negligenciável, havendo o risco de se tornar ainda mais negativa. Neste cenário, o EUR/USD poderá evoluir entre 1.28 e 1.33 no curto prazo, e entre 1.26 e 1.35 num prazo mais alargado.

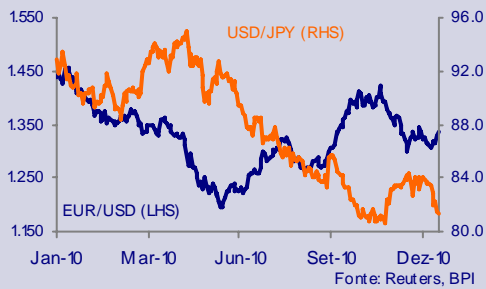
Volatilidade em níveis máximos

| Moedas | Dezembro | Últimos 6 meses | 31.Dez.10 Último ano |
|---------|----------|--------------------|----------------------------|
| EUR/USD | 11.8929 | 11.5997 | 11.7123 |
| USD/JPY | 11.1350 | 10.0197 | 10.1060 |
| EUR/JPY | 11.1514 | 12.2846 | 14.7359 |
| EUR/GBP | 8.4734 | 8.9774 | 9.7080 |
| EUR/CHF | 9.8102 | 10.6611 | 9.2532 |

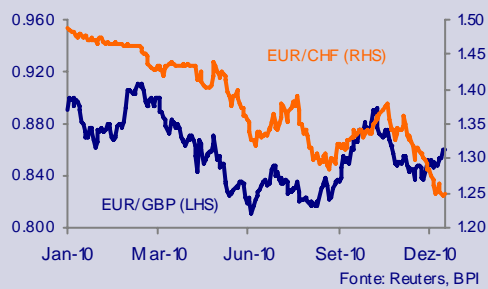
Fonte: BPI.

MERCADO CAMBIAL: SERÁ 2011 UM ANO MAIS TRANQUILO? (continuação)

Em 2010, o JPY brilhou contra o USD; o EUR/USD mostrou-se volátil



Em 2010, o CHF verificou uma forte apreciação contra o EUR; a GBP acompanhou



- O USD/JPY deverá encontrar uma evolução menos pronunciada e mais lateral, tal como se verificou nos últimos dois meses. Após um processo de consolidação de um intervalo compreendido entre 81 e 84 lenes por dólar, poderá haver interesse na aproximação aos níveis de resistência.
- O CHF deverá continuar a ter alguma preferência do mercado ao longo dos próximos meses, enquanto persistir o desconforto com a dívida soberana e o défice público nos países mais débeis da UEM. A esperada normalização, na segunda metade do ano, deverá levar a uma maior estabilidade. O EUR/CHF poderá evoluir entre 1.22 e 1.30. No caso da GBP, esta deverá continuar a mostrar forte correlação com a evolução do USD. O EUR/GBP deverá variar entre 0.86 e 0.82.

Mercados Financeiros em revista

MOEDAS DOS EMERGENTES: CONSOLIDAÇÃO DO BOM MOMENTO

□ O ano de 2010 foi, sem dúvida, o ano das moedas das economias emergentes. Os movimentos foram de tal maneira expressivos que as autoridades locais viram necessidade de actuar contra a forte pressão de apreciação das suas moedas, no que veio a ser conhecido pela "guerra das moedas". O forte crescimento económico (a Ásia, por exemplo, no contexto dos emergentes, verificou as mais altas taxas de crescimento do mundo), conjugado com a confiança dos investidores e os intensos fluxos financeiros levaram a uma significativa procura destas moedas. As armas de combate contra este movimento são conhecidas e foram utilizadas: intervenção directa no mercado cambial, controlo de entrada de capitais, restrição de liquidez em circulação e de concessão de crédito, etc. Acção igualmente necessária à prevenção de bolhas especulativas ao nível dos preços.

| | Abertura 01.01.2010 | Abertura 27.12.2010 | variação (%) |
|---------|------------------------|------------------------|-----------------|
| EUR/PLN | 4.1054 | 3.9630 | -3.5 |
| EUR/HUF | 270.48 | 278.38 | 2.9 |
| EUR/CZK | 26.4270 | 25.2840 | -4.3 |
| USD/RUB | 30.3110 | 30.4555 | 0.5 |
| USD/BRL | 1.7425 | 1.6907 | -3.0 |
| USD/ARS | 3.8000 | 3.9680 | 4.4 |
| USD/MXN | 12.9259 | 12.3305 | -4.6 |
| USD/CNY | 6.8259 | 6.6255 | -2.9 |
| USD/INR | 46.6050 | 44.9700 | -3.5 |
| USD/KRW | 1163.65 | 1150.70 | -1.1 |
| USD/IDR | 9.4200 | 9.0300 | -4.1 |
| USD/THB | 33.34 | 30.16 | -9.5 |
| USD/TWD | 31.950 | 29.740 | -6.9 |

Fonte: Reuters, BPI .

| | Crescimento PIB | | Inflação | | Conta Corrente* | | Dívida Pública* | |
|------------|-----------------|------|----------|------|-----------------|------|-----------------|-------|
| | 2010 | 2011 | 2010 | 2011 | 2010 | 2011 | 2010 | 2011 |
| EUA | 2.7 | 2.5 | 1.6 | 1.2 | -3.4 | -3.8 | 92.4 | 98.0 |
| Japão | 3.4 | 1.2 | -1.0 | -0.4 | 3.4 | 3.2 | 210.0 | 215.0 |
| UEM | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.7 | -0.3 | 0.1 | 83.0 | 86.5 |
| China | 10.5 | 9.2 | 3.2 | 4.1 | 6.0 | 5.0 | 20.0 | 20.0 |
| Brasil | 7.6 | 4.5 | 5.0 | 5.2 | -2.4 | -3.0 | 60.0 | 61.0 |
| México | 5.0 | 3.9 | 4.2 | 3.7 | -0.7 | -2.1 | 34.0 | 35.0 |
| Argentina | 8.7 | 5.8 | 25.9 | 26.3 | 1.2 | 0.8 | 45.0 | 43.0 |
| Polónia | 3.5 | 4.0 | 2.6 | 3.5 | -3.4 | -4.3 | 55.0 | 56.0 |
| Rep. Checa | 2.3 | 1.7 | 1.4 | 1.9 | -2.6 | -2.2 | 40.0 | 43.0 |
| Hungria | 0.8 | 3.0 | 4.7 | 3.5 | 1.4 | 1.0 | 79.0 | 78.0 |
| Rússia | 3.8 | 4.3 | 7.0 | 8.0 | 4.8 | 3.3 | 9.0 | 11.0 |

Fonte: consensus a partir de um conjunto de instituições

Nota: (*)peso no PIB

□ Na variação anual dos câmbios é notória a apreciação do bath tailandês (THB), do dólar da Formosa (TWD), da rupia indonésia (IDR), da rupia indiana (INR), do yuan chinês (CNY), assim como do peso mexicano (MXN), do real brasileiro (BRL), da coroa checa (CZK) e do zloty polaco (PLN).

IDR e KRW insistem na apreciação, apesar das medidas tomadas



Fonte: Reuters, BPI

Num contexto de alta volatilidade, BRL e MXN continuam a mostrar movimentos de apreciação



Fonte: Reuters, BPI

□ Para 2011 transitam grande parte dos factores que condicionaram a evolução das moedas no ano transacto. O crescimento nas economias emergentes deverá continuar a destacar-se (não somente na Ásia, mas igualmente na América Latina e no Leste Europeu), surgindo pressões inflacionistas. Esta situação pedirá uma política monetária menos expansionista (alguns países já iniciaram ciclos de subida das taxas de juro, concretamente a China, a Índia, o Brasil, a Hungria, etc), embora a manutenção de um cenário de moeda forte possa refrear a inflação. Deste modo, está montado o circuito de investimento de carácter mais especulativo nestas moedas (ampliação do diferencial de juros), ao qual se junta boa saúde financeira e sistemas bancários consolidados (melhoramentos efectuados na última década). Destacamos ainda o facto da maioria das economias emergentes ter níveis baixos de dívida pública, em contraste com as economias desenvolvidas, conferindo qualidade ao mercado de soberanos.

□ A prática de controlo de capitais voltará a ser equacionada ao manter-se o mesmo ritmo de entrada dos fluxos externos, aumentando igualmente o risco de um proteccionismo mais acentuado. Este comportamento será factor limitativo de ganhos cambiais mais expressivos. De igual modo se chama a atenção para o

MOEDAS DOS EMERGENTES: CONSOLIDAÇÃO DO BOM MOMENTO (continuação)

comportamento da actividade económica que, perante a combinação das políticas enunciadas, poderá ressentir-se de forma notória.

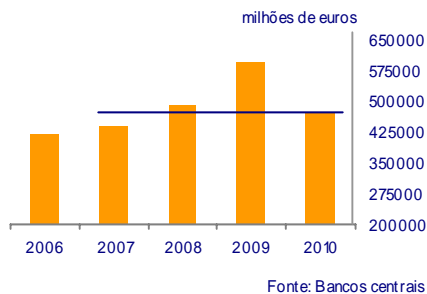
- **Adicionalmente, os países exportadores de matérias-primas (consequentemente, as *commodity currencies*) podem beneficiar com o acentuar da actual tendência de preços altos (não só dos bens alimentares, como da energia e dos metais).** Neste âmbito tem-se constatado que, mesmo em momentos de maior firmeza do dólar, os preços das *comodities* mantêm a trajectória ascendente, mostrando menos dependência da variação cambial da moeda americana.
- **Outro aspecto a ter em conta é a evolução global do valor do dólar.** Um comportamento mais fraco do USD potencia apreciações das restantes moedas. No entanto, o nosso cenário é de uma certa estabilidade do EUR/USD, podendo, por sua vez, manter-se uma maior firmeza do dólar dentro de determinadas balizas.
- **Concluindo, acreditamos que a Ásia continuará a ser bastante atractiva para os investidores, onde o risco será de apreciação das diferentes moedas, mesmo que sejam feitas intervenções de vária ordem para contrariar essa pressão.** De facto, com o comércio a manter-se como motor fundamental do progresso, as autoridades lutarão contra valorizações expressivas das moedas a favor da competitividade. **Igualmente, há grande confiança relativamente à América Latina. Assim, embora possa haver a introdução de novas medidas restritivas, o significativo crescimento económico (contudo menor do que em 2010), a alta inflação e os diferenciais de juros favoráveis suportarão as moedas (BRL e MXN). No Leste Europeu, destacamos o CZK, dadas as dinâmicas económicas alcançadas.**

Mercados Financeiros em revista

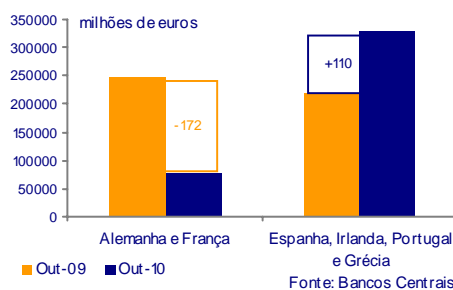
POLÍTICA MONETÁRIA I: BCE PODERÁ RETIRAR ALGUNS DOS ESTÍMULOS, MAS POLÍTICA MONETÁRIA MANTER-SE-Á ACOMODATÍCIA

- o No último trimestre de 2010 foi evidente que o BCE é ainda fonte fundamental de financiamento dos bancos da periferia. Esta situação não se deverá alterar nos primeiros meses de 2011, sendo, por isso provável que o período em que as operações de financiamento são a taxa fixa e colocação ilimitada seja prolongado, pelo menos até ao final do primeiro semestre. Depois disso, o cenário apresenta-se incerto e dependente da evolução das tensões nos mercados de dívida pública dos países soberanos. Na eventualidade do risco de contágio a economias de maior dimensão, como Espanha, se reduzir - cenário a que atribuímos alguma probabilidade dada a credibilidade das autoridades espanholas no que se refere ao controle das contas públicas - o BCE poderá reiniciar, em Setembro/Outubro, a estratégia de saída. Todavia, a retirada de estímulos desenvolver-se-á de forma gradual, possivelmente através do retorno a taxa de juro variáveis, mas mantendo as colocações com limites suficientemente elevados de forma a não criar tensões no mercado.

Os bancos europeus estão menos dependentes do financiamento do BCE (em 2010 o recurso médio ao BCE ficou abaixo do observado em 2008)

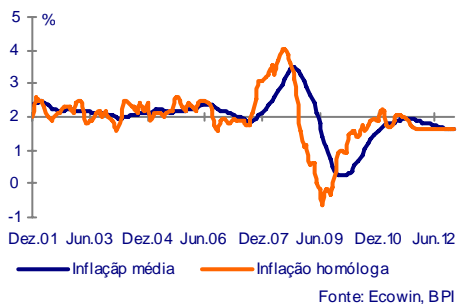


Mas o grau de dependência dos países da periferia aumentou consideravelmente com o aumento das tensões no mercado de dívida soberana



- o As previsões do BCE, bem como as do BPI, para a inflação em 2011-12, sugerem a ausência de pressões inflacionistas, pelo que o BCE continuará confortável com a manutenção da taxa refi em 1% durante grande parte do ano. No mesmo sentido apontam os baixos crescimentos da massa monetária e do crédito a residentes. **Todavia, os sinais de que o crédito está a acelerar e a possibilidade de que as previsões para a inflação sejam revistas em alta, (dados os sinais de aumento de preços de algumas matérias-primas), sugerem que o BCE poderá iniciar a inversão do ciclo nos últimos meses do ano, sobretudo se o principal motor de crescimento da UEM se mantiver pujante.**

As estimativas para a inflação continuam a apontar para que esta se mantenha abaixo, mas próximo do objectivo do BCE, mas há riscos ascendentes



Se se mantiver a tendência de normalização da massa monetária e do crédito, o BCE poderá iniciar o ciclo de inversão da política monetária

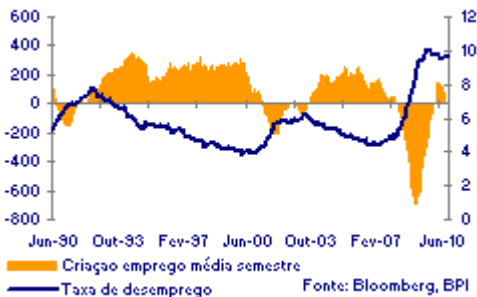


- o Finalmente, o novo Presidente do BCE toma posse em Novembro. Um cenário provável aponta para que a escolha recaia sobre Axel Weber, defensor de uma política monetária mais restritiva. A confirmação deste cenário penderá para a subida da taxa directora no quarto trimestre de 2011.

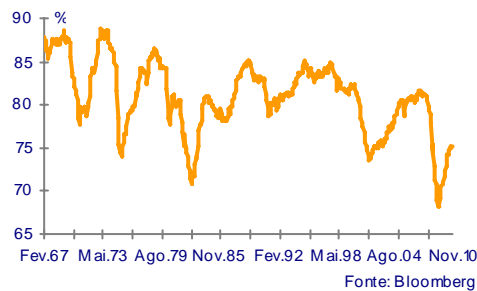
POLÍTICA MONETÁRIA II: POLÍTICA MONETÁRIA DA FED SEM ALTERAÇÕES

- Em 2010, a Reserva Federal manteve a política de taxa de juro zero, reafirmando que esta não se alteraria enquanto a taxa de desemprego e a folga produtiva se mantivessem elevadas, a inflação baixa e a actividade económica fraca. No último trimestre a Fed criou um novo programa de aquisição de dívida pública, reflectindo-se na melhoria das condições de financiamento da economia, o que tenderá a traduzir-se positivamente na actividade. **Todavia, em 2011 as expectativas são de que a política de taxa zero não se altere, pois os indicadores relativos ao mercado de trabalho e evolução dos preços ainda se encontram em níveis claramente insatisfatórios.**
- A taxa de desemprego continua a ser um factor de preocupação para a autoridade monetária, situando-se em máximos históricos. Paralelamente, as perspectivas de recuperação do mercado de trabalho são ainda reduzidas, pois a criação de postos de trabalho situa-se ainda em níveis consistentes com a permanência da taxa de desemprego em níveis elevados (apesar de estar a evoluir favoravelmente).** Por outro lado, o facto da taxa de utilização da capacidade instalada ainda se encontrar em níveis reduzidos também sugere que a folga no sector produtivo é ainda elevada, não facilitando a aceleração do processo de contratação de novos trabalhadores.

A taxa de desemprego situa-se em máximos históricos

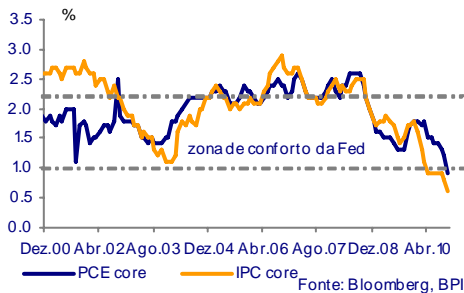


e a taxa de utilização da capacidade instalada ainda está próxima de mínimos

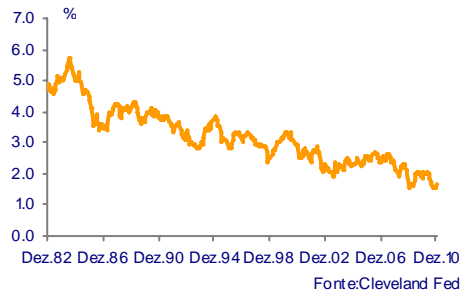


- As expectativas inflacionistas são ainda reduzidas, mas a prossecução do programa de compra de dívida pública (QE2) deverá inflacionar a economia, contrariando a actual tendência de desaceleração da taxa de inflação subjacente. Contudo, este indicador - que, em Novembro, se situou em 0.8% - ainda se encontra muito próximo do mínimo do intervalo de conforto da Fed, e a ausência de pressões inflacionistas (crédito deprimido, folga produtiva elevada), sugere que os preços continuarão a evoluir de forma contida.** Este, aliás, parece ser o cenário esperado pela Fed que para 2011-2013 antecipa que o deflator subjacente da despesa privada se situa em 1.3-1.6%.

A taxa de inflação subjacente está próxima do limite inferior do intervalo de conforto da Fed



E as expectativas de evolução da inflação nos próximos 10 anos continuam contidas

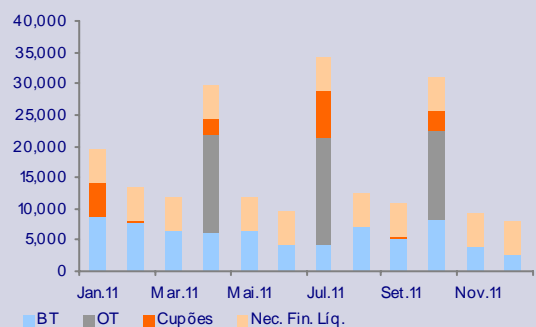


Mercados Financeiros em revista

DÍVIDA PÚBLICA: PERIFÉRICOS DA ZONA EURO SOB OS HOLOFOTES DOS INVESTIDORES

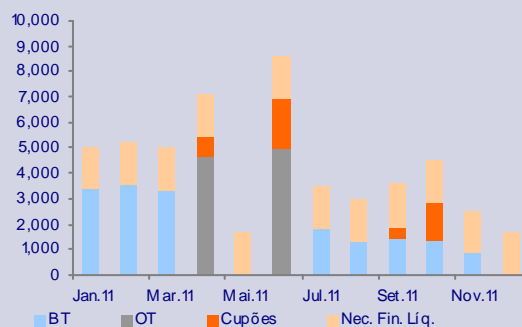
- **Em 2011, o tema central continuará a ser a resolução da crise da dívida dos países periféricos da zona euro.** Após um ano fatídico, em que Grécia, em Maio, e Irlanda, em Novembro, recorreram a ajuda externa conjunta dos parceiros da zona euro e do FMI para fazer face às crescentes dificuldades de acesso a financiamento externo, as atenções centram-se agora sobre Portugal e Espanha, que enfrentam um esforço de consolidação orçamental significativo num contexto económico débil, a que acrescem elevadas necessidades de refinanciamento em condições de mercado adversas. **A actual crise da dívida soberana também expôs as fragilidades no funcionamento das Instituições europeias.** A dificuldade de se atingir um consenso que permita agir de forma atempada é uma das principais vulnerabilidades patentes, mas a necessidade de maior coordenação de políticas económicas e orçamentais, que permitam a redução das assimetrias regionais no seio na zona euro, é um problema estrutural que, a prazo, deverá conduzir a um aprofundamento da integração europeia.
- No início de 2010, os diferenciais de taxa de juro da dívida dos países periféricos da zona euro face à dívida alemã oscilavam entre os 60pb, no caso espanhol, e 230pb, no caso grego. No final do ano, Espanha continua a apresentar o menor diferencial entre estes países (250pb) e a Grécia mantém-se como o país mais penalizado pelos mercados (910pb) mas em níveis francamente superiores. **O ano foi marcado por uma tendência ascendente dos prémios de risco e por uma elevada volatilidade nos mercados.**
- Como referido, **Grécia e Irlanda recorreram a ajuda externa, este último já no âmbito da Facilidade Europeia de Estabilidade Financeira (FEEF).** Este mecanismo, criado aquando do pedido de ajuda grego, poderá atingir o montante de EUR 440 mil milhões, montante que poderá chegar a EUR 750 mil milhões com a contribuição do FMI e vigorará até 2013. A criação de um mecanismo de ajuda permanente está a ser discutida entre os líderes europeus. O novo mecanismo deverá incluir a possibilidade dos detentores de dívida incorrerem em perdas através de operações de reestruturação da dívida que podem incluir cortes no valor nominal em dívida ou reescalonamento dos prazos de pagamento, constituindo um factor adicional de aversão ao risco.
- **No que se refere a Portugal e Espanha, espera-se que as metas para o défice de 2010 tenham sido atingidas.** No primeiro caso, o objectivo de 7.3% do PIB para o défice só será atingido devido ao recurso a receitas extraordinárias. **Em 2011, o governo pretende reduzir o défice para 4.6% do PIB,** o que face à conjuntura económica desfavorável, dificuldades de implementação das medidas de austeridade e perda de credibilidade junto dos investidores faz com que estes exijam um prémio de risco elevado, cuja descida dependerá, principalmente, da observância de uma execução orçamental estritamente em linha com o programado. **No caso espanhol, os dados disponíveis da execução de 2010 deixam antever que a meta estabelecida para o défice (9.3% do PIB) será superior à execução, o que permite antever que a meta de 6% do PIB de 2011 seja mais fácil de se atingir.** Contudo, estes dois países enfrentam problemas estruturais nas suas economias, o que faz com que o crescimento potencial seja ténue, dificultando a adopção de uma trajectória descendente de endividamento.
- Perante este cenário, e face às elevadas necessidades brutas de financiamento com que estes países se deparam em 2011 (EUR 51 mil milhões ou 30% do PIB, no caso português, e EUR 202 mil milhões ou 18.8% do PIB, no caso espanhol), **o risco de refinanciamento será um dos principais focos de atenção para estes países.** Nos últimos leilões, a procura tem-se mantido num nível confortável mas os prémios de risco exigidos mantêm-se num nível elevado, sendo por isso necessário que se assista a uma consolidação orçamental eficaz para que os investidores diminuam a sua percepção de risco.

Em Abril, Julho e Outubro as necessidades de financiamento espanholas irão superar EUR 30 mil milhões, concentrando cerca de metade das necessidades brutas de financiamento de 2011



Fonte: Deutsche Bank, Bloomberg, BPI, IGCP

As necessidades de financiamento brutas portuguesas concentram-se no início de 2011. No 1T11 atingem 29% do total, elevando-se para 43% em Abril e 63% em Junho



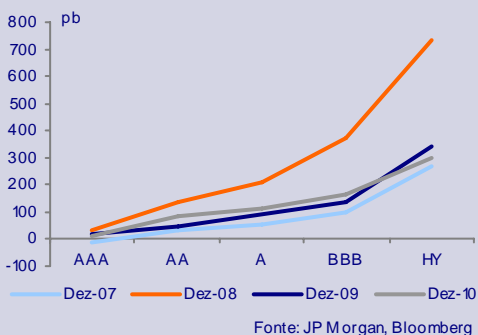
Fonte: Deutsche Bank, Bloomberg, BPI, IGCP

João Vitor Sousa

DÍVIDA DIVERSA: SECTOR FINANCEIRO ENFRENTA MAIOR DESAFIO EM 2011

- ▣ Os mercados de dívida privada apresentaram ao longo de 2010 melhorias no seu funcionamento, assistindo-se a uma progressiva normalização após a paralisação a que se assistiu no último trimestre de 2008 e princípios de 2009. Assim, **assistiu-se a uma forte actividade no mercado primário, em conjunto com uma normalização dos spreads de crédito.** A recuperação da actividade económica, impulsionada pelos estímulos fiscais, e o ambiente de elevada liquidez, devido às políticas expansionistas praticadas pelos principais bancos centrais, constituíram os principais factores para esta melhoria de funcionamento nos mercados de dívida privada.
- ▣ **As empresas não financeiras foram as principais beneficiadas da actual conjuntura.** A recuperação da actividade económica permitiu uma melhoria dos seus balanços, através do aumento das receitas e, conseqüentemente, resultados líquidos e uma redução do nível de endividamento, o que conduziu a um perfil de risco inferior. Este melhoramento foi acompanhado, como referido, pelo aumento da liquidez existente e redução dos *spreads* de crédito e baixas taxas de juro, o que permitiu às empresas aceder aos mercados em condições favoráveis. O facto de a predisposição do sector bancário para a concessão de crédito ser menor também contribuiu para a forte actividade no mercado primário. Por sua vez, **as empresas não financeiras sem acesso aos mercados de capitais enfrentam maiores dificuldades de financiamento, o que constitui um factor de risco sobre a evolução da actividade económica.** Em 2011, no cenário central, espera-se que estas empresas continuem a aceder aos mercados em condições favoráveis pois os bancos centrais deverão manter as taxas de juro em níveis historicamente baixos e a actividade económica deverá continuar a recuperar.
- ▣ Por sua vez, **o sector financeiro continua a mostrar-se vulnerável.** O processo de desalavancagem será longo e a possibilidade do sector incorrer em perdas relacionadas com a dívida soberana dos países periféricos da zona euro aumenta as perdas potenciais do sector. Os bancos situados nos países periféricos enfrentam maiores dificuldades de acesso a financiamento nos mercados de capitais, mantendo-se o BCE como a principal fonte de financiamento para estes. **As elevadas necessidades de refinanciamento que o sector apresenta ao longo dos próximos anos também se afigura como um possível factor de risco, pois os períodos de maior volume de emissões podem originar tensões nos mercados. De referir, ainda, a necessidade de adaptação às normas de Basileia III, que irá fazer com que os bancos necessitem de reforçar os seus capitais próprios.**
- ▣ **Os principais riscos para 2011 são:**
 - Uma **agudização da crise da dívida soberana** que possa conduzir a perdas para o sistema financeiro ou torne ainda mais restrito o acesso a financiamento externo por parte do sistema financeiro, o que pode levar a um efeito de contágio nos mercados.
 - **Um menor crescimento económico é negativo para o crédito** uma vez que enfraquece os resultados das empresas e leva a um aumento do incumprimento, conduzindo, também, a uma maior restrição no acesso a financiamento. **A recuperação da actividade económica excedeu as expectativas mais negativas** que se verificavam em meados de 2010, em particular nos EUA e na Alemanha. A prorrogação do corte nos impostos introduzido na era Bush terá um efeito positivo sobre a procura interna no EUA, mantendo as expectativas positivas. Na zona euro, as principais economias também mantêm um comportamento positivo, em particular, a Alemanha, que além do seu sector exportador, tem evidenciado um maior dinamismo interno. Contudo, estas expectativas favoráveis podem não ser atingidas. De facto, o mercado laboral nos EUA continua a ter dificuldades em mostrar uma recuperação sustentada, o que pode ter um efeito negativo sobre a procura interna, enquanto que, na zona euro, a introdução de medidas orçamentais restritivas na periferia irá ter efeitos negativos sobre a actividade económica, podendo existir contágio.

Spreads de crédito não deverão retornar aos níveis pré-crise. O maior espaço para redução encontra-se entre a classe de Investimento, que tem sido penalizada pelo sector financeiro.



Amortizações de dívida do sector financeiro nos países periféricos

| | mil milhões de euros | | | |
|-----------------------|----------------------|---------|----------|---------|
| | Grécia | Irlanda | Portugal | Espanha |
| 2011 | 9,469 | 15,720 | 13,633 | 102,889 |
| 2012 | 6,546 | 18,389 | 14,816 | 103,538 |
| 2013 | 29,816 | 17,221 | 8,563 | 73,221 |
| 2011-13 | Total 45,831 | 51,332 | 37,011 | 279,648 |
| | % PIB 20% | 32% | 22% | 26% |
| | Total 63,188 | 78,660 | 68,589 | 572,791 |
| | % PIB 28% | 50% | 40% | 54% |
| 2011-13 em % do Total | 73% | 65% | 54% | 49% |

Fonte: Deutsche Bank, Bloomberg.

João Vitor Sousa



Mercados Financeiros em revista

MERCADOS ACCIONISTAS: TUDO PARA DAR CERTO...

- O ano que terminou deixou sinais de que 2011 poderá ser promissor para o mercado de acções, em termos gerais. De facto, no último trimestre de 2010 assistiu-se à consolidação de um movimento comprador liderado pelas bolsas americanas, que poderá prosseguir. Relembra-se que há um ano atrás tinha surgido igualmente um sentimento globalmente positivo, que embalou a evolução dos primeiros meses, para posteriormente dar lugar à desilusão e à diluição da tendência de alta, em formação. Contudo, tem vindo a ser confirmado que o interesse por activos que comportam maior risco regressou, embora ainda haja algum desconforto perante riscos de incerteza, de menor crescimento, ou de deficiente solidez de uma Europa a diferentes velocidades e com problemas de gastos públicos e de endividamento externo excessivos. As boas notícias estão agora centradas nas economias emergentes, que consolidam o seu potencial de atracção.

| | Abertura 01.01.2010 | Abertura 27.12.2010 | Variação (%) |
|-----------|------------------------|------------------------|-----------------|
| DJI | 10430.69 | 11572.81 | 10.9 |
| S&P 500 | 1115.07 | 1256.77 | 12.7 |
| NASDAQ | 2294.41 | 2657.09 | 15.8 |
| EUROSTOXX | 2974.86 | 2859.28 | -3.9 |
| DAX | 5975.52 | 7055.32 | 18.1 |
| CAC 40 | 3952.21 | 3893.11 | -1.5 |
| IBEX 35 | 11986.50 | 10077.60 | -15.9 |
| PSI 20 | 8475.45 | 7812.75 | -7.8 |
| NIKKEI | 10609.34 | 10292.84 | -3.0 |
| Hang Seng | 4065.75 | 4112.10 | 1.1 |

Fonte: Reuters, BPI.

NASDAQ próximo dos valores máximos de 2007



Fonte: Reuters, BPI

- Em 2010, a performance dos índices americanos foi globalmente muito positiva (NASDAQ 16%, S&P 500 13% e DJI 11%), contudo o DAX alemão (+18%) excedeu as expectativas, beneficiando de uma procura extraordinária de papéis germânicos quando as economias periféricas da Zona Euro mostraram de forma inequívoca as suas fragilidades. Por outro lado, a Alemanha tem vindo a destacar-se economicamente dos seus parceiros, encontrando-se em níveis de crescimento superiores ao esperado inicialmente. Ajudou ainda a esta evolução a falta de confiança geral nas instituições financeiras europeias, que verificaram fortes desinvestimentos.
- Igualmente, no contexto da denominada crise da dívida soberana e do perigo de contágio entre os estados membros mais periféricos da Zona Euro, as bolsas ibéricas assistiram à generalização de movimentos de fuga. Em termos de variação anual dos índices, o IBEX 35 caiu 16% e o PSI 20 cerca de 8%. No caso português, só ¼ das empresas do índice tiveram uma capitalização positiva, lideradas pela Jerónimo Martins. Em termos representativos, o sector bancário foi o mais penalizado. As fortes correcções nos preços não deixam de ser um importante incentivo a entradas futuras de novos investidores.

PSI 20

| | % | variação anual |
|------------------------|---|----------------|
| 1. Jerónimo Martins | | 65.50 |
| 2. Portucel Empresa | | 22.99 |
| 3. Galp Energia-B | | 18.71 |
| 4. Portugal Tel-Reg | | 6.96 |
| 5. Semapa | | 6.70 |
| 6. Sonae | | -10.34 |
| 7. Ren-Rede Energética | | -14.00 |
| 8. Altri SGPS SA | | -15.02 |
| 9. EDP | | -19.85 |
| 10. CIMPOR-Cimentos | | -21.14 |
| 11. ZON Multimedia S | | -21.85 |
| 12. SONAE Indústria | | -25.83 |
| 13. Brisa | | -27.31 |
| 14. SONAECOM SGPS SA | | -30.12 |
| 15. BCP-R | | -31.12 |
| 16. EDP Renováveis S | | -34.59 |
| 17. Banco BPI SA-Reg | | -34.67 |
| 18. Banco Esp. Santo-R | | -36.98 |
| 19. INAPA | | -41.41 |
| 20. Mota Engil SGPS | | -55.74 |

Fonte: Bloomberg, BPI.

- Perante os desafios de 2011, recorda-se que os índices bolsistas, nomeadamente dos dois lados do Atlântico, ainda não se encontram aos níveis anteriores à crise económico-financelra de 2008. Os índices americanos (mais o alemão) aproximaram-se de forma significativa desses valores mas há ainda uma diferença: o NASDAQ está a 8% dos máximos de 2007; ao DAX faltam-lhe 15%; DJI e S&P 500 estão a 19% do topo. No

Mercados Accionistas: tudo para dar certo...(continuação)

caso ibérico, IBEX 35 e PSI 20 estão a mais de 40% dos níveis máximos verificados há 3 anos atrás. O Nikkei 225 está a cerca de 30%.

- ▣ **Em 2011, o cenário de crescimento económico sustentado nos EUA e na Europa, com a inflação nos limites previstos (o preço da energia e dos alimentos poderão dar um sinal de pressão) e taxas de juro baixas devem conduzir a uma actividade empresarial que permita a realização de ganhos significativos.** Será igualmente necessário um ambiente financeiro mais saudável, concretamente uma evolução mais normalizada do crédito, depois dos excessos do passado e das fortes restrições que se seguiram. Dada a forte influência da evolução das bolsas americanas na performance do mundo inteiro, a monitorização da economia dos EUA deverá continuar a ser uma prática permanente. Por outro lado, os bons sinais vindos das economias emergentes permitirão criar um cenário global mais optimista.
- ▣ **As reestruturações empresariais levadas a cabo nos últimos anos deverão ter agora como preocupação a conquista de novas etapas, a produtividade e a rentabilidade.** Por sectores, a indústria, as químicas, o sector alimentar e o retalho poderão ter performances positivas. Banca e empresas de construção civil deverão manter-se durante mais algum tempo subavaliadas (mais as europeias que as americanas devido à situação criada pela crise da dívida soberana - dificuldades de financiamento dos bancos e apertado controle dos gastos públicos). Contudo, o valor baixo nestes sectores poderá trazer interesse acrescido num final de ano economicamente mais pujante. As *utilities* podem manter-se limitadas pelos reguladores.

Mercados Financeiros em revista

COMMODITIES: ANO DE CONFIRMAÇÃO DO CICLO DE ALTA

- Em 2010, os preços das principais *commodities* reforçaram de forma significativa as tendências de alta iniciadas em 2009, após as quedas verificadas ao longo de 2008. O aumento da procura, nuns casos, as dificuldades de produção noutras, e a busca de refúgio em tempos de falta de confiança, permitiram esta performance. De facto, o preço do crude verificou uma variação simples de cerca de 12%, embora o preço do gás natural tenha caído 27%. Nos metais, o preço do cobre subiu 29%, o ouro 26% e a platina 16%. Nos bens alimentares, milho, trigo e soja verificaram agravamentos dos preços em 49%, 43% e 31%, respectivamente.
- Os principais obreiros de grande parte desta evolução foram as economias emergentes, concretamente a China e a Índia, quando o mundo ocidental viu diminuir a sua procura de matérias-primas. Para além das necessidades industriais crescentes, a China e a Índia registaram um crescimento significativo da classe média e das suas necessidades de consumo. No caso dos bens alimentares, acresce que durante o Verão foi destruída grande parte da produção de sementes da Rússia, perdurando actualmente as consequências num mercado menos equilibrado (a Rússia, de 3º maior exportador de sementes em 2009, corre o risco de ter de recorrer à importação em 2011). Nos metais base, destaca-se a performance do cobre, que tem vindo a conquistar sucessivamente valores máximo recorde. A China é o principal comprador de cobre no mundo.

Variação dos preços das principais *commodities*

| USD | 4-Jan | 30-Dez | % |
|-------------|--------|--------|-------|
| Crude | 81.51 | 90.98 | 11.6 |
| Gás natural | 5.884 | 4.326 | -26.5 |
| Cobre | 338.80 | 437.15 | 29.0 |
| Ouro | 1118.3 | 1411.8 | 26.2 |
| Platina | 1517.3 | 1761.0 | 16.1 |
| Milho | 418.5 | 624.0 | 49.1 |
| Trigo | 557.75 | 794.75 | 42.5 |
| Soja | 1049.5 | 1373.5 | 30.9 |

Fonte: Bloomberg, BPI.

CRB (Futures Price Index) em níveis máximos, confirma e antecipa novas subidas dos preços



Fonte: Bloomberg

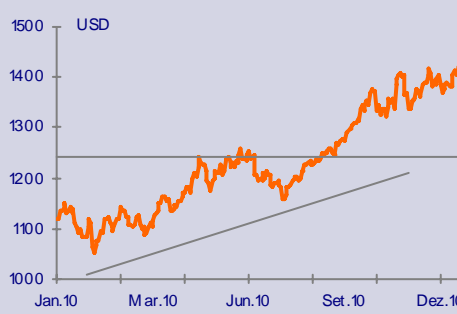
- As turbulências financeiras que transitaram para 2010, com a repercussão da crise ao nível da dívida soberana dos estados mais periféricos da União Económica e Monetária (UEM), significaram a degradação da confiança e a procura de activos alternativos seguros. Neste contexto, o preço do ouro e dos restantes metais preciosos atingiram valores recorde (no caso do ouro foi alcançado o valor recorde de 1430.95 dólares a onça/troy). Igualmente, foi forte e sustentada a procura de ETFs (Exchange Traded Funds - fundos de investimento em ouro), significando a relevância deste mercado em períodos de incerteza.
- Para 2011, prevê-se a manutenção de um cenário favorável à pressão de subida de preços, em termos globais. Os riscos virão da permanência das debilidades na UEM e de um arrefecimento superior ao esperado da actividade económica na China, em consequência de políticas monetária e fiscal mais severas. As repercussões, para além da previsível menor procura de matérias-primas, englobariam a falta de interesse nas *commodities* como activos rentáveis.

Preço do crude: testou com sucesso níveis máximos



Fonte: Bloomberg

Preço do ouro: em valores recorde



Fonte: Bloomberg

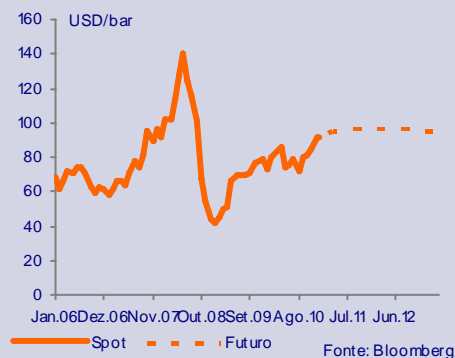
- No entanto, as previsões dos organismos ligados à energia continuam a lançar estimativas de maior procura em 2011, em comparação a 2010, embora o diferencial entre 2009 e 2010 possa ter sido mais significativo.

COMMODITIES: ANO DE CONFIRMAÇÃO DO CICLO DE ALTA (continuação)

Assim, e no que respeita ao petróleo, a Agência Internacional de Energia (AIE) espera que se alcance o valor médio de 88.8 milhões de barris por dia (mb/d) em 2011, que compara com os 87.4 mb/d em 2010. Do mesmo modo é esperado o aumento da produção, já que os dados conhecidos mostram uma tendência crescente. A AIE adianta que de fora da OPEP possa vir a ser alcançado o valor médio de 53.4 mb/d em 2011, acima dos 52.8 mb/d de 2010, com dinâmicas produtivas mais significativas vindas do Canadá, Brasil e Rússia. Igualmente, para a OPEP foram adiantados valores de produção perto dos 29.5 mb/d ao longo dos próximos meses, acima dos níveis actuais.

- De igual modo, o consumo de metais para a indústria deverá manter-se elevado, embora se reconheça que há riscos associados à permanência de incerteza ao nível do crescimento nas economias mais desenvolvidas mas também nas emergentes. A evolução dos preços irá depender do comportamento destas variáveis (com o consumo da China a dominar), conjuntamente com a gestão de *stocks*.
- Nos metais preciosos, o preço do ouro deverá continuar a espelhar períodos de incerteza, nomeadamente no que se refere à UEM, mas também a tensões geopolíticas que se possam acentuar.
- Nos bens alimentares, a crescente procura e as dificuldades de produção (menos colheitas devido a condições climáticas adversas em várias partes do globo) indicam a manutenção de pressão nos preços.

Preço do crude: testou com sucesso níveis máximos



Previsões

Previsões Económicas do BPI

EUA&UEM

| | PIB | | | Taxa de Inflação* | | |
|-----------|------|-------|------|-------------------|------|------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 |
| EUA | 2.8% | 2.5% | 2.5% | 1.6% | 2.0% | 2.5% |
| Zona Euro | 1.6% | 1.4% | 1.8% | 1.6% | 2.2% | 2.0% |
| Portugal | 1.6% | -1.5% | 0.8% | 1.4% | 2.4% | 1.8% |

Fonte: Banco BPI.

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

Portugal

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------------------|------|------|------|
| Consumo privado | 1.9 | -2.0 | 0.9 |
| Consumo público | 2.2 | -8.0 | -3.7 |
| Investimento | -5.3 | -7.5 | -2.7 |
| Exportações | 9.3 | 5.5 | 4.2 |
| Importações | 4.7 | -2.9 | -0.4 |
| PIB | 1.6 | -1.5 | 0.8 |
| Déf. orçam. sem rec. extr. | 7.3 | 5.3 | 3.2 |
| Taxa de inflação média | 1.4 | 2.4 | 1.8 |
| Taxa média de desemprego | 10.8 | 11.2 | 11.1 |

Fonte: Banco BPI.

Previsões Económicas

| | Taxa de Inflação | | | Saldo Orçamental/PIB | | | Dívida Pública/PIB | | | BTC/PIB | | | Desemprego | | | Crescimento PIB | | |
|-------------|------------------|------|------|----------------------|-------|------|--------------------|-------|-------|---------|------|------|------------|------|------|-----------------|------|------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 |
| E.U.A. | 1.6 | 1.2 | 1.5 | -9.9 | -8.8 | -6.8 | 92.4 | 97.9 | 102.1 | -3.4 | -3.8 | -4.3 | 9.6 | 9.4 | 8.6 | 2.7 | 2.4 | 3.0 |
| Japão | -1.0 | -0.4 | 0.0 | -8.5 | -8.2 | -7.5 | 209.8 | 215.0 | 199.0 | 3.4 | 3.2 | 3.4 | 5.1 | 4.8 | 4.5 | 3.4 | 1.2 | 1.8 |
| UE | 1.7 | 1.8 | 1.8 | -6.8 | -5.1 | -4.2 | 84.1 | 86.5 | 87.8 | -0.5 | -0.1 | 0.1 | 9.6 | 9.5 | 9.1 | 1.7 | 1.6 | 1.9 |
| UEM | 1.5 | 1.7 | 1.7 | -6.3 | -4.9 | -3.5 | 83.3 | 86.4 | 87.0 | -0.3 | 0.1 | 0.3 | 10.0 | 9.8 | 9.3 | 1.7 | 1.6 | 1.7 |
| Alemanha | 1.2 | 1.5 | 1.9 | -4.1 | -3.2 | -1.7 | 80.3 | 81.5 | 81.9 | 5.4 | 5.5 | 4.7 | 7.2 | 7.1 | 6.2 | 3.5 | 2.4 | 1.9 |
| França | 1.6 | 1.5 | 1.8 | -7.7 | -6.2 | -4.4 | 83.4 | 87.5 | 89.5 | -2.2 | -2.1 | -2.2 | 9.7 | 9.5 | 9.1 | 1.6 | 1.6 | 1.8 |
| Itália | 1.5 | 1.8 | 1.7 | -5.0 | -4.5 | -3.6 | 118.7 | 120.3 | 120.6 | -3.4 | -3.2 | -2.8 | 8.6 | 8.6 | 8.4 | 1.1 | 1.2 | 1.4 |
| Espanha | 1.7 | 1.5 | 1.4 | -9.3 | -6.7 | -5.2 | 64.6 | 71.2 | 75.6 | -4.9 | -3.9 | -3.5 | 20.0 | 19.7 | 18.7 | -0.2 | 0.6 | 1.4 |
| Holanda | 1.0 | 1.4 | 1.7 | -5.5 | -4.1 | -2.9 | 64.8 | 66.6 | 67.3 | 5.2 | 6.1 | 6.7 | 4.3 | 4.4 | 4.3 | 1.8 | 1.8 | 2.0 |
| Bélgica | 2.2 | 1.8 | 1.9 | -4.7 | -4.3 | -3.7 | 98.6 | 100.5 | 102.1 | 1.1 | 1.6 | 2.4 | 8.6 | 8.7 | 8.7 | 2.0 | 1.8 | 2.0 |
| Austria | 1.7 | 1.8 | 1.9 | -4.1 | -3.4 | -2.8 | 70.4 | 72.0 | 73.3 | 2.9 | 3.3 | 3.9 | 4.3 | 4.3 | 4.2 | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| Finlândia | 1.5 | 2.0 | 1.8 | -3.6 | -2.5 | -1.9 | 49.0 | 51.1 | 53.0 | 2.1 | 2.5 | 3.0 | 8.6 | 8.2 | 7.6 | 2.7 | 2.6 | 2.5 |
| Grécia | 4.7 | 2.6 | 1.8 | -9.1 | -8.0 | -7.2 | 141.9 | 152.9 | 160.3 | -9.9 | -7.4 | -5.4 | 12.3 | 14.8 | 15.5 | -4.0 | -2.7 | 0.9 |
| Irlanda | -1.5 | 0.7 | 1.4 | -31.3 | -10.1 | -8.2 | 97.4 | 107.0 | 114.3 | -1.4 | 0.3 | 1.9 | 13.6 | 13.4 | 12.7 | -0.4 | 1.5 | 2.5 |
| Reino Unido | 3.1 | 2.7 | 1.9 | -10.2 | -8.1 | -4.8 | 77.0 | 82.2 | 83.6 | -2.4 | -1.9 | -1.0 | 7.8 | 7.6 | 7.8 | 1.7 | 2.1 | 2.4 |
| Suécia | 1.3 | 1.7 | 2.1 | -1.4 | -0.7 | 0.4 | 39.5 | 38.7 | 36.3 | 6.5 | 6.3 | 6.2 | 7.7 | 7.4 | 7.4 | 4.9 | 3.4 | 2.8 |
| Dinamarca | 2.2 | 1.9 | 1.9 | -4.8 | -4.0 | -3.3 | 43.7 | 46.8 | 45.6 | 4.3 | 3.9 | 3.6 | 5.6 | 5.6 | 5.4 | 2.2 | 2.0 | 2.0 |
| Luxemburgo | 2.6 | 1.9 | 1.9 | -2.0 | -1.3 | -0.8 | 18.2 | 19.6 | 20.9 | 7.7 | 7.2 | 8.0 | 5.8 | 5.7 | 5.7 | 3.2 | 3.1 | 3.0 |
| Suiça | 0.7 | 0.4 | 1.2 | -0.3 | 0.1 | 0.7 | 42.0 | 40.1 | 38.5 | 11.6 | 11.3 | 10.1 | 4.0 | 3.5 | 3.3 | 2.8 | 2.0 | 2.2 |
| Portugal | 1.3 | 1.9 | 1.6 | -7.4 | -5.3 | -4.3 | 82.5 | 87.7 | 89.2 | -10.0 | -8.5 | -7.8 | 10.6 | 11.2 | 11.0 | 1.4 | -0.4 | 0.9 |

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

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

Previsões Económicas dos Mercados Emergentes

| | Taxa de Inflação | | | Crescimento PIB | | | Tx. de Desemprego | | | Dívida Pública/PIB | | | Saldo Orç./PIB | | | BTC/PIB | | | Dívida Externa/PIB | | |
|-----------|------------------|------|------|-----------------|------|------|-------------------|------|------|--------------------|------|------|----------------|------|------|---------|------|------|--------------------|-------|-------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | 2010 | 2011 | 2012 |
| Brasil | 5.2 | 5.1 | 4.8 | 7.1 | 4.6 | 4.5 | 6.8 | 6.5 | 6.2 | 42.6 | 41.3 | 39.0 | -1.7 | -1.7 | -2.5 | -2.5 | -3.1 | -3.5 | 12.7 | 12.9 | n.a. |
| México | 4.3 | 3.6 | 3.5 | 4.8 | 3.7 | 4.1 | 5.5 | 4.9 | 4.7 | 34.2 | 33.8 | 32.7 | -2.5 | -2.0 | -1.4 | -1.0 | -1.2 | -2.1 | 19.5 | 18.8 | n.a. |
| Argentina | 16.7 | 17.5 | 17.1 | 7.3 | 4.6 | 4.0 | 8.1 | 7.6 | 7.5 | 50.5 | 46.9 | n.a. | -1.0 | -1.6 | -0.9 | 1.3 | 0.4 | -0.2 | 50.5 | 42.3 | n.a. |
| Chile | 2.9 | 3.4 | 3.1 | 5.4 | 5.8 | 5.1 | 8.7 | 8.7 | 8.5 | 5.6 | 4.8 | n.a. | -2.5 | -1.0 | -0.2 | -0.7 | -2.1 | -2.9 | 114.5 | 116.5 | n.a. |
| R. Checa | 1.6 | 2.2 | 2.1 | 2.3 | 2.5 | 3.3 | 8.0 | 7.8 | 7.3 | 39.6 | 42.7 | 45.2 | -4.9 | -4.5 | -3.8 | -1.6 | -1.6 | -1.4 | 40.7 | 41.5 | n.a. |
| Polónia | 2.6 | 3.0 | 2.8 | 3.5 | 4.0 | 4.2 | 10.7 | 9.9 | 9.1 | 54.2 | 55.6 | 58.0 | -6.7 | -6.0 | -5.7 | -2.5 | -3.1 | -3.5 | 57.8 | 53.4 | 54.7 |
| Hungria | 4.7 | 3.4 | 3.2 | 1.0 | 2.7 | 3.1 | 10.6 | 10.7 | 10.3 | 79.2 | 78.5 | 78.6 | -3.8 | -3.2 | -3.8 | 0.2 | -0.6 | -0.7 | 140.3 | 138.0 | 142.0 |
| Rússia | 7.0 | 7.6 | 6.5 | 3.8 | 4.3 | 4.3 | 7.8 | 7.5 | 7.3 | 9.4 | 11.1 | 11.0 | -4.1 | -2.8 | -2.1 | 4.9 | 3.3 | 2.3 | 32.8 | 28.4 | 25.7 |
| China | 3.2 | 3.5 | 3.4 | 10.2 | 9.3 | 9.1 | 4.5 | 4.1 | 4.0 | 21.3 | 21.3 | 18.7 | -2.2 | -1.8 | -1.6 | 5.5 | 5.0 | 4.9 | 6.8 | 5.6 | 3.2 |

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

Previsões

Previsões para as Taxas de Câmbio

07.Jan.11

| Taxas de Câmbio | Taxa actual | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano |
|---------------------|-------------|------------|--------------|--------------|------------|
| EUR/USD | 1.30 | 1.31 | 1.33 | 1.36 | 1.37 |
| EUR/USD (Prev. BPI) | - | 1.30 | 1.28 | 1.33 | 1.30 |
| USD/YEN | 83.13 | 81.86 | 82.56 | 83.44 | 86.11 |
| USD/YEN (Prev. BPI) | - | 83.00 | 84.00 | 85.00 | 87.00 |
| EUR/JPY | 107.97 | 105.76 | 109.99 | 113.24 | 117.55 |
| EUR/JPY (Prev. BPI) | - | 107.90 | 107.52 | 113.05 | 113.10 |
| EUR/GBP | 0.84 | 0.85 | 0.85 | 0.85 | 0.84 |
| EUR/GBP (Prev. BPI) | - | 0.84 | 0.83 | 0.85 | 0.82 |
| EUR/CHF | 1.25 | 1.30 | 1.31 | 1.32 | 1.35 |
| EUR/CHF (Prev. BPI) | - | 1.23 | 1.22 | 1.25 | 1.30 |

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

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

Previsões para as Taxas de Juro

07.Jan.11

| | Taxas de Juro | | | | | Spreads equivalentes face às taxas americanas | | | | |
|---------------------------|---------------|------------|--------------|--------------|------------|---|---------------|-----------|--------------|------------|
| | Taxa act. | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano | Spread act. | ...a 1 mês... | a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano |
| Taxas de juro 3 M | | | | | | | | | | |
| EURO | 1.00% | 1.09% | 1.12% | 1.19% | 1.39% | 69 | 80 | 83 | 88 | 100 |
| EURO (Prev. BPI) | - | 1.05% | 1.10% | 1.20% | 1.40% | - | 75 | 75 | 80 | 90 |
| USD | 0.30% | 0.28% | 0.29% | 0.31% | 0.40% | - | - | - | - | - |
| USD (Prev. BPI) | - | 0.30% | 0.35% | 0.40% | 0.50% | - | - | - | - | - |
| JPY | 0.19% | 0.17% | 0.22% | 0.22% | 0.22% | -12 | -11 | -7 | -9 | -18 |
| JPY (Prev. BPI) | - | 0.20% | 0.20% | 0.20% | 0.20% | - | -10 | -15 | -20 | -30 |
| GBP | 0.76% | 0.71% | 0.77% | 0.88% | 1.21% | 46 | 43 | 48 | 57 | 82 |
| GBP (Prev. BPI) | - | 0.75% | 0.80% | 0.85% | 1.25% | - | 45 | 45 | 45 | 75 |
| CHF | 0.17% | 0.35% | 0.40% | 0.68% | 1.14% | -13 | 7 | 11 | 37 | 74 |
| CHF (Prev. BPI) | - | 0.20% | 0.30% | 0.40% | 0.50% | - | -10 | -5 | 0 | 0 |
| Taxas de juro 10 A | | | | | | | | | | |
| POR | 7.21% | 6.75% | 6.50% | 6.50% | 6.25% | 382 | 377 | 325 | 311 | 257 |
| POR (Prev. BPI) | - | 6.75% | 6.50% | 6.50% | 6.25% | - | 345 | 310 | 300 | 250 |
| ALE | 2.92% | 2.72% | 2.89% | 3.06% | 3.28% | -47 | -26 | -36 | -34 | -41 |
| ALE (Prev. BPI) | - | 3.00% | 3.15% | 3.25% | 3.50% | - | -30 | -25 | -25 | -25 |
| EUA | 3.39% | 2.98% | 3.25% | 3.39% | 3.68% | - | - | - | - | - |
| EUA (Prev. BPI) | - | 3.30% | 3.40% | 3.50% | 3.75% | - | - | - | - | - |
| JAP | 1.21% | 1.11% | 1.13% | 1.18% | 1.21% | -219 | -186 | -212 | -222 | -247 |
| JAP (Prev. BPI) | - | 1.20% | 1.20% | 1.25% | 1.30% | - | -210 | -220 | -225 | -245 |
| RU | 3.54% | 3.38% | 3.45% | 3.59% | 3.89% | 15 | 40 | 20 | 20 | 20 |
| RU (Prev. BPI) | - | 3.50% | 3.75% | 3.75% | 4.00% | - | 20 | 35 | 25 | 25 |
| SUI | 1.78% | 1.80% | 1.91% | 2.08% | 2.44% | -162 | -118 | -134 | -132 | -125 |
| SUI (Prev. BPI) | - | 1.70% | 1.75% | 1.75% | 2.00% | - | -160 | -165 | -175 | -175 |

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

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

| Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais | | | | | | |
|---|-----------------------|---------------------------|-----------------------------|----------------------------------|--|--|
| Taxa de referência | Nível em 31.Dez.09 | Nível actual 07.Jan.11 | Data da última alteração | Próxima(s) Reunioes | Possivel decisao da próxima reunião | |
| Bancos Centrais G-7 | | | | | | |
| Reserva Federal dos EUA | 0%-0.25% | 0%-0.25% | 16-Dez-08 (-75/-100 pb) | 25/26 Jan; 15 Mar* | Sem alteração | |
| Banco Central Europeu | 1.00% | 1.00% | 7-Mai-09 (-25pb) | 13 Jan; 3 Fev 2* | Sem alteração | |
| Banco do Japão 3* | 0.10% | 0.10% | 19-Dez-08 (-20 pb) | 24/25 Jan; 14/15 Fev | Sem alteração | |
| Banco do Canadá | 0.25% | 1.00% | 8-Set-10 (+25 pb) | 18 Jan; 1 Mar | - | |
| Banco de Inglaterra | 0.50% | 0.50% | 5-Mar-09 (-50 pb) | 12/13 Jan | Sem alteração | |
| Outros Bancos Centrais | | | | | | |
| Banco Nacional da Suíça | 0%-0.75% | 0%-0.75% | 12-Mar-08 (-25 pb) | 4* | - | |
| Riksbank (Suécia) | 0.25% | 1.25% | 22-Dez-10 (+25 pb) | 14 Fev; 19 Abr | - | |
| Norges Bank (Noruega) | 1.75% | 2.00% | 5-Mai-10 (+25 pb) | 15 Dez; 26 Jan | - | |
| Banco Nacional da Dinamarca | 1.00% | 0.75% | 15-Jan-10 (-25 pb) | 5* | - | |
| Reserve Bank (Austrália) | 3.75% | 4.75% | 3-Nov-10 (+25 pb) | 4 Fev; 6 Mai 6* | - | |
| América Latina | | | | | | |
| BACEN (Brasil) | 8.75% | 10.75% | 21-Jul-10 (+50 pb) | 18/19 Jan; 1/2 Mar | +50 pontos base | |
| BANXICO (México) | 4.50% | 4.50% | 15-Mai-09 (-75 pb) | 21 Jan; 4 Mar | Sem alteração | |
| Europa de Leste | | | | | | |
| NBP (Polónia) | 3.50% | 3.50% | 24-Jun-09 (-25 pb) | 18/19 Jan; 15 Fev | - | |
| NBH (Hungria) | 6.25% | 5.75% | 21-Dez-10 (+25 pb) | - | - | |
| CNB (República Checa) | 1.00% | 0.75% | 7-Mai-10 (-25 pb) | Regra geral - Todas as 5ª feiras | - | |

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

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

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

4* Reunioes regulares todas as 5ª feiras. Proximas reunioes com conferencia de imprensa sobre politica monetaria: 10 Dezembro 2009

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

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

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

Previsões

Previsões para as Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes

07.Jan.11

| Taxas de Câmbio | Taxa actual... | a 1 mês... | a 3 meses... | a 6 meses... | a 1 ano |
|-----------------|----------------|------------|--------------|--------------|---------|
| USD/BRL | 1.70 | 1.72 | 1.70 | 1.70 | 1.74 |
| USD/MXN | 12.38 | 12.17 | 12.09 | 12.16 | 12.27 |
| USD/ARS | 3.97 | 4.05 | 4.10 | 4.21 | 4.39 |
| EUR/CZK | 25.16 | 24.84 | 24.51 | 24.23 | 24.13 |
| EUR/PLN | 4.00 | 3.95 | 3.82 | 3.79 | 3.75 |
| EUR/HUF | 276.64 | 284.20 | 277.14 | 277.29 | 279.14 |
| USD/RUB | 30.72 | 30.73 | 30.19 | 29.83 | 29.49 |
| USD/CNY | 6.67 | 6.55 | 6.50 | 6.43 | 6.34 |

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

Nota: Média simples de previsões de várias instituições.

Legenda: BRL - Real do Brasil

PLN - Zloty da Polónia

MXN - Peso Mexicano

HUF - Forint da Hungria

ARS - Peso Argentino

RUB - Rublo da Rússia

CZK - Coroa Checa

CNY - Renminbi/Yuan da China

Previsões para as Taxas de Juro dos Mercados Emergentes¹⁾

07.Jan.11

| Taxas de Juro 3 M ²⁾ | Taxas de Juro | | | | | Spreads equivalentes face às taxas americanas ⁷⁾ | | | | |
|-------------------------------------|---------------|------------|--------------|--------------|------------|---|------------|--------------|--------------|------------|
| | Taxa actual | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano | Spread actual | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano |
| BRL | 10.69% | n.d. | 9.30% | 10.80% | 12.50% | 1040 | n.d. | 881 | 1013 | 1177 |
| MXN | 4.61% | n.d. | 4.50% | 4.50% | 4.50% | 432 | n.d. | 401 | 383 | 377 |
| ARS | 12.44% | n.d. | 10.00% | 10.00% | 9.00% | 1215 | n.d. | 951 | 933 | 827 |
| CZK | 0.73% | n.d. | 1.30% | 1.40% | 2.30% | 44 | n.d. | 81 | 73 | 157 |
| PLN | 3.81% | n.d. | 4.30% | 4.60% | 5.00% | 352 | n.d. | 381 | 393 | 427 |
| HUF | 5.62% | n.d. | 5.40% | 5.60% | 6.50% | 533 | n.d. | 491 | 493 | 577 |
| RUB | 4.80% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 451 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| CNY | 4.20% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 391 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. |
| Taxas de juro de longo prazo | | | | | | | | | | |
| BRL 10Y ³⁾ | 3.82% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 168 | - | - | - | - |
| MXN 10Y ³⁾ | 7.03% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 129 | - | - | - | - |
| ARS 27Y ⁴⁾ | 9.05% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 505 | - | - | - | - |
| CZK 10Y ³⁾ | 3.97% | n.d. | 3.10% | 3.20% | 3.50% | 100 | - | - | - | - |
| PLN 10Y ³⁾ | 6.02% | n.d. | 5.80% | 5.90% | 6.10% | 305 | - | - | - | - |
| HUF 10Y ³⁾ | 7.80% | n.d. | 6.70% | 6.80% | 6.90% | 483 | - | - | - | - |
| RUB 13Y ⁵⁾ | 7.82% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 205 | - | - | - | - |
| CNY 9Y ⁶⁾ | 4.00% | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 103 | - | - | - | - |

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

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

IRLÂNDIA E ISLÂNDIA - CAUSAS, CONSEQUÊNCIAS E ENSINAMENTOS DA PRIMEIRA GRANDE CRISE FINANCEIRA DO SÉCULO XXI

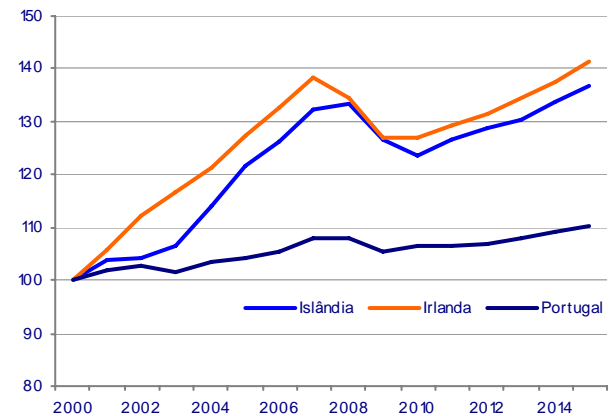
A crise financeira internacional que assinalou o final da primeira década do século XXI, deixa marcas profundas em algumas economias do mundo ocidental. O acesso ao financiamento fácil e abundante é apontado por vários autores como tendo sido o elemento fundamental para a eclosão desta crise¹, ao qual se aliam também a fraca regulação do sistema financeiro, em alguns casos, e taxas de juro historicamente reduzidas.

Todavia, no grupo de economias desenvolvidas, as reacções e consequências da abrupta e repentina alteração da envolvente externa, desde a falência do banco de investimentos Lehman Brothers nos últimos meses de 2008, divergiram consideravelmente. As crises vividas na Islândia e na Irlanda são, possivelmente, dos casos mais violentos e dramáticos, pela dimensão e intensidade dos ajustamentos em causa: estima-se que **a perda de riqueza ronde os 10% e o regresso ao ponto de partida, antes da crise, só está previsto para 2015**, de acordo com as previsões do Fundo Monetário Internacional (ver gráfico).

Por outro lado, os exemplos destes dois países são marcantes pelo facto de ocorrerem num enquadramento totalmente diverso e que possivelmente ditará os contornos da trajectória de recuperação: a Islândia podendo (pelo menos em teoria) manusear todos os instrumentos de política económica para combater a crise; em contrapartida, a Irlanda, integrando uma união monetária, terá que fazer os ajustamentos necessários convivendo com um nível de taxas de juro e moeda para os quais a sua situação não será determinante (ou pesará relativamente pouco).

A Irlanda e a Islândia são dois países bem diferentes e economias com características muito distintas. As razões ou os motivos que conduziram à actual situação de grave crise financeira foram também diversos bem como os sinais de alerta que a precederam. Todavia, há elementos comuns e características que partilham. Do ponto de vista negativo, a gravidade da crise que abalou os respectivos sistemas financeiros domésticos e o recuo expressivo dos níveis de riqueza; em contrapartida, pelo lado positivo, para além de estarem classificados entre os 5 países mais desenvolvidos do mundo, partilham uma significativa flexibilidade e agilidade das respectivas economias, factores que provavelmente ditarão uma retoma mais rápida e sustentada que nos chamados países periféricos do Sul da Europa.

PIB - preços constantes, 2000=100



Fonte: FMI, World Economic Outlook Out 2010, BPI

¹ Merrouche & Nier, "What caused the global financial crisis? Evidence on the drivers of financial imbalances 1999-2007",

Opinião

ISLÂNDIA - A CRISE NO PAÍS DO GELO E DO FOGO

Em 2008, a República da Islândia era considerado o 3º país mais desenvolvido do mundo, depois da Noruega e da Austrália. Para tal contribuem a elevada esperança média de vida (81.7 anos), os índices de escolarização e também a elevada riqueza gerada por habitante, aos níveis do Reino Unido ou do Canadá. Acresce referir que a riqueza é distribuída de uma forma muito igualitária: o índice de Gini é dos mais baixos do mundo (28, em 2006, que compara com 39 em Portugal). Em 2010, devido à crise e à entrada em incumprimento, a Islândia passou a ocupar a 17ª posição no ranking mundial.



Nome Oficial: República da Islândia

| | |
|--|--|
| Área: | 103.000 km² |
| Capital: | Reykjavik |
| População: | 307 mil (estim. 2010) |
| Governo: | República parlamentar |
| Membro das seguintes organizações internacionais: | OTAN, OCDE e EFTA |
| Independência - Dez 1918 (tornou-se estado soberano sob os auspícios da coroa dinamarquesa); | Independência em 17 Junho de 1944 (da Dinamarca). |
| GEOGRAFIA: | |
| Localização: | extremo norte da Europa |
| Cidades Principais: | Reykjavik, Kópavogur, Hafnarfórdur, Akureyri |
| Clima: | subpolar (centro e norte) e temperado oceânico (Sul) |
| DADOS CULTURAIS E SOCIAIS: | |
| Composição da População: | islandeses (99%) e outros (1%) |
| Idioma: | islandês (oficial), inglês, norueguês, alemão. |
| Religião: | Igreja Luterana (80,7%); Igreja Católica (2,5%) |
| IDH: | 0,869 (2010) - muito elevado |
| Esperança Média de vida: | 82,1 anos |
| Nº médio anos de escolarização adultos: | 10,4 anos |
| Mulheres no Parlamento: | 40% em 2009 |

Fonte: Statistics Iceland, Banco Mundial, CIA World Factbook.

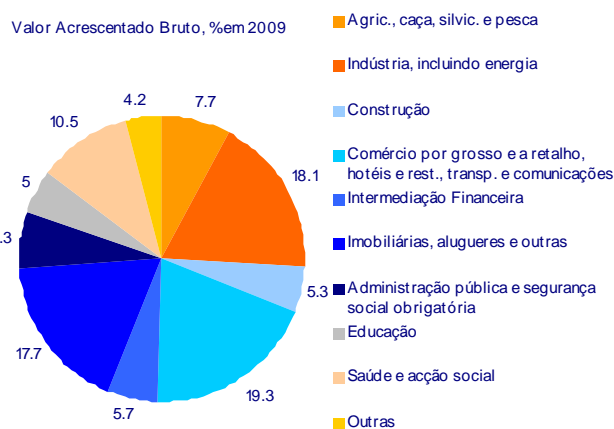
Outra das características incontornáveis do país é a reduzida dimensão da sua população - apenas cerca de 320 mil habitantes, reflectindo-se numa das mais baixas densidades populacionais do mundo, pois a dimensão do seu território é semelhante à de Portugal ou da Irlanda. As características agrestes do clima, muito rigoroso dada a localização da ilha, no extremo Norte da Europa, e o facto de apenas cerca de 23% da sua superfície ser própria para construir ou cultivar (o restante é terreno rochoso, glaciares ou lagos), contribuem certamente para justificar a reduzida densidade populacional.

A economia da Islândia é diversificada, ainda que se evidencie o peso das actividades imobiliárias, do sector industrial e também o comércio, hotéis, restaurantes, transportes e comunicações. O sector primário tem um peso significativo na actividade económica, 7.7% do VAB em 2009, superior ao que é tradicional nos países desenvolvidos.

Entre todos os sectores, evidenciam-se duas actividades fundamentais para a economia islandesa: por um lado, as **actividades relacionadas com o mar, a pesca e a transformação de pescado; por outro lado, a fundição de alumínio.**

A vocação piscatória do país fica sobretudo a dever-se às suas características e localização, ladeado por grandes reservas e bancos de pescado. Em conjunto, **os produtos marinhos representaram 42% das exportações** islandesas em 2009. Refira-se que a actividade piscatória e a transformação e conservação do pescado representaram 8% do VAB em 2008, ainda assim bem inferior aos 14% que representavam em 1990. **Relativamente à fundição de alumínio, a Islândia possui as três maiores fundições da Europa, constituindo o alumínio cerca de 34% das exportações de bens.** O sector secundário representa no seu conjunto uma parcela significativa do PIB, 18,1% em 2009, destacando-se a indústria, com cerca de 13%. Para além da transformação de metais base e produção de produtos metálicos, evidencia-se também a transformação de produtos alimentares e bebidas (4.7% do VAB em 2008).

A economia é diversificada, mas destaca-se o peso da Indústria e das actividades imobiliárias



Fonte: Statistics Iceland

Refira-se ainda que **a Islândia tem uma economia relativamente aberta ao exterior, tendo o peso do comércio externo atingido 84% do PIB em 2007.** Em 2009, o grau de abertura ao exterior recuou para os 76%, ainda assim elevado quando comparado com os países da UEM. Esta foi uma evolução favorável, pois reflectiu a queda das importações e o menor desequilíbrio externo. Relativamente à estrutura do comércio internacional, para além das exportações de pescado e alumínio, que representam 76% das vendas ao exterior, pesam também nas exportações outros produtos manufacturados (11% em 2008). Quanto às importações, para além de bens de capital e fornecimentos industriais, relacionados com a actividade de fundição de alumínio, destaca-se também a importação de veículos automóveis, cerca de 20% das importações entre 2004 e 2007.

Principais destinos das exportações

| 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Holanda | 12.5% | 16.6% | 21.3% | 34.4% | 30.7% |
| Reino Unido | 17.8% | 15.6% | 13.2% | 11.6% | 12.8% |
| Alemanha | 15.8% | 15.0% | 13.4% | 11.3% | 11.3% |
| Noruega | 2.7% | 4.0% | 3.8% | 4.4% | 5.8% |
| Espanha | 7.4% | 6.4% | 4.6% | 3.8% | 4.8% |
| Estados Unidos | 8.4% | 10.8% | 5.3% | 5.5% | 3.9% |
| França | 3.7% | 3.4% | 2.6% | 3.1% | 3.5% |
| Irlanda | 1.1% | 0.5% | 7.6% | 0.3% | 3.0% |
| Dinamarca | 4.2% | 3.5% | 3.3% | 3.1% | 2.7% |
| China | 0.9% | 1.1% | 0.8% | 2.2% | 2.3% |

Fonte: Statistics Iceland.

Nota: maior parceiro.

...O retrato da crise - ascensão meteórica assente numa bolha de crédito

Antes da crise de 2008, a economia islandesa experimentou fortes ritmos de expansão - entre 2004 e 2007 o crescimento anual médio alcançou 6.7%, em termos reais (11.7% a preços correntes). Esta expansão foi impulsionada pelo acentuado crescimento dos bancos domésticos, recentemente privatizados, que rapidamente aumentaram o seu balanço e facilitaram o acesso ao financiamento pelo sector privado. **Ainda que fossem evidentes sinais de formação de desequilíbrios acentuados** - entre 2004 e 2007, o crédito interno quase duplicava anualmente, os preços dos activos domésticos subiam vertiginosamente, o desequilíbrio externo (saldo da Balança Corrente) era uma dos mais elevados a nível mundial (25% do PIB em 2006), a dívida externa bruta ascendia a valores impressionantes (435% do PIB em 2006, 606% em 2007), os activos do sistema bancário superavam a dimensão da economia em mais de 10 vezes - **estes não foram detectados e combatidos a tempo de evitar a crise** que se verificou quando a liquidez nos mercados grossistas interbancários secou, depois da falência do banco de investimento Lehman Brothers.

Para além dos riscos no sector financeiro não terem sido detectados, o conjunto de medidas em termos de política económica facilitou a exposição crescente de famílias e empresas ao risco cambial e risco de inflação. O aumento das taxas de juro domésticas e a forte apreciação da coroa islandesa providenciaram o estímulo para que famílias e empresas se financiassem em moeda estrangeira. No final do período de forte expansão económica, a dívida externa superava os 600% do PIB e famílias e empresas estavam fortemente expostas ao risco cambial e à inflação.

A crise de crédito em finais de 2008 rapidamente expôs as acentuadas vulnerabilidades da situação económica da Islândia. De facto, os três bancos comerciais não conseguiram fazer face à pressão dos mercados e sucumbiram no espaço de uma semana. Apesar dos esforços das autoridades, a dimensão das instituições superava em muito a dimensão da economia, sendo demasiado grandes para poderem ser resgatados.

Num ambiente de ruptura total, os investidores internacionais rapidamente desertaram, causando a queda abrupta da moeda, o disparo da inflação e o forte arrefecimento da procura interna e a sucessão de falências em todos os sectores. O desemprego, praticamente inexistente

Comércio Internacional - Por produtos

| % do total | Importações | | Exportações | |
|---------------------------------------|-------------|-------|-------------|-------|
| | 2007 | 2009 | 2007 | 2009 |
| Alimentação e bebidas | 6.8% | 10.4% | 39.4% | 39.6% |
| Fornecimentos industriais | 26.5% | 31.4% | 35.6% | 45.1% |
| Combustíveis e lubrificantes | 8.7% | 12.2% | 1.2% | 1.0% |
| Bens de capital (excepto transportes) | 22.3% | 21.1% | 3.3% | 3.8% |
| Equipamento de transporte | 20.6% | 9.3% | 16.4% | 6.7% |
| Bens de consumo | 15.0% | 15.5% | 2.9% | 3.3% |

Fonte: Statistics Iceland.

Islândia: Indicadores Económicos 2005-10

(Variação percentual salvo indicação em contrário)

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | | | Est. | Prev. | |
| Contas Nacionais (preços constantes) | | | | | | |
| PIB | 7.5 | 4.6 | 6 | 1 | -6.8 | -3 |
| Procura interna total | 15.8 | 9 | 0.2 | -8.9 | -20.7 | -1.9 |
| Consumo privado | 12.7 | 3.6 | 5.6 | -7.9 | -16 | 0.6 |
| Consumo público | 3.5 | 4 | 4.1 | 4.6 | -1.7 | -3.5 |
| Investimento | 35.7 | 22.4 | -11.1 | -20.9 | -50.9 | -8.9 |
| Exportação de bens e serviços | 7.5 | -4.6 | 17.7 | 7.1 | 7.4 | -0.6 |
| Importações de bens e serviços | 29.3 | 10.4 | -0.7 | -18.2 | -24.1 | 1.7 |
| PIB nominal (mil milhões ISK) | | | | | | |
| PIB nominal | 1,026.7 | 1,168.6 | 1,308.5 | 1,477.9 | 1,500.8 | 1,598.1 |
| Taxa de variação | 10.5% | 13.8% | 12.0% | 12.9% | 1.5% | 6.5% |
| Taxa de desemprego | | | | | | |
| Taxa de desemprego | 2.1 | 1.3 | 1 | 1.6 | 8 | 8.6 |
| Taxa de inflação | | | | | | |
| Taxa de inflação | 4 | 6.8 | 5 | 12.4 | 12 | 5.9 |
| Variação nominal dos salários | | | | | | |
| Variação nominal dos salários | 6.5 | 9.1 | 9.3 | 3.3 | 0.6 | 4.2 |
| Termos de troca | | | | | | |
| Termos de troca | 1 | 3.5 | 0.1 | -9.3 | -6.8 | 6 |
| Moeda e Crédito | | | | | | |
| Base Monetária | 32.2 | 27.9 | 190.7 | -31.5 | 1.3 | ... |
| Crédito total | 76 | 44.4 | 56.6 | -28.3 | -28.9 | ... |
| do qual a residentes | 54.7 | 33.6 | 28.3 | ... | ... | ... |
| CBI taxa de juro (média do período) | 10.5 | 14.1 | 13.8 | 15.4 | 13.7 | ... |
| Finanças Públicas (em percentagem do PIB) | | | | | | |
| Receita | 47.1 | 48 | 47.7 | 44.2 | 39.4 | 38.9 |
| Despesas | 42.2 | 41.6 | 42.3 | 44.8 | 52.1 | 48.2 |
| Balanço | 4.9 | 6.3 | 5.4 | -0.5 | -12.6 | -9.2 |
| Saldo primário | 6.1 | 6.7 | 5.7 | -0.3 | -7.4 | -2.7 |
| Balança de Pagamentos (em percentagem do PIB) | | | | | | |
| Balança Corrente | -16.1 | -25.6 | -16.3 | -26 | -6.5 | -0.9 |
| Balança Comercial | -12.2 | -17.5 | -10.1 | -2.3 | 9.2 | 10.8 |
| Balança Financeira e de Capitais | 13.9 | 44 | -9 | -77.3 | -19.9 | 4.9 |
| Erros e omissões líquidos | 2.6 | -11.1 | 25.8 | -17.3 | 29.2 | 3 |
| Dívida externa bruta ⁽¹⁾ | 284.5 | 433.5 | 605.9 | 564.7 | 300.7 | 278.5 |
| Reser. do banco central (US\$ mil milhões) | 1.1 | 2.3 | 2.6 | 3.6 | 3.9 | 6.9 |

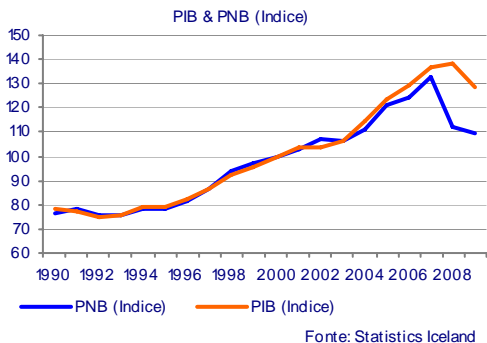
Fonte: Estatísticas da Islândia; Banco Central da Islândia; Ministério das Finanças e estimativas do FMI.
Nota: ⁽¹⁾ - Inclui dívida de bancos já falidos, antes de 2009.

Opinião

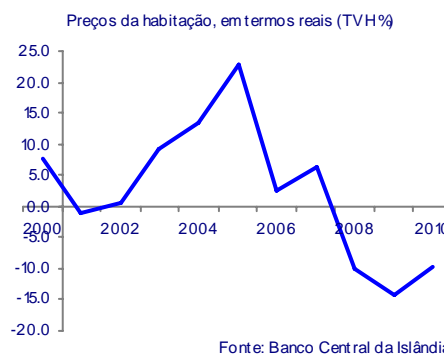
até então (cerca de 2%) disparou para níveis próximos de 8%. Depois da crise, a dívida externa caiu de 605% do PIB para cerca de 300%, reflexo da falência dos grandes grupos financeiros. Todavia, **os níveis de Dívida Pública passaram de cerca de 30% antes da crise para valores na ordem dos 125% do PIB**. Para além do impacto da recessão nas finanças públicas, esta evolução reflectiu as intervenções realizadas no sistema financeiro, a cobertura de perdas do banco central relacionadas com as medidas de combate à crise e os requisitos de seguros relativos aos depósitos de não residentes (as autoridades concordaram na sua cobertura mas não assumiram como dívida soberana; é o caso do banco *on-line* Icesave, cuja disputa com os depositantes holandeses e britânicos permanece por resolver).

OS SINTOMAS DA CRISE ANUNCIADA

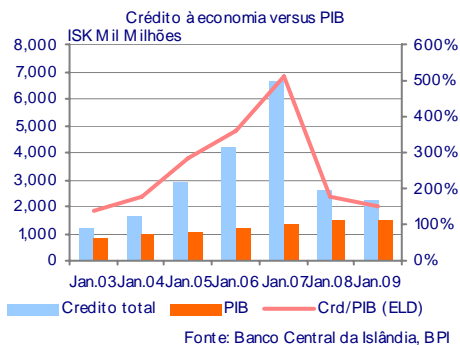
Desde 2004 tornou-se evidente a des-poupança externa, reflectida no diferencial entre o PIB e o PNB



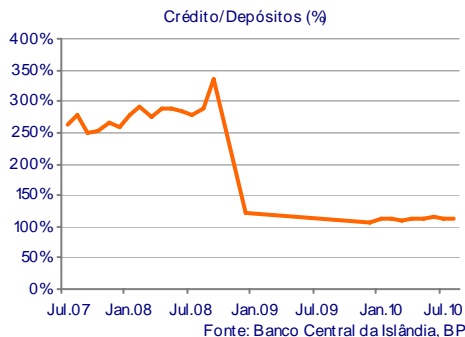
Desde 2004, as variações reais dos preços das casas vinham a desacelerar. Mas a inflação entre 04 e 07 situou-se entre os 4% e os 7%



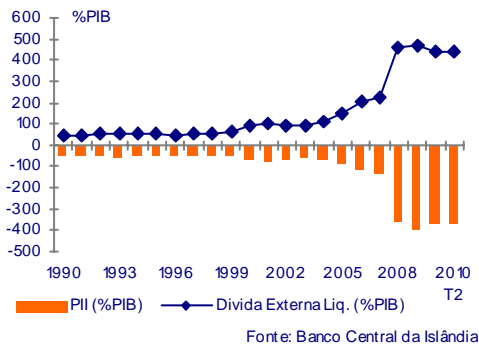
Entre 2004 e 2007 o crédito quadruplicou, atingindo 500% do PIB



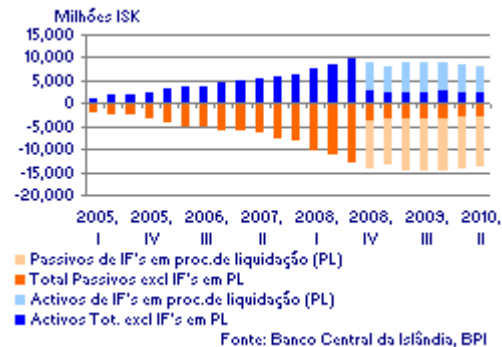
Antes da crise, o volume de crédito excedia o triplo dos depósitos em IC's



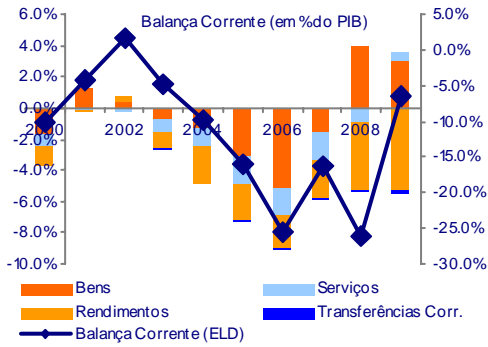
Desde 2007, a dívida externa e a posição de activos de não residentes aumentaram significativamente



As IF's em processo de liquidação representam uma parcela expressiva da dívida externa

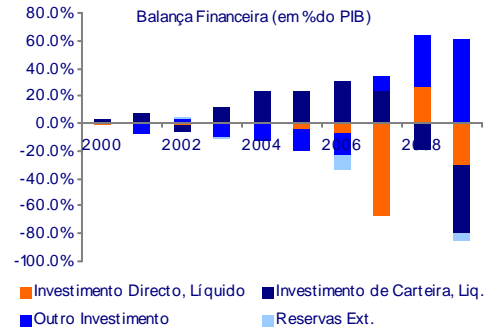


Conta Corrente muito deficitária; em 2008 e 2009, pesa sobretudo o saldo deficitário da Balança de Rendimentos



Fonte: Banco Central da Islândia, FMI, BPI

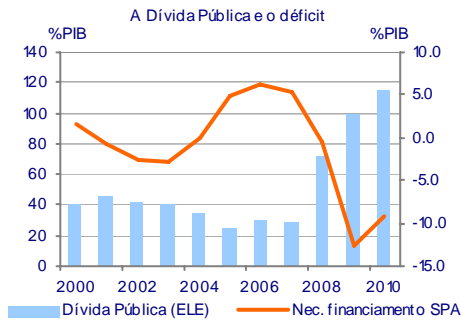
Antes da crise, o investimento de carteira financiou o défice corrente



Fonte: Banco Central da Islândia, FMI, BPI

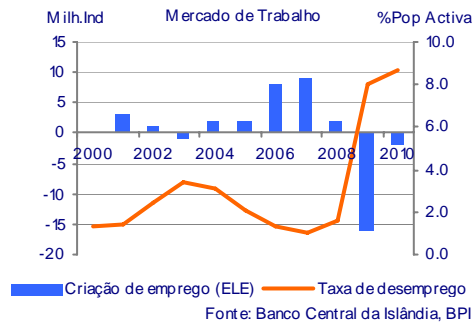
AS CONSEQUÊNCIAS: AUMENTO DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO, ESCALADA DA TAXA DE DESEMPREGO, PERDA DE POSTOS DE TRABALHO E FORTE ARREFECIMENTO DA PROCURA INTERNA.

Desde 2007, a Dívida Pública aumentou de 25% do PIB para cerca de 100% em 2009



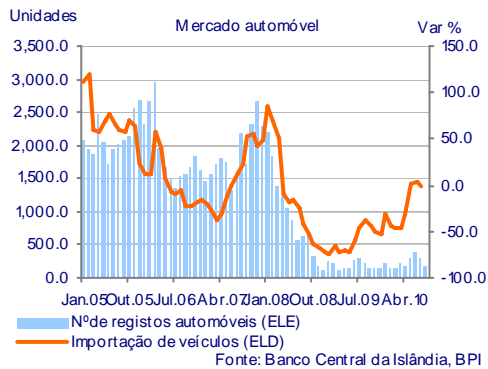
Fonte: Banco Central da Islândia, BPI

Em 2009, o emprego calou 10% e a taxa de desemprego alcançou máximos históricos

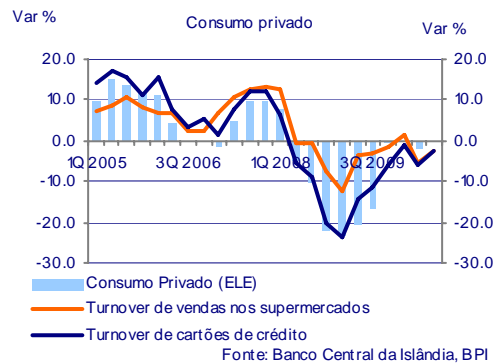


Fonte: Banco Central da Islândia, BPI

É bem evidente o arrefecimento do consumo privado posterior à crise...mas há sinais de estabilização



Fonte: Banco Central da Islândia, BPI



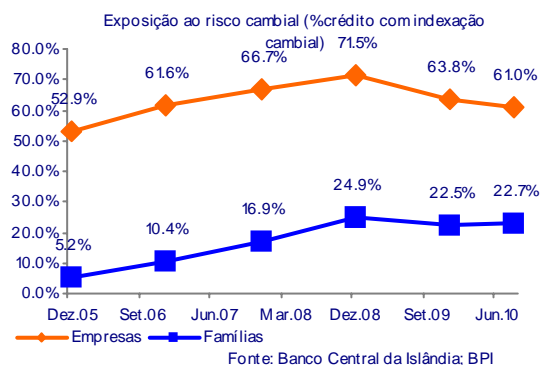
Fonte: Banco Central da Islândia, BPI

Famílias em dificuldades financeiras, em % do total

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|------|------|------|------|
| Incumprimento no crédito à habitação ou em falta no pagamento de rendas. | 5.7 | 5.8 | 5.5 | 7.1 |
| Custo da habitação é um encargo pesado | 9.9 | 9.6 | 11.8 | 15 |
| Incumprimento noutros créditos | 5.8 | 8.4 | 5.5 | 10.3 |
| Pagamentos de outros empréstimos é um encargo pesado. | 7.6 | 11.5 | 10.3 | 15.5 |
| Incapaz de fazer face a despesas inesperadas (definidas em função do limiar de pobreza) | 31.9 | 29.8 | 26.9 | 29.8 |
| Dificuldade de fazer face a despesas habituais | 34.8 | 28.4 | 30.1 | 39 |

Fonte: Statistics Iceland.

Os particulares e empresas continuam muito expostos a risco cambial



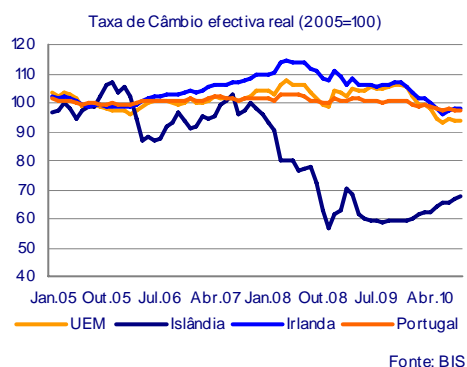
Fonte: Banco Central da Islândia, BPI

Opinião

As ajudas internacionais, por parte do Fundo Monetário Internacional e de outros estados (Holanda, Noruega e Polónia), num total próximo de US\$ 10 mil milhões, constituíram um dos principais instrumentos de resposta à crise que se instalou em meados de 2008. Estes empréstimos têm sido fundamentais para estabilizar a moeda e o sector financeiro, e também para suportar as garantias dadas a não residentes com depósitos em bancos islandeses.

De facto, a economia islandesa sofreu uma contracção inferior ao que se esperava - o PIB sofreu uma queda de 6.8% em 2009; no 3T10 o PIB aumentou 1.2% em cadeia interrompendo 7 trimestres consecutivos de contracção. Para além das ajudas externas, as autoridades concentraram-se numa primeira fase em impedir uma derrocada maior da moeda nos mercados internacionais. Para tal, para além de intervenções regulares pelo Banco Central, foram adoptadas medidas de controlo ao movimento de capitais, que possibilitaram, entre outras, reduzir as taxas de juro e suportar a actividade económica. Desta forma, a moeda estabilizou num patamar mais competitivo e evitaram-se movimentos mais abruptos, que tornariam mais penosos os ajustamentos dos balanços de famílias e empresas. O consumo privado registou também melhor comportamento que o esperado (em 2009-16%, variação anual; no 3T10 +1.8% homóloga), dada a interrupção informal dos pagamentos de hipotecas e também graças ao funcionamento dos estabilizadores automáticos.

É notória a recuperação da competitividade externa, em cerca de 30% desde 2008



Sector Financeiro - Inclui o banco central, os designados Deposit Money Banks (DMB's) (bancos comerciais e os bancos de poupança), outras instituições de crédito, fundos de pensões, fundos de investimento, companhias de seguros e fundos de crédito governamentais. As outras instituições de crédito (OIC) são entidades que concedem crédito mas não podem aceitar depósitos (financiam-se no mercado de capitais), a maior das quais é a HFF - Housing Financing Fund.

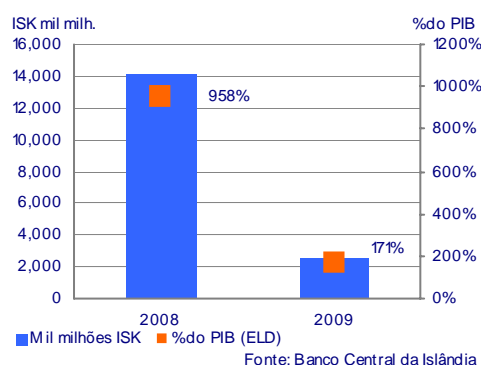
No final de 2009, o total de activos no sistema de crédito atingia 7650 mil milhões de ISK, sendo os DMB os maiores intervenientes, com 38%, e destacando-se também as OIC, com cerca de 15.6% do total de activos no sistema, estando a maior parte concentrada na HFF. A dimensão dos bancos comerciais encolheu consideravelmente desde a eclosão da crise, em Outubro de 2008, quando os maiores bancos comerciais declararam falência.

Activos totais do sistema de crédito

| Activo, mil milhões de ISK | 08-09-30 | 09-12-31 | em moratória ou processo de liquid. (31/12/2009) |
|----------------------------------|----------|----------|--|
| Sistema bancário | 15,771 | 4,135 | |
| Bancos comerciais | 14,153 | 2,571 | 3860 |
| Bancos de poupança | 741 | 387 | 169 |
| Outras Instituições de crédito | 1,321 | 1,198 | |
| Housing Financing Fund | 699 | 799 | |
| Fundos de Pensões | 1,871 | 1,859 | |
| Companhias de seguros | 157 | 136 | |
| Securities Funds | 218 | 174 | |
| Fundos de crédito governamentais | 124 | 148 | |
| Total de activos | 19,462 | 7,650 | 4,029 |

Fonte: Banco Central Islandês, Relatório de Estabilidade Financeira 2010.

Bancos Comerciais - Activo total em % do PIB



As autoridades responderam à crise financeira de 2008 aprovando legislação de emergência (Emergency Act nº125/2008), a qual conferiu poderes à Autoridade Supervisora do sistema financeiro (FME) para assumir as operações dos bancos comerciais e bancos de poupança, dos quais uma parte considerável de activos permanece em moratória e processo de liquidação.

Evitaram-se corridas aos depósitos, graças à **imposição de medidas para controlo do movimento de capitais**, que se tornaram mais restritas em Outubro de 2009. Algumas das regras que estão ainda em vigor são as seguintes:

- Transferência de fundos em ISK entre residentes e não residentes ou entre uma conta local em ISK e uma conta no exterior não são permitidos, excepto na compra ou venda de i) instrumentos financeiros denominados em ISK; ii) imobiliário na Islândia; iii) bens e serviços.

- A compra de activos imobiliários no estrangeiro não é permitida, excepto em casos relacionados com alteração de residência.
- Transacções em moeda estrangeira para a compra de bens no exterior por residentes só são permitidas se se tratar de importações relacionadas com a actividade do agente residente.

A situação do sistema financeiro islandês está aparentemente estabilizada, depois do esforço muito significativo pelo estado e também por privados na sua reestruturação. Na primeira tabela incluem-se os montantes envolvidos na recapitalização dos bancos comerciais, bem como a participação pública, que, no caso do Landsbankinn, superou os 80%. **O sistema bancário islandês encolheu consideravelmente com o crash de 2008 e é actualmente detido maioritariamente por não residentes.** Em 2009, a ênfase foi colocada na reestruturação do crédito concedido. Todavia, actualmente, segundo o Banco central da Islândia, **apenas 1/5 dos empréstimos bancários objecto de reestruturação estão a ser pagos atempadamente e os níveis de incumprimento atingem os 40%**; o total de imparidades na banca comercial ascendia a 46 mil milhões de ISK, reflexo na sua maior parte de falta de capacidade de pagamento por parte de clientes com crédito em moeda estrangeira e rendimentos em ISK.

Finalmente refira-se ainda que, **de acordo com as estimativas do Fundo Monetário Internacional, o esforço global do estado na reestruturação do sistema bancário** (engloba empréstimos pelo banco central) **ascenderá a 47.4% do PIB** (2008:18.3%; 2009:15.5%; 2010:13.6%). No entanto, os desafios que subsistem são significativos: os novos bancos comerciais têm uma elevada exposição cambial, nomeadamente empréstimos em moeda estrangeira; o financiamento consiste sobretudo em depósitos em coroas, que possivelmente procurarão refúgio noutro lado quando as regras mudarem e as opções de investimento se alargarem; por outro lado, a economia permanece estagnada ou ainda muito debilitada e a procura por novo crédito é ínfima. Em resumo, a completa regeneração do sistema financeiro islandês não deverá ser alcançada tão cedo.

Capitalização do sistema financeiro

| | Recapitalização total | Participação pública | |
|--------------------------|-----------------------|----------------------|-----|
| | ISK mil milhões | | % |
| Bancos comerciais | | | |
| Landsbankinn | 150 | 122 | 81% |
| Arion (novo Kaupthing) | 72 | 9 | 13% |
| Islandbanking | 65 | 3 | 5% |

Fonte: FMI.

Sector Financeiro

| | Activos Totais (% do PIB) Mar 2011 | CAR - Capital Adequacy Ratio | Leverage Ratio |
|---|--|------------------------------------|-------------------|
| Bancos Comerciais | 169% | 17.4% | 13.5% |
| Bancos de Poupança | 22% | | |
| Housing Finance Fund | 49% | 3.0% | 1.3% |
| Outras instituições de crédito (não monetárias) | 22% | | |

Fonte: FMI.

AUMENTO DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO - UMA HERANÇA PENOSA DA CRISE FINANCEIRA

Contas Públicas na Islândia (valores em % do PIB)

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Receita Pública | 47.1 | 48.0 | 47.7 | 44.2 | 39.4 | 38.9 | 38.5 |
| Despesa Pública | 42.2 | 41.6 | 42.3 | 44.8 | 52.1 | 48.2 | 44.1 |
| Capacidade(+)/Necessidade (-) de Financiamento | 4.9 | 6.3 | 5.4 | -0.5 | -12.6 | -9.2 | -5.6 |
| Saldo Primário | 6.1 | 6.7 | 5.7 | -0.3 | -7.4 | -2.7 | 0.5 |
| Dívida Pública Bruta | 25.4 | 30.1 | 29.3 | 71.7 | 99.9 | 115.6 | 107.8 |

Fonte: FMI.

Mais 86 p.p. do PIB vs 2007

Uma das consequências mais visíveis da crise financeira que abalou a Islândia foi o aumento muito expressivo dos níveis de dívida pública, que até 2007 eram relativamente reduzidos segundo os níveis típicos das economias industrializadas. As contas públicas, que habitualmente registavam um saldo positivo na ordem dos 5% do PIB, passaram para um défice de 12.6% do PIB em 2009. A dívida pública deverá alcançar os 115% do PIB em 2010, segundo as estimativas do FMI, mais 86 p.p. face a 2007, último ano da explosão. Estas foram as consequências da forte crise que assolou o país, designadamente o desequilíbrio gerado pela forte contracção da actividade económica, as necessidades de recapitalização do sistema financeiro, a cobertura de perdas por operações realizadas pelo banco central no âmbito do combate à crise e ainda a necessidade de conferir garantias aos depósitos de não residentes em instituições financeiras nacionais. **Face à insustentabilidade desta situação a longo prazo, o governo islandês encetou um ambicioso programa de consolidação fiscal, de forma a colocar de novo a dívida pública numa trajetória descendente, tendo como objectivo último a manutenção de um estado social inspirado no modelo nórdico.** De facto, as autoridades têm insistido na pretensão de "manter o consumo público ao nível dos estados nórdicos e procurar alcançar a igualdade social²". Apesar da forte pressão interna, visível nos protestos de rua, anteriormente pouco habituais, o Executivo islandês pôs em prática um programa de consolidação fiscal que procura sobretudo reduzir a despesa pública (-3.2 p.p. do PIB em 2010) mas também aumentar a receita (+2.5 % do PIB em 2010).

² Iceland Ministry of Finance: *Rising from the Ruins* 5

Opinião

Islândia - Medidas Fiscais em 2010

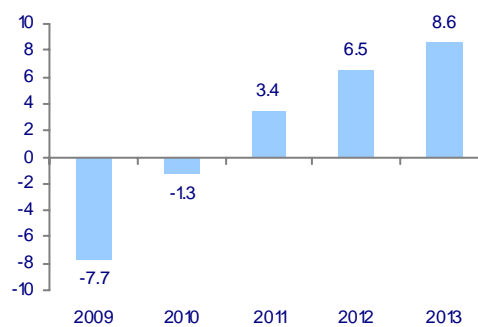
| | <i>Em % do PIB</i> |
|---|--------------------|
| Aumento de Receita | 2.5% |
| Reforma dos impostos sobre o rendimento | 0.8% |
| IVA 0.2% | |
| Introdução de novo escalão de 14% | |
| Aumento do escalão mais alto de 24,5% para 25% | |
| Impostos advalorem | 0.1% |
| Imp. sobre o consumo de tabaco (+10%); alcool (+10%); combustível a diesel (+3,2%); gasolina (+4,3%); imp. sobre veículos (+10%) | |
| Tarifa sobre a energia | 0.3% |
| 0,12 ISK por Kwh gasto; imposto sobre venda de água quente geotermal; agrabamento de imposto sobre os grandes consumidores de energia; taxa sobre emissões de CO2 | |
| Contribuições para a Segurança Social | 0.7% |
| Introdução de imposto sobre grandes riquezas | 0.2% |
| Outras | 0.1% |
| Redução de despesa | 3.2% |
| Despesas operacionais | 0.3% |
| Transferências | 1.6% |
| Despesas de investimento e de capital | 1.2% |

Fonte: FMI.

A necessidade de que ocorra um forte ajustamento fiscal tem suscitado um debate público sobre a melhor forma de o alcançar.

De facto, é fundamental o cumprimento do objectivo de médio prazo estabelecido, e que visa o alcance de excedentes do saldo primário crescentes a partir de 2011 (ver gráfico). Todavia, tanto o ritmo da consolidação fiscal (programada para ser semelhante à experiência de outros países nórdicos) como a composição do ajustamento permanecem sobre escrutínio. Por um lado, os islandeses desejam manter uma rede de apoios sociais do tipo dos países nórdicos; por outro lado, existe a necessidade de redução célere da dívida pública como forma de suportar o crescimento.

Saldo Primário (em % do PIB)



Fonte: Minist. Finanças

O Fundo Monetário Internacional analisou o impacto macroeconómico de diferentes opções de ajustamento fiscal. Chegou à conclusão que **a consolidação fiscal assente sobretudo em medidas de redução da despesa, nomeadamente a redução de transferências no caso islandês, teria impacto ligeiramente menos negativo no crescimento económico face à alternativa de um ajustamento pela via de aumento de impostos.** No caso de ser adoptado um conjunto de medidas mais orientadas para a receita, um aumento do IVA seria preferível no caso de se pretender estimular um crescimento económico mais assente nas exportações. Relativamente ao ritmo desejado para a consolidação fiscal, a instituição conclui que o caminho traçado deverá evitar que choques externos adversos ou a realização de obrigações contingentes (nomeadamente o caso pendente do banco Icesave) impeçam a queda continuada dos níveis de dívida pública.

IRLANDA - O TIGRE CELTA VACILA

A Irlanda é uma pequena economia da zona euro, com dimensão idêntica à da economia portuguesa, mas menos de metade da sua população - representa cerca de 1.4% do PIB da União Europeia, 1,8% da zona euro. É considerado, pelo Banco Mundial, o 5º país mais desenvolvido do mundo, contribuindo em muito para tal o elevado nível de riqueza gerada por habitante em 2008 era: o terceiro maior da União Europeia, depois do Luxemburgo e da Holanda (considerando paridade de poderes de compra). A conquista plena de soberania data apenas de 1949, quando os 26 condados que formavam o país obtiveram independência do Reino Unido. Em 1973, em conjunto com a Dinamarca e o Reino Unido, adere à então Comunidade Económica Europeia (CEE). **Nos últimos 20 anos o país registou um crescimento impressionante, abandonando claramente a posição de parceiro pobre da Europa.**



A aposta no desenvolvimento industrial e nos serviços sem descurar o sector agrícola, a abertura ao exterior potenciada pela adesão à CEE da qual beneficiou de subsídios significativos ao desenvolvimento, mas sobretudo a capacidade de atrair investimento directo estrangeiro em sectores com elevada tecnologia foram os principais ingredientes para o chamado milagre irlandês. Os movimentos da população, o seu acentuado crescimento desde os anos 90 sobretudo graças à entrada de população estrangeira qualificada (segundo o organismo de estatística irlandês, mais de 60% dos estrangeiros a quem era concedido o número único de identificação exerciam uma actividade, no ano em que lhes era concedida autorização) e as características etárias e educacionais da população explicam uma parte considerável do processo de expansão e desenvolvimento. **De facto, a Irlanda tem a população mais jovem entre os países da OCDE, destacando-se também a nível das qualificações: cerca de 60% da população em idade activa completou pelo menos o grau de escolaridade secundário superior** (equivalente ao 12º ano). No início da década, a população activa com apenas o 9º ano já era apenas de 40%; em contrapartida, em Portugal, na Grécia ou em Espanha, essa proporção era bem maior: Portugal: 79%; Grécia 48%; Espanha 59%.

Por outro lado, a escolha da área de estudo/profissionalização dos estudantes do ensino superior diferenciava-se também dos países do Sul da Europa: **no início da década, a proporção de graduados em cursos superiores de matemática, ciências e tecnologia era já superior a 30%, tal como allás na Suécia, Finlândia, França ou Áustria**; Portugal só se aproximou dessa fasquia desde 2007 (em 2008 atingiu mesmo os 30%); no início da década pouco mais de 17% dos alunos (em Portugal) se dirigia para estas áreas.

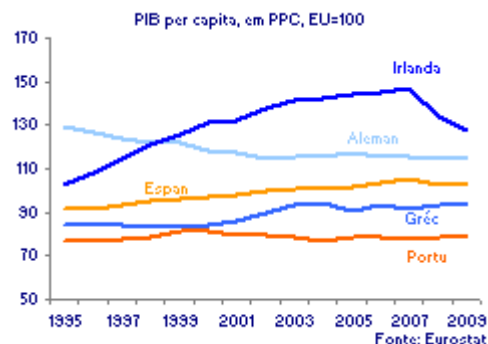
A questão linguística (o inglês é uma das línguas oficiais), **a qualificação da mão-de-obra e uma estrutura tributária desenhada para atrair capitais externos, justificaram as acentuadas entradas de investimento estrangeiro ao longo da década de 90 e primeira metade da última década.** De facto, o tecido produtivo irlandês é dominado por empresas multi-nacionais: segundo a OCDE, em 2007 cerca de 87% do Valor Acrescentado Bruto na manufactura era de responsabilidade de multinacionais; esta proporção é bastante inferior nos restantes países: Portugal: 23%; Espanha: 25%; Suécia: 39%; Áustria: 36%.

Nome Oficial: República da Irlanda

| | |
|------------------------------------|---|
| Área: | 70.285 km² |
| Capital: | Dublin |
| População: | 4,10 milhões (estimativa 2007) |
| Moeda: | Euro |
| Nome Oficial: | República da Irlanda |
| Governo: | Democracia parlamentar |
| GEOGRAFIA: | |
| Localização: | oeste da Europa |
| Cidade Principais: | Dublin, Cork, Limerick, Galway e Waterford. |
| Densidade Demográfica: | 57 hab./km2 |
| Fuso Horário: | + 3h |
| Clima: | Temperado oceânico |
| DADOS CULTURAIS E SOCIAIS: | |
| Composição da População: | irlandeses 93,7%, ingleses 4,6%, americanos 0,4%, escoceses 0,4% e outros 0,9% |
| Idioma: | Irlandês e inglês (oficiais) e gaélico |
| Religião: | Cristianismo 94,3% (católicos 91,6%, Igreja Anglicana Irlandesa 2,3% presbiterianos 0,4%) e outras 5,7% |
| IDH: | 0,895 (2010) - muito elevado |
| ECONOMIA: | |
| Produtos Agrícolas: | trigo, cevada, beterraba, cereais e batata |
| Pecuária: | bovinos, ovinos, caprinos e suínos |
| Mineração: | chumbo, zinco e turfa |
| Indústria: | produtos eletrónicos e máquinas |
| PIB per capita (considerando PPC): | 33077.6 US\$ (2008) |

Fonte: Statistics Iceland, Banco Mundial, CIA World Factbook.

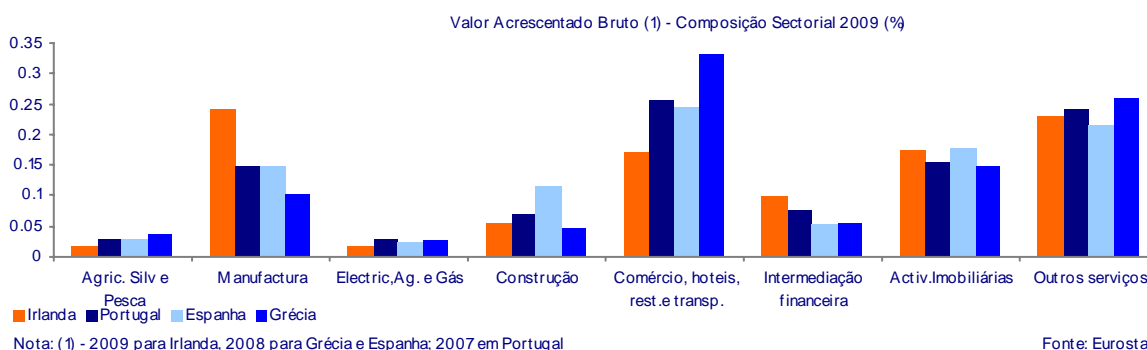
A posição relativa da Irlanda continua muito confortável, apesar da tendência declinante recente



Opinião

Analisando a composição do Valor Acrescentado Bruto por sector de actividade económica (ver gráfico seguinte e quadro em Anexo), observam-se **diferenças significativas entre a Irlanda e os três países periféricos do Sul da Europa**: na Irlanda, **o sector primário tem menor peso** (apesar de uma parte da riqueza ser gerada pela industria extractiva, ao contrário dos restantes três); **a manufactura representou 24% da riqueza gerada em 2009, mais 10 pontos percentuais que em Portugal e Espanha e mais 15 p.p. relativamente à Grécia**; **mais, as actividades de manufactura são bastante diversificadas na Irlanda**, destacando-se a produção de produtos alimentícios, bebidas e tabaco, celulose e papel, produtos químicos e fibras artificiais, equipamento electrónico e óptica; em contrapartida, em Espanha evidencia-se a construção (11.6% do VAB, que compara com 5.6% na Irlanda, 6.8% em Portugal e 4.6% na Grécia) e as actividades do sector imobiliário (17.6% do VAB, semelhante a 17.4% na Irlanda, mas superior aos 15.4% em Portugal e 14.6% na Grécia); e na Grécia destaca-se o contributo dos serviços de comércio, hotéis, restaurantes e transportes. A composição do VAB em Portugal é semelhante à de Espanha, com menor peso da construção e actividades imobiliárias (ver Quadro 1 em Anexo para maior detalhe). Refira-se ainda a semelhança entre Portugal e a Grécia no que respeita ao peso das actividades da Administração Pública, Defesa e Segurança Social obrigatória: 8.6% e 9.6% do VAB que compara com 5.6% e 6.2% na Irlanda e Espanha.

A Irlanda destaca-se dos três países periféricos do Sul da Europa pelo maior peso do valor acrescentado gerado pelo sector manufactureiro



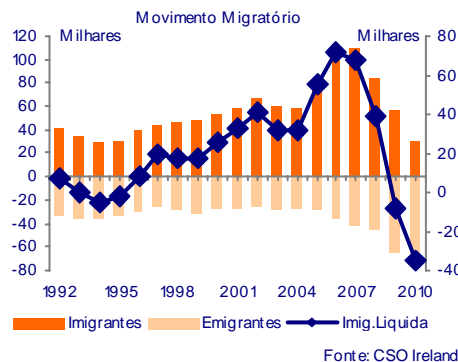
QUE FACTORES EXPLICAM O MILAGRE IRLANDES?

População dos 15 aos 64 anos apenas com o 9º ano (ISCED 2)

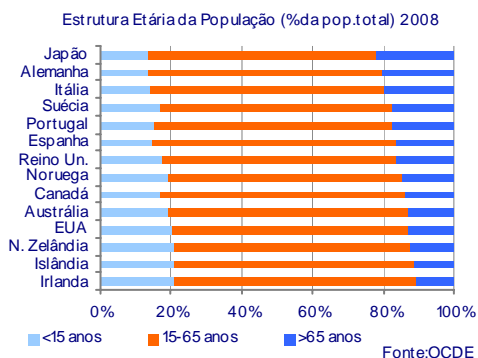
| | 2009 | 2000 | | 2009 | 2000 |
|----------|------|------|-----------------|------|------|
| Malta | 71.2 | 79.4 | Dinamarca | 30.9 | 27.8 |
| Turquia | 70.8 | : | Noruega | 26.1 | 17.6 |
| Portugal | 69.1 | 78.9 | Suécia | 24.7 | 26.3 |
| Espanha | 49.6 | 58.8 | Finlândia | 24.4 | 31.1 |
| Itália | 47 | 54.9 | Áustria | 23.6 | 28.1 |
| Islândia | 41.1 | 50.6 | Alemanha | 22 | 21.5 |
| Grécia | 39.8 | 48 | Polónia | 18.7 | 26.6 |
| Bélgica | 32.4 | 42.3 | Lituânia | 17.9 | 23.2 |
| França | 32.1 | 40.1 | Eslóvaquia | 16.5 | 21.7 |
| Irlanda | 31.2 | 43.7 | República Checa | 15.2 | 19.7 |
| Holanda | 31.2 | 37.3 | | | |

Fonte: Eurostat.

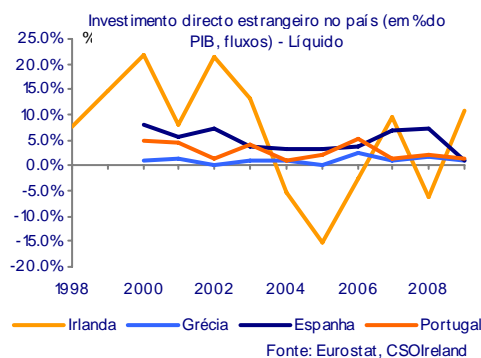
Em 2006 e 2007 as entradas de imigrantes (líquidas e brutas) atingiram o máximo



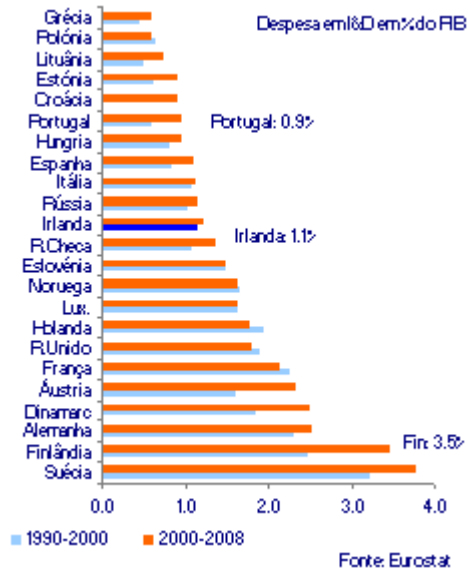
A Irlanda e a Islândia têm as populações mais jovens entre os países da OCDE



Entre 1998 e 2003, o valor acumulado das entradas de IDE na Irlanda ascendeu a 86% do PIB



A Irlanda fez um esforço contínuo de investimento em investigação e desenvolvimento...todavia, está longe do esforço feito pelos nórdicos, a Alemanha ou a França



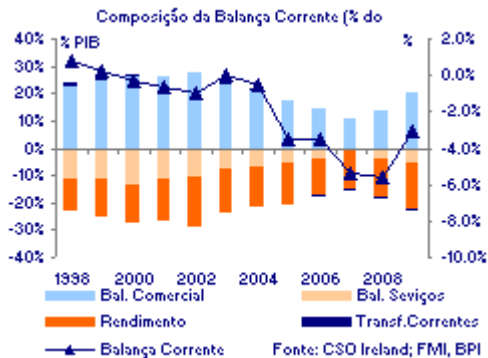
Patentes registadas na United States Patent and Trademark Office (USPTO)

Número de patentes por milhão de habitante - média 1990-2004

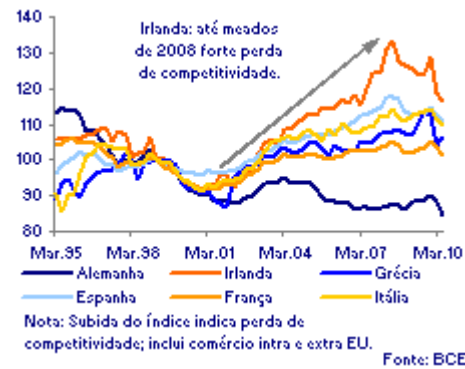
| | | | |
|----------------|-----|-----------------|-----------|
| Estados Unidos | 297 | Irlanda | 35 |
| Japão | 255 | Itália | 27 |
| Suíça | 183 | Eslovénia | 9 |
| Suécia | 143 | Espanha | 7 |
| Finlândia | 141 | Malta | 6 |
| Alemanha | 120 | Hungria | 5 |
| Canadá | 108 | República Checa | 3 |
| Coreia do Sul | 86 | Chipre | 3 |
| Holanda | 80 | Croácia | 3 |
| Luxemburgo | 79 | Estónia | 2 |
| Dinamarca | 77 | Grécia | 2 |
| Áustria | 62 | Lituânia | 2 |
| França | 61 | Letónia | 1 |
| Bélgica | 61 | Federação Russa | 1 |
| Reino Unido | 58 | Portugal | 1 |
| Islândia | 58 | Eslováquia | 1 |
| Noruega | 50 | Bulgária | 1 |
| UE (27 países) | 50 | Polónia | 1 |

Fonte: Eurostat.

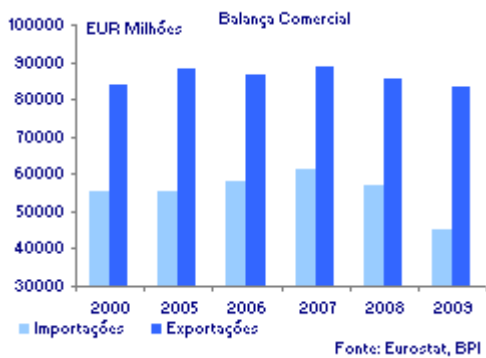
O excedente na balança de bens tem sido compensado pelos saldos deficitários na balança de serviços e de rendimentos. O saldo global da Balança Corrente tem sido ligeiramente deficitário (-3% do PIB em 2009)



Índice Harmonizado de Competitividade com base nos custos unitários de trabalho para toda a economia



Apesar da perda de competitividade e da crise financeira internacional, as exportações mantiveram-se estáveis (decínio ligeiro cerca 2.5% em 2007-09); em contrapartida, as importações reflectem o arrefecimento da procura interna: -6.7% em 2008 e -21.3% em 2009



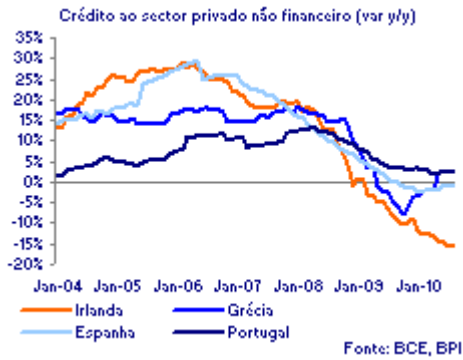
Principais parceiros comerciais, 2009

| Importações | Quota de mercado | Exportações | Quota de mercado |
|----------------|------------------|----------------|------------------|
| Reino Unido | 35.3% | EUA | 21.0% |
| EUA | 16.9% | Bélgica | 17.0% |
| Alemanha | 6.8% | Reino Unido | 16.1% |
| Holanda | 5.9% | Alemanha | 7.0% |
| França | 4.8% | França | 5.4% |
| China | 3.8% | Espanha | 3.9% |
| Bélgica | 2.3% | Holanda | 3.4% |
| Dinamarca | 1.9% | Itália | 3.3% |
| Itália | 1.8% | Suíça | 2.9% |
| Noruega | 1.6% | Japão | 2.1% |
| Taiwan | 1.4% | China | 1.9% |
| Singapura | 1.3% | Malásia | 1.0% |
| Espanha | 1.2% | Hong Kong | 0.9% |
| Japão | 1.1% | Austrália | 0.9% |
| Suíça | 1.0% | Suécia | 0.8% |
| Canadá | 0.8% | Polónia | 0.7% |
| Portugal (36°) | 0.2% | Portugal (21°) | 0.5% |

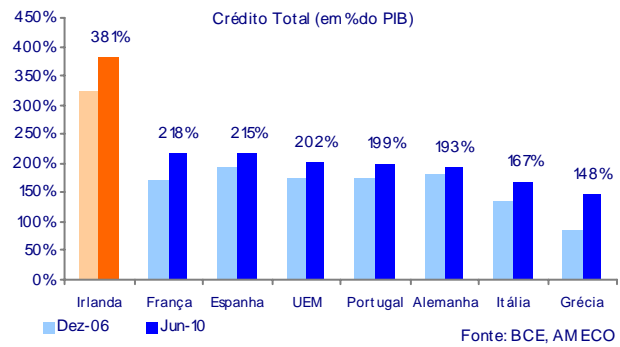
Fonte: Eurostat, BPI.

- Entre 1999 e 2006, os preços do imobiliário registaram a maior subida acumulada entre o grupo de países da UEM: 13.4% em termos reais, que compara com 12.6% em Espanha e apenas 3.6% em Portugal; segundo o FMI, entre 1995 e 1997, os preços do imobiliário quadruplicaram.
- O mercado de capitais registou valorizações muito acentuadas, sobretudo o sector financeiro: entre 2000 e 2007 a valorização do índice do sector financeiro foi de 17%, em termos efectivos anuais.

O comportamento do crédito ao sector privado na Irlanda e Espanha é muito semelhante, sobretudo no pico. Portugal tem um comportamento moderado, tanto na ascensão como na correcção. Actualmente, o ímpeto de correcção é sem dúvida maior na Irlanda



Comparativamente aos pares Europeus, o crédito na Irlanda tem um peso francamente mais elevado relativamente ao PIB - um sintoma de desequilíbrio, que já em 2006 era evidente



Variações nos preços das propriedades residenciais

| | Peso na U.E. | 1999-2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 1T |
|----------|--------------|-----------|------|------|-------|---------|
| Alemanha | 26.7 | -0.5 | 0.7 | 1 | -0.2 | |
| Irlanda | 1.8 | 13.4 | -0.5 | -9.1 | -13.7 | -18.9 |
| Grécia | 2.6 | 9.8 | 6.2 | 1.5 | -4.7 | |
| Espanha | 11.7 | 12.6 | 5.8 | 0.7 | -7.4 | -4.7 |
| França | 21.6 | 10.8 | 6.6 | 1.2 | -7.1 | |
| Itália | 16.9 | 6 | 5 | 2.6 | -0.5 | |
| Holanda | 6.3 | 8.4 | 4.2 | 2.9 | -3.3 | -4.3 |
| Áustria | 3.1 | 0.8 | 4.1 | 1.3 | 3.6 | 5.6 |
| Portugal | 1.8 | 3.6 | 1.3 | 3.9 | 0.4 | |

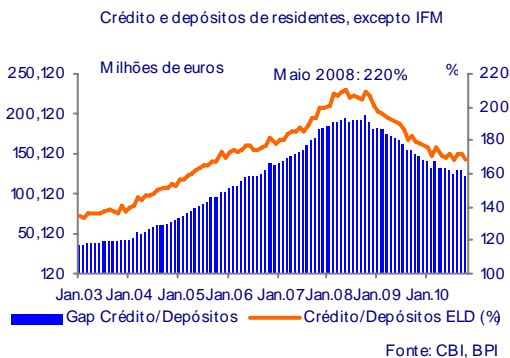
Fonte: BCE.

Comparativamente aos restantes periféricos, os sinais de sobre-endividamento concentram-se no sector financeiro

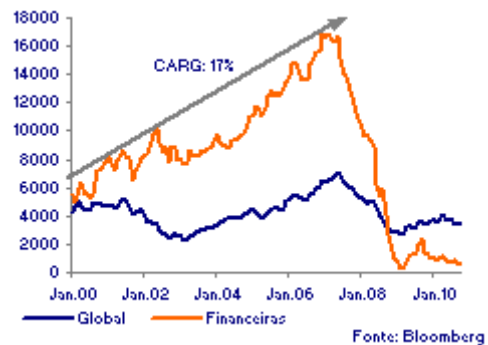
| | Crédito por sectores em % do PIB - Junho 2010 | | | | |
|---------------|---|----------|--------|---------|--------|
| | Irlanda | Portugal | Grécia | Espanha | Itália |
| Estado | 17% | 6% | 3% | 7% | 17% |
| Particulares | 91% | 83% | 56% | 84% | 38% |
| ENF | 87% | 72% | 53% | 87% | 57% |
| IFM's | 156% | 26% | 33% | 31% | 41% |
| Outro crédito | 30% | 11% | 2% | 6% | 15% |
| Total | 381% | 199% | 148% | 215% | 167% |

Fonte: BCE, AMECO, BPI.

O hiato entre os depósitos e o crédito nos bancos Irlandeses tem vindo a diminuir desde meados de 2008. Ainda assim, em Outubro, o rácio crédito/depósitos era 168% e o diferencial absoluto 123 mil milhões de euros



Mercado de Ações na Irlanda: o esvaziar da bolha de valorização no sector financeiro



A CRISE NO SECTOR FINANCEIRO

Os problemas no sector financeiro irlandês estão por detrás da turbulência nos mercados de dívida soberana do euro que se intensificou de novo desde meados de 2010. Ao contrário do Governo da Islândia, que em Setembro de 2008 não impediu a falência dos bancos em dificuldades, a decisão das autoridades da Irlanda, de o estado soberano garantir a totalidade dos passivos do sistema bancário, tornou inevitável o recurso à ajuda externa pois o mercado interbancário por grosso manteve-se encerrado para os bancos irlandeses. Dado o carácter global da garantia concedida, os problemas do estado soberano passaram a confundir-se com os do sector

Opinião

bancário. Recorda-se que foi depois de reconhecida a dimensão de fundos necessários no sector bancário, em Setembro/Outubro de 2010, que o prémio da dívida soberana irlandês subiu acentuadamente. Esta notícia veio abalar as anteriores convicções relativamente à capacidade da economia irlandesa regressar a uma situação sustentável em termos de finanças públicas pois o facto dos dois sectores - público e financeiro - serem indissociáveis reflectiu-se em sucessivas revisões em alta dos níveis previstos de deficit fiscal, dívida pública e consequentes necessidades de financiamento. A crise no sector bancário e a acentuada contracção da actividade económica desde finais de 2008 tiveram um impacto significativo nas finanças públicas apesar da implementação de cinco pacotes de consolidação fiscal, com um impacto estimado de 9% do PIB. O défice público de 2010 é agora estimado em 32.3% do PIB, segundo a Comissão Europeia, 12.5% sem o suporte directo ao sector financeiro.

...O pacote de ajuda

O montante final de ajuda financeira, acordado em finais de Novembro, situou-se em EUR 85 mil milhões, cerca de 54% do PIB. Este pacote engloba o contributo da União Europeia, dos Estados membros da zona euro, contributos bilaterais do Reino Unido, Suécia e Dinamarca, financiamento do Fundo Monetário Internacional e um contributo do Estado Irlandês através do excedente de tesouraria do Tesouro e do Fundo de Reserva do Sistema da Pensões Nacional. O financiamento será providenciado em tranches trimestrais, cujo desembolso está sujeito a uma avaliação, também numa base trimestral, dos objectivos requeridos. Recorda-se que o custo de empréstimos pelo FMI a países desenvolvidos, ao abrigo da Facilidade Regular de Financiamento, está indexado à taxa de juro dos Direitos Especiais de Saque (DSE), com alguns adicionais (dependendo, por exemplo, do montante em que o empréstimo excede a quota do país na instituição). Se o empréstimo tivesse sido

O pacote de ajuda financeira

| | EUR Mil milhões |
|-------------------------|-----------------|
| EU (EFSM) | 22.5 |
| Parceiros da UEM (EFSF) | 17.7 |
| Empr. Bilaterais | 4.8 |
| FMI | 22.5 |
| Governo Irlandês | 17.5 |
| Total | 85 |

Fonte: Comissão Europeia, 17211/1/10.

todo desembolsado por altura do acordo, o custo médio anual seria de 5.8%, segundo as autoridades irlandesas.

Em complemento foi acordado com o Governo da Irlanda a implementação de um pacote global de medidas para o período 2010-14 composto por três elementos principais:

Conjunto de Medidas

- No sector financeiro - o objectivo é reduzir a dimensão dos bancos, desalavancagem e reorganização do sector bancário, complementado com recapitalização adequada.
- Estratégia de consolidação fiscal - implementação do Plano de Recuperação Nacional 2010-2014 publicado pelas autoridades irlandesas em final de Novembro e que visa o regresso dos níveis de dívida pública a uma trajectória descendente e sustentável bem como o alcance de um défice público inferior a 3% do PIB em 2015, o novo limite imposto pela UE.
- Agenda de reformas estruturais - também assente no Plano Nacional de Recuperação, visando reformas nomeadamente no mercado laboral, procurando aumentar a flexibilidade neste mercado, facilitar os ajustamentos e fortalecer o potencial de crescimento económico.

Os 85 mil milhões de euros destinam-se em parte ao sector financeiro - 35 mil milhões, sendo o valor remanescente (50 mil milhões) a estimativa das necessidades públicas de financiamento até final de 2013. Segundo a Comissão Europeia, esta previsão assenta em hipóteses conservadoras quanto às necessidades de *roll-over* de financiamento de curto e de longo prazo - respectivamente 0%, 20% e 80% em 2011, 2012 e 2013. Relativamente ao pacote de ajuda aos bancos, 10 mil milhões serão directamente injectados em instituições seleccionadas de forma a garantir que os rácios de capital *core tier 1* alcancem 12%, visando também financiar a redução da desalavancagem bem como ter em conta os *haircuts* de empréstimos que serão transferidos para a National Asset Management Agency (NAMA), uma instituição criada em 2009 numa tentativa de estabilização do sector bancário, e cujo principal objectivo é a compra de activos problemáticos com um valor contabilístico até USD 100 mil milhões.

A ORIGEM DO PROBLEMA

Uma **exposição significativa do balanço das instituições financeiras ao mercado imobiliário e um nível de alavancagem elevado** - as responsabilidades externas excediam 40% do total do passivo enquanto nos restantes periféricos a norma oscilava entre os 7% e

Activos Irlandeses nos balanços dos bancos em Junho 2010

| | Mil milhões USD |
|----------------|-----------------|
| Reino Unido | 86.415 |
| Estados Unidos | 75.761 |
| Itália | 37.506 |
| Alemanha | 31.959 |
| Espanha | 25.342 |
| França | 17.274 |
| Holanda | 12.447 |
| Canadá | 10.373 |
| Japão | 9.181 |
| Grécia | 7.801 |
| Luxemburgo | 7.361 |
| Austrália | 6.080 |
| Bélgica | 5.319 |
| Portugal | 5.146 |
| Áustria | 4.911 |
| Dinamarca | 3.069 |

Fonte: BIS.

os 20% (ver quadro infra) - serão os principais factores subjacentes à formação e desenvolvimento da crise no sector bancário que agora se desenrola, questionando-se também, **a capacidade de actuação ou a eficácia das medidas por parte das entidades supervisoras** - refira-se que o fortalecimento da supervisão bancária é um dos condicionantes da concessão de ajuda pelo FMI. De facto, vários sinais apontavam para a formação de desequilíbrios muito fortes, nomeadamente ao nível das necessidades de financiamento do sector - as responsabilidades para com não residentes representavam quase 50% do passivo em inícios de 2008, o rácio de transformação de depósitos atingiu 220% em Maio de 2008 -, que se tornaram insustentáveis perante um enquadramento adverso nos mercados internacionais.

Na última década, a Irlanda tornou-se cada vez mais aberta, financeiramente. As tendências globais no sector financeiro, no sentido da liberalização do sector, inovação e movimentos de consolidação, bem como uma maior dependência bancária de financiamento no mercado grossista, o aumento da concorrência doméstica e internacional e o acesso com poucas restrições e baixo custo a financiamento no âmbito da sua participação na União Monetária, justificaram o aumento da exposição internacional no sector bancário. Ao mesmo tempo, o sistema bancário nacional irlandês manteve-se relativamente concentrado, com o Bank of Ireland (CI), o Allied Irish Banks PLC (AIB), e o Anglo Irish Bank Corp PLC (Anglo IB), representando cerca de 45 por cento do total dos activos bancários, mas quase 80 por cento do mercado nacional de retalho, segundo informação do FMI.

Depois do anúncio de falência do Lehman Brothers, em Setembro de 2008, face à impossibilidade de recurso aos mercados grossistas internacionais e perante as elevadas necessidades de financiamento do sector, o Estado irlandês garantiu a totalidade dos activos do sistema. Esta foi a maneira de as autoridades irlandesas evitarem uma fuga de depósitos do sistema bancário, dada a participação da Irlanda na UEM e a liberdade de movimentação de capitais inerente ao funcionamento da União Monetária. Todavia, só a partir de meados de 2010 se tornou mais claro o montante total das necessidades de fundos das instituições, culminando com o alcance do pacote de ajuda financeira acima descrito.

Entretanto, os problemas dos bancos irlandeses continuam e **tem sido evidente desde Abril até Outubro, a queda dos depósitos**: o total de depósitos em bancos residentes pelo sector privado não monetário - engloba particulares, empresas não financeiras e Outras Instituições Financeiras Não Monetárias (OIFNM), como seguradoras, fundos de pensões, etc - **reduziu-se cerca de 7.9 mil milhões de euros** (4% do *stock*), sendo 2.1 MM de particulares, 1.1 de empresas não financeiras e 4.6 MM de OIFNM.

O crédito ao sector privado sofre também uma contracção fruto possivelmente quer da menor apetência de empresas e particulares para recurso a financiamento quer devido a condições de concessão de crédito mais restritivas e onerosas por parte da banca: em Outubro, o crédito a particulares caiu 4.9% y/y e o financiamento a empresas 5.7%. Todavia, **continua a destacar-se a exposição do sector financeiro ao sector imobiliário e da construção** (ver quadro): do total de crédito a particulares, 78% é crédito para compra de habitação (cerca de EUR 107 mil milhões em Outubro); do total de crédito a empresas fora do sector financeiro, 34% dirige-se ao sector de construção e outras actividades imobiliárias; o crédito a PME's do sector da construção e imobiliário totalizava 23 mil milhões em Outubro, mais de 20% do crédito a empresas não financeiras.

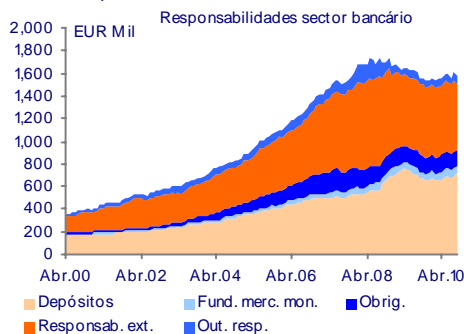
Crédito a empresas - PME's - Outubro de 2010

| | % do total |
|---|----------------|
| Agricultura e floresta | 6.5 |
| Manufatura | 3.5 |
| Construção | 7.1 |
| Comércio e reparações | 11.5 |
| Hoteis e restaurantes | 12.9 |
| Transporte, armazenagem e comunicações | 2.3 |
| Intermediação financeira | 17.3 |
| Actividades imobiliárias | 27.3 |
| Negócios fora imobiliário | 4.1 |
| Saúde | 2.4 |
| Outros | 5.1 |
| | 100 |
| Total crédito PME's | 67,270 |
| Total crédito PME's imobiliário e construção | 23,141 |
| Total crédito a emp. não financ. (quadro A1 Stat Irel) | 103,355 |

Fonte: Central bank of Ireland, Lending to Irish Small and Medium Sized Enterprises: Q1-Q3 2010.

65% do crédito a empresas é concedido a PME's
34% do crédito a PME's dirige-se ao sector da construção ou a actividades imobiliárias

Em princípio de 2008, as responsabilidades externas representavam 46% do passivo total; em Setembro de 2010 esse ratio era de 38%



Comparativamente aos restantes periféricos, o sector bancário irlandês revela maior dependência do exterior para o seu financiamento

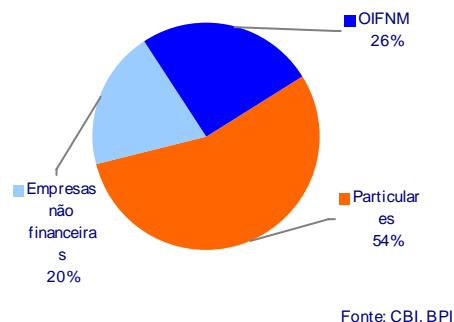
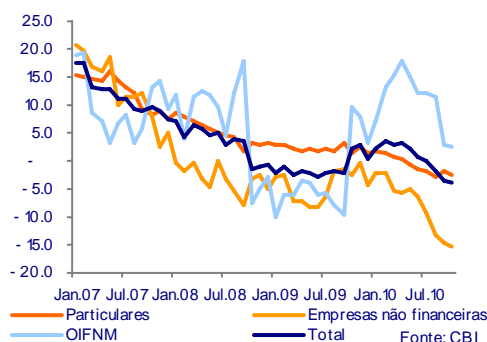
| | Responsabilidades externas/Passivo total | | | | |
|--------------|--|----------|---------|--------|---------|
| | Grécia | Portugal | Espanha | Itália | Irlanda |
| 2010 jan-set | 14% | 15% | 8% | 5% | 37% |
| 2009 | 14% | 16% | 8% | 6% | 37% |
| 2008 | 19% | 19% | 8% | 6% | 43% |
| 2007 | 20% | 22% | 8% | 7% | 43% |

Fonte: BCE, BPI.

Opinião

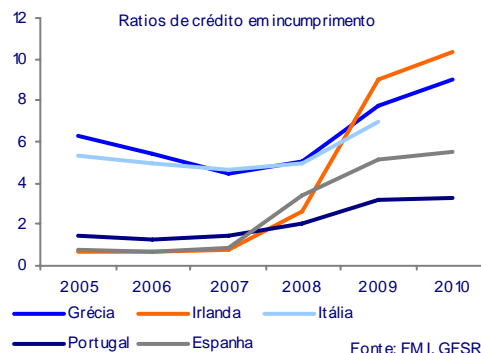
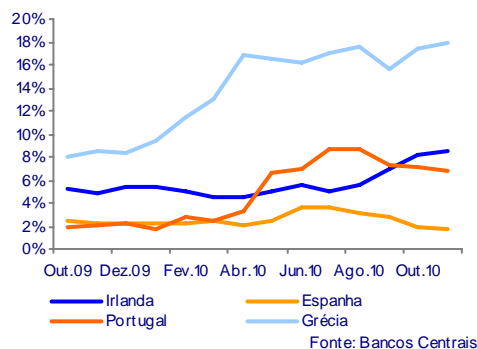
Os depósitos nos bancos irlandeses (particulares, empresas, seguradoras e outras IF's não monetárias) estão em queda desde Julho. Este movimento intensificou-se recentemente, tendo em Outubro os depósitos de empresas caído 15.4% y/y e os de particulares 2.4%

Depósitos do sector privado não monetário



Financiamento líquido pelo BCE (% do Activo total) - a dependência dos bancos irlandeses do recurso ao BCE revela uma tendência claramente crescente desde meados de 2010

Partindo do melhor posicionamento relativo até 2007, a Irlanda registava em meados de 2010 o maior rácio de crédito em incumprimento entre os países periféricos, 10.4%



CRÉDITO IMOBILIÁRIO

As famílias irlandesas encontram-se sobre crescente pressão para fazer face aos seus empréstimos imobiliários ou a outras responsabilidades assumidas com contracção de dívida. Segundo o Banco Central, cerca de 40 mil empréstimos encontram-se em fase de incumprimento (cerca de 5.1% do total); cerca de 45 mil sofreram algum tipo de reestruturação com o acordo de ambas as partes, o que significa que os empréstimos problemáticos são cerca de 10% do total;

Um número significativo de empréstimos tem uma taxa de juro dependente da taxa principal de refinanciamento do BCE - os designados *trackers*. Este tipo de empréstimo abrange cerca de metade do livro de crédito das IC's, Quando o BCE decidir aumentar a sua taxa de intervenção, o custo de financiamento para este tipo de crédito aumentará.

Dada a queda significativa dos preços do imobiliário, muitas famílias enfrentam um efeito riqueza negativo, ou seja, verificam que o seu empréstimo é superior ao valor do seu activo, facto que reduz a mobilidade.

Existe a possibilidade de renegociação das dívidas, que pode incluir uma moratória ou alargamento do prazo; existem também alguns instrumentos de apoio para famílias com dificuldade de cumprimento dos seus créditos. Todavia, estes programas visam apenas os mais necessitados: suplemento para pagamento de hipoteca (MIS) destina-se a períodos curtos de desemprego ou salário reduzido; o número de beneficiários mais que duplicou desde 2008 para 17800 em Novembro.

A dimensão deste problema é significativa e com impacto crescente entre a população, pelo que as autoridades estudam formas de evitar uma avalanche de execuções de hipotecas, que além de colocar sobre tensão os sistemas de apoio sociais, não resolveria também o problema das instituições financeiras, atendendo à queda vertiginosa do valor dos bens. A introdução de esquemas de pagamentos diferidos de juros ou o desenvolvimento de um regime de falência pessoal são algumas das possibilidades analisadas.

Fonte: FMI: Country Report Dezembro 2010

AS CONTAS PÚBLICAS

As autoridades irlandesas adoptaram muito cedo medidas de consolidação orçamental, desde os primórdios da crise financeira internacional. As medidas adoptadas entre 2009 e 2010, quando a maior parte dos restantes países da União Europeia praticava ainda políticas fiscais expansionistas, ascenderam a cerca de 6.3 % do PIB. Os fracos níveis de crescimento e os problemas no sistema bancário reflectiram-se, no entanto, na acentuada deterioração das contas do Estado. Refira-se ainda que a actuação dos estabilizadores automáticos contribuiu também de forma significativa para este quadro, nomeadamente pelo lado da receita, dada a estrutura tributária, tornando a arrecadação particularmente sensível à crise financeira e ao rebentamento da bolha no mercado imobiliário: peso elevado dos impostos indirectos (IVA e imposto de selo) e dos impostos sobre rendimentos de capitais. Destacam-se as seguintes características da estrutura de impostos na Irlanda:

- A Irlanda tem uma das menores cargas fiscais entre o conjunto dos países da União Europeia: o rácio receitas fiscais/PIB (incluindo contribuições sociais) situava-se em 29.3% em 2008, o 4º mais baixo da União Europeia e o segundo menor da UEM;
- O peso dos impostos indirectos na arrecadação tributária é muito elevado; em contrapartida, a arrecadação fiscal por via das contribuições sociais é particularmente baixa; a partição impostos indirectos/ directos e contribuições sociais é respectivamente 42.5%; 39.3% e 18.2% da arrecadação total enquanto na média da União cada uma destas rubricas representa tipicamente cerca de 1/3 da arrecadação;
- A tributação dos rendimentos do trabalho é particularmente curiosa: a arrecadação através das contribuições sociais é muito reduzida (segunda mais baixa na União); no entanto, os impostos directos sobre os rendimentos dos particulares geram uma arrecadação de 8.2% do PIB, o nono valor mais elevado na União (contrasta com Portugal, apenas 5.8% do PIB, 19º maior); em 2008 a taxa mais elevada era 41% e aplicava-se ao salário de 36 400 euros (para um individuo solteiro, sem dependentes).

Estrutura das receitas fiscais em 2008, % do PIB - Portugal e Irlanda destacam-se pelo posicionamento em campos opostos: Portugal tem a 5ª mais alta carga fiscal sobre o rendimento das empresas; a Irlanda tem uma das menores cargas fiscais na União Europeia

| | Irlanda | Posição UE (1) | Portugal | Posição UE ⁽¹⁾ |
|-------------------------|---------|----------------|----------|---------------------------|
| Impostos directos | 12.4 | 18 | 14.9 | 8 |
| IVA | 7.1 | 16 | 8.7 | 5 |
| Outros | 5.3 | | 6.2 | |
| Impostos Directos | 11.5 | 13 | 9.9 | 17 |
| Rendimento Particulares | 8.2 | 9 | 5.8 | 19 |
| Rendimento Empresas | 2.9 | 18 | 3.7 | 5 |
| Outros | 0.5 | | 0.4 | 20 |
| Contribuições Sociais | 5.3 | 26 | 11.9 | 14 |
| Empregados | 3.3 | 25 | 7.8 | 11 |
| Empregadores | 1.8 | 24 | 3.6 | 11 |
| Empreg.Conta Pp. | 0.2 | 21 | 0.6 | 17 |
| Total | 29.3 | 24 | 36.7 | 14 |

Fonte: Eurostat.

Nota: ⁽¹⁾ - O ranking é calculado em ordem decrescente; a posição 1 indica o valor mais elevado na UE27.

Na estratégia de consolidação fiscal apresentada recentemente pelo Governo irlandês, **o Plano Nacional de Recuperação 2011-2014, anunciado em final de Novembro, propõe-se alcançar a sustentabilidade fiscal procurando compensar os efeitos adversos sobre o crescimento.** Este plano visa a obtenção de uma poupança de 15 mil milhões de euros no período, sendo o maior esforço de consolidação feito nos primeiros anos: em 2011, o pacote de medidas pretende alcançar uma poupança de EUR 6 mil milhões, sendo 2/3 obtidos com medidas de redução da despesa. Destaque também para as medidas anunciadas do lado da receita, visando alargar a base tributária e aumentar a progressividade fiscal (cerca de 45% das famílias estavam isentas de pagamento de imposto sobre os rendimentos). Algumas das medidas anunciadas são:

Plano Nacional de Recuperação 2011-2014

- Redução de despesas sociais em EUR 2.8 mil milhões;
- Redução de 24 750 funcionários públicos por comparação com 2008, regressando aos níveis de 2005;
- Reduções salariais totalizando EUR 1.2 mil milhões em 2014;
- Corte dos salários de novos funcionários públicos em 10% e revisão do esquema de pensões;
- Aumentar a contribuição dos estudantes do ensino superior;
- Aumentar a receita fiscal em sede de IRS em EUR 1.9 mil milhões; eliminar vários créditos/benefícios fiscais.
- Aumento do IVA de 21% para 22% em 2013 e para 23% em 2014;
- Aumentar gradualmente o preço das emissões de carbono de EUR 15 para 30.
- Reformar imposto sobre capitais com vista a obter um ganho de EUR 145 milhões.

Opinião

De acordo com o plano acordado com as várias entidades que providenciaram auxílio financeiro à Irlanda, os objectivos definidos para o défice e a dívida pública são os seguintes:

Metas de consolidação fiscal

| | 2010 ⁽²⁾ | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|---------------------|-------|------|------|------|------|
| Défice Público (% do PIB) ⁽¹⁾ | 12.5% | 10.6% | 8.6% | 7.5% | 5.1% | 2.9% |

Fonte: Comissão Europeia, Council Recommendation 17210/10

Nota: ⁽¹⁾ exclui eventuais medidas de ajuda ao sector financeiro; ⁽²⁾ défice de 32,3% incluindo ajudas ao sector financeiro.

Necessidades de financiamento - O peso das necessidades brutas de financiamento do Estado relativamente ao PIB alcançou 38.4% na Irlanda em 2010, segundo o FMI, o quarto valor mais elevado entre as economias desenvolvidas. Todavia, contrariamente às restantes, em que ponderou sobretudo os vencimentos de dívida, no caso irlandês foi sobretudo o défice orçamental, logo o pacote de ajuda aos bancos, que contribuiu para este mau posicionamento. Em 2011, as necessidades de financiamento baixam para 17.9% do PIB sobretudo graças à melhoria do défice público. Refira-se, no entanto, que em valor absoluto, as necessidades de financiamento da República da Irlanda deverão situar-se entre as mais baixas dos países da UEM: cerca de 37 mil milhões de USD em 2011, que compara com 460 no caso italiano e 110 relativamente à Bélgica.

Todavia, tal como já referimos, o pacote de ajuda financeira acordado deverá suprir as necessidades de financiamento do país até final de 2013, o que significa que a República da Irlanda não necessitará de recorrer ao mercado para se financiar; tal não impede o surgimento de eventuais emissões pelo soberano, no mercado primário, neste período, caso as condições de mercado se alterem significativamente.

Necessidades Brutas de financiamento, USD mil milhões

| | 2010 | 2011 |
|------------|-------|-------|
| Japão | 2,857 | 3,285 |
| EUA | 3,875 | 4,214 |
| UEM | | |
| França | 570 | 570 |
| Itália | 517 | 462 |
| Alemanha | 430 | 430 |
| Espanha | 276 | 245 |
| Bélgica | 104 | 110 |
| Grécia | 56 | 69 |
| Portugal | 42 | 46 |
| Irlanda | 78 | 37 |

Fonte: FMI, BPI calc.

Necessidades Brutas de Financiamento do Estado em economias seleccionadas, % do PIB

| | 2010 | | | 2011 | | |
|-----------------|--------------------------------------|-------------------|--------------------------------------|---------------------------|-------------------|--------------------------------------|
| | Vencimentos de dívida ⁽¹⁾ | Défice orçamental | Necessidades de financiamento totais | Vencimentos de dívida (1) | Défice orçamental | Necessidades de financiamento totais |
| Japão | 43.4 | 9.6 | 53.0 | 48.9 | 8.9 | 57.8 |
| Estados Unidos | 15.4 | 11.1 | 26.5 | 18.1 | 9.7 | 27.8 |
| Itália | 20.3 | 5.1 | 25.4 | 18.2 | 4.3 | 22.5 |
| Irlanda (2) | 6.5 | 31.9 | 38.4 | 6.1 | 11.8 | 17.9 |
| Bélgica | 17.8 | 4.8 | 22.6 | 18.4 | 5.1 | 23.4 |
| França | 14.3 | 8.0 | 22.3 | 16.0 | 6.0 | 22.0 |
| Espanha | 10.8 | 9.3 | 20.1 | 11.0 | 6.9 | 17.9 |
| Portugal | 11.6 | 7.3 | 18.9 | 15.5 | 5.2 | 20.7 |
| Grécia | 10.3 | 7.9 | 18.2 | 16.5 | 7.3 | 23.8 |
| Canadá | 13.1 | 4.9 | 18.0 | 13.3 | 2.9 | 16.2 |
| Reino Unido | 5.3 | 10.2 | 15.5 | 7.5 | 8.1 | 15.6 |
| Alemanha | 8.5 | 4.5 | 13.0 | 9.1 | 3.7 | 12.8 |
| Finlândia | 9.1 | 3.4 | 12.5 | 9.3 | 1.8 | 11.1 |
| Suécia | 4.1 | 2.2 | 6.3 | 4.5 | 1.4 | 5.9 |
| Austrália | 1.5 | 4.6 | 6.1 | 2.0 | 2.5 | 4.5 |
| Média ponderada | 17.0 | 9.1 | 26.1 | 19.3 | 7.6 | 26.9 |

Fonte: Fundo Monetário Internacional, Fiscal Monitor, Nov 2010

Nota: ⁽¹⁾ Os vencimentos de dívida englobam dívida de médio e longo prazo vincenda em cada ano bem como dívida de curto prazo; ⁽²⁾ - O défice da Irlanda em 2010 reflecte as despesas de recapitalização da banca anunciadas em fins de Setembro, e que ascenderam a cerca de EUR 30 mil milhões, 20% do PIB.

Dívida Pública (% do PIB) - desde 2007, a Irlanda e a Islândia registaram as maiores variações de dívida pública

| | Variação no período | | | % do PIB em |
|-----------------|---------------------|-------------|-------------|--------------|
| | 2007-2009 | 2009-2011 | 2007 a 2011 | 2011 |
| Irlanda | 40.5 | 42.3 | 82.8 | 107.8 |
| Islândia | 70.6 | 7.9 | 78.5 | 107.8 |
| Japão | 29.9 | 16.5 | 46.4 | 234.1 |
| Grécia | 19.6 | 24.1 | 43.7 | 139.3 |
| Reino Unido | 24.6 | 13.4 | 38.0 | 81.9 |
| EUA | 22.2 | 15.0 | 37.2 | 99.3 |
| Espanha | 17.0 | 17.1 | 34.1 | 70.2 |
| Portugal | 13.6 | 10.8 | 24.4 | 87.1 |
| Holanda | 16.3 | 7.6 | 23.9 | 69.4 |
| França | 14.3 | 9.5 | 23.8 | 87.6 |
| Bélgica | 14.0 | 6.3 | 20.3 | 103.1 |
| Finlândia | 8.7 | 8.3 | 17.0 | 52.2 |
| Itália | 12.3 | 3.9 | 16.2 | 119.7 |
| Rep. Checa | 6.3 | 9.1 | 15.4 | 44.4 |
| Dinamarca | 7.3 | 5.3 | 12.6 | 46.7 |
| Alemanha | 8.6 | 3.0 | 11.6 | 76.5 |
| Suécia | 1.5 | -0.3 | 1.2 | 41.3 |

Fonte: FMI: Fiscal Monitor Nov 2010.

Variação do saldo das contas públicas entre 2009 e 2011 - A Irlanda verifica as situações mais extremadas

| | 2009-2010 | 2010-2011 |
|-----------------|--------------|----------------------------|
| Grécia | 5.7 | Irlanda 20.1 |
| Islândia | 3.4 | Islândia 3.6 |
| Portugal | 2 | Espanha 2.4 |
| Espanha | 1.9 | Portugal 2.1 |
| Estados Unidos | 1.8 | Reino Unido 2.1 |
| Noruega | 1.2 | França 2 |
| Bélgica | 1.1 | Finlândia 1.6 |
| República Checa | 0.5 | Estados Unidos 1.4 |
| Reino Unido | 0.1 | Holanda 0.9 |
| Itália | 0.1 | Alemanha 0.8 |
| França | -0.4 | Itália 0.8 |
| Finlândia | -1 | Suécia 0.8 |
| Holanda | -1 | Áustria 0.7 |
| Áustria | -1.3 | Grécia 0.6 |
| Alemanha | -1.4 | Noruega 0.2 |
| Suécia | -1.4 | Dinamarca 0.2 |
| Dinamarca | -1.8 | República Checa -0.2 |
| Irlanda | -17.3 | Bélgica -0.3 |

Fonte: FMI: Fiscal Monitor Nov 2010.

CONCLUSÃO

As crises vividas pela Irlanda e Islândia desde finais de 2008 revestem-se de características muito distintas, como se verificou. No entanto, subjacentes aos enormes desequilíbrios formados e no epicentro dos ajustamentos que ainda decorrem, estiveram os respectivos sistemas financeiros, que cresceram exponencialmente graças ao recurso a endividamento no exterior. No caso da Islândia, as consequências desse endividamento excessivo foram agravadas pela exposição cambial a que ficaram sujeitos os particulares e as empresas. Relativamente à Irlanda, a formação da bolha de financiamento foi facilitada pela sua participação na União Monetária; e, apesar dos sinais de alavancagem no sector bancário (evidente no rácio de cobertura de crédito, por exemplo), o problema estava mais centrado no interior do próprio sistema financeiro, passando pelo acentuado recurso a financiamento no exterior, aplicações no exterior em produtos de alto risco e também na significativa exposição do sector ao mercado imobiliário e ao sector da construção domésticos.

As formas como as autoridades lidaram com as respectivas crises foram diversas, discutindo-se actualmente sobre qual terá maior probabilidade de sucesso. Refira-se que esta nos parece ser uma falsa questão pois a diferente forma de abordagem decorre sobretudo dos diferentes enquadramentos em que as duas economias funcionam: no caso da Islândia, o sistema bancário era desproporcionalmente grande para ser resgatado pelo Estado; por outro lado, era suficientemente pequeno para não ser considerado pelos principais *players* mundiais como "too big to fail"; ao contrário do irlandês, cujas ramificações e interligações, sobretudo com os estados do Norte da Europa e com o Reino Unido, poderiam gerar ondas de choque com efeitos potencialmente devastadores para o sistema financeiro europeu e mundial (maior risco sistémico).

Neste contexto, o Governo da Islândia optou por deixar que os bancos entrassem em incumprimento; a resposta das autoridades passou pela imposição de limites à circulação de capitais, reestruturação de dívida e forte depreciação da moeda. Ao contrário, **na Irlanda, o estado anunciou de forma célere que garantia a totalidade dos activos do sistema bancário, e não apenas os depósitos. Pelo que a crise financeira se transformou num problema do próprio estado**, situação que culminou recentemente no recurso à ajuda financeira externa. Neste sentido, na Islândia, ao deixarem entrar em falência o sistema bancário e encerrando os capitais ao exterior, as autoridades optaram por uma solução com contornos mais drásticos no curto prazo, mas com uma possibilidade de recuperação possivelmente mais célere que no caso Irlandês. De facto, apesar da ajuda concedida ao sistema bancário da Irlanda ter sido considerada pelos observadores internacionais como sendo provavelmente suficiente, há agora que passar à acção concreta, intervencionando directamente as instituições, encolhendo-as, reestruturando-as para possibilitar o surgimento de bancos mais pequenos e mais ágeis, mais saudáveis. Ora, atendendo à situação política interna, teme-se que ocorram arrepios na trajectória, o que poderia mesmo pôr em causa os fluxos de ajuda. Esta incerteza explica, pelo menos parcialmente, o facto de o prémio de risco do soberano permanecer tão elevado.

Que lições tirar destes dois exemplos para o caso português? Por um lado, aparentemente as duas economias analisadas padecem de desequilíbrios cujas consequências são bastante penalizadoras, pelo menos a curto prazo - o sistema financeiro português compara

Opinião

bem com os dois exemplos analisados, não existindo sinais de sobre-alavancagem; acresce referir que o mercado imobiliário doméstico não sofreu também uma sobrevalorização recente - como se verificou, ao longo da última década, os preços das casas praticamente estagnaram em termos reais, situação que se destaca positivamente no contexto Europeu, só ultrapassada pelo caso da Alemanha onde efectivamente os preços desceram; em termos de formação ou existência de bolha especulativa no mercado, estes são sinais favoráveis.

No entanto, apesar destes dois pontos favoráveis, **a probabilidade de sucesso a médio prazo das duas economias analisadas, não obstante a brutalidade dos ajustamentos que agora decorrem, é tendencialmente maior que no caso português.** Ou seja, dentro de alguns anos (possivelmente mais no caso da Irlanda) ambas as economias deverão regressar a patamares de crescimento significativo, recuperando a sua posição cimeira no quadro do desenvolvimento mundial. De facto, quer a **Islândia quer a Irlanda são economias mais ágeis e flexíveis que a portuguesa** - cite-se a título de exemplo a grande mobilidade da população, que perante sinais adversos reage emigrando, a maior flexibilidade do mercado laboral onde os salários ajustaram em queda, favorecendo a recuperação da competitividade. Por outro lado, o facto da população ser mais jovem e com níveis médios de educação elevados constituem factores positivos para alcançar o sucesso. Numa outra perspectiva, a estrutura produtiva de ambas as economias fora dos sectores da construção e dos serviços financeiros poderá também potenciar uma recuperação mais célere atendendo à maior diversificação dos sectores de actividade económica, onde se evidencia o maior peso do sector manufactureiro. Em suma, **enquanto na Irlanda e na Islândia os problemas são muito graves mas estão aparentemente concentrados em áreas que é possível tratar e isolar relativamente, os desafios com que se defronta a economia portuguesa têm um carácter mais estrutural, endémico e transversal a todos os sectores.** Por isso mesmo, a receita para o sucesso não é fácil de aplicar nem consensual, passando por uma consolidação fiscal séria e com carácter duradouro, aumento de poupança das famílias, e alteração da postura do sector empresarial, que deverá passar sobretudo a contar com os meios excedentários gerados internamente para sustentar a sua expansão. Sobretudo, tal como nos dois casos analisados, dificilmente estas mudanças seriam implementadas sem que surgissem estímulos exógenos; ora, tal poderá estar a acontecer sob a forma de um contexto de financiamento internacional muito adverso.

VALOR AGREGADO BRUTO, PREÇOS CORRENTES, COMPOSIÇÃO

| | Irlanda | | | | Portugal | | | | Espanha | | | | Grécia | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2009 | 2008 | 2005 | 2000 | 1995 | 2007 | 2005 | 2000 | 1995 | 2008 | 2005 | 2000 | 1995 | 2008 | 2005 | 2000 | 1995 |
| Agricultura, caça e silvicultura | 0.9% | 1.2% | 1.5% | 3.0% | 6.6% | 2.2% | 2.5% | 3.4% | 5.4% | 2.4% | 2.4% | 4.1% | 4.1% | 2.9% | 2.9% | 4.4% | 6.1% |
| Pesca | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.5% |
| Indústria extrativa | 0.5% | 0.5% | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.6% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.6% |
| Indústria extrativa de produtos energéticos | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% |
| Indústrias extractivas com excepção de produtos energéticos | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% |
| Manufatura | 24.2% | 21.8% | 23.4% | 32.7% | 30.2% | 14.6% | 14.7% | 17.1% | 18.4% | 14.6% | 15.3% | 18.6% | 18.6% | 10.3% | 9.9% | 9.7% | 11.1% |
| Fabricação de produtos alimentícios, bebidas e tabaco | 4.2% | 3.8% | 4.1% | 4.1% | 6.1% | 1.9% | 2.4% | 2.4% | 2.4% | 2.1% | 2.2% | 2.5% | 3.1% | 3.5% | 2.7% | 2.6% | 2.8% |
| Fabricação de têxteis e produtos têxteis | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 0.9% | 1.8% | 2.1% | 2.7% | 3.4% | 0.5% | 0.6% | 1.0% | 1.1% | 0.9% | 0.8% | 0.9% | 1.4% |
| Fabricação de produtos de couro e artigos de couro | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.5% | 0.6% | 0.8% | 1.0% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| Fabricação de produtos de madeira | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.3% |
| Fabricação de celulose, papel e produtos de papel, edição e impressão | 3.0% | 3.0% | 3.1% | 4.4% | 3.1% | 1.3% | 1.4% | 1.8% | 1.9% | 1.3% | 1.5% | 1.6% | 1.5% | 0.8% | 0.8% | 0.7% | 0.8% |
| Fabricação de coque, produtos petrolíferos refinados e combustíveis nucleares | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.4% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.8% | 0.9% | 0.6% | 0.7% |
| Fabricação de produtos químicos, produtos químicos e fibras sintéticas ou artificiais | 9.7% | 7.7% | 7.6% | 10.9% | 8.2% | 0.9% | 0.8% | 0.9% | 1.3% | 1.4% | 1.5% | 1.7% | 1.7% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.7% |
| Fabricação de borracha e produtos plásticos | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 0.8% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| Fabricação de outros produtos minerais não metálicos | 0.5% | 0.5% | 0.7% | 1.1% | 1.3% | 1.2% | 1.3% | 1.7% | 1.9% | 1.2% | 1.3% | 1.4% | 1.4% | 0.5% | 0.6% | 0.8% | 0.9% |
| Indústrias metalúrgicas de base e de produtos metálicos | 0.7% | 0.8% | 0.8% | 1.1% | 1.0% | 1.6% | 1.5% | 1.7% | 1.8% | 2.6% | 2.6% | 2.8% | 2.3% | 1.2% | 1.1% | 1.2% | 1.1% |
| Fabricação de máquinas e equipamentos n.e. | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.8% | 1.2% | 0.9% | 0.8% | 0.9% | 0.8% | 1.1% | 1.1% | 1.3% | 1.1% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| Fabricação de equipamento eléctrico e de óptica | 4.2% | 4.1% | 4.8% | 8.1% | 6.0% | 1.2% | 0.9% | 1.2% | 1.2% | 0.9% | 0.9% | 1.3% | 1.3% | 0.3% | 0.5% | 0.4% | 0.4% |
| Fabricação de equipamentos de transporte | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.8% | 0.8% | 1.1% | 0.6% | 1.5% | 1.7% | 2.0% | 2.0% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| Fabricação n.e. | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.8% | 0.9% | 0.7% | 0.8% | 0.9% | 0.8% | 0.5% | 0.5% | 0.4% | 0.6% |
| Electricidade, gás e abastecimento de água | 1.6% | 1.5% | 1.2% | 1.0% | 1.7% | 3.0% | 2.6% | 2.4% | 2.9% | 2.2% | 2.0% | 2.0% | 2.8% | 2.7% | 2.7% | 2.7% | 2.2% |
| Construção | 5.6% | 7.7% | 10.0% | 7.5% | 5.3% | 6.8% | 6.9% | 7.6% | 6.4% | 11.4% | 11.5% | 8.3% | 7.5% | 4.6% | 5.2% | 6.3% | 7.0% |
| Comerc. por grosso e a retalho, reparação de veic. aut., motoc. e de bens pessoais e domést. | 9.5% | 10.1% | 10.3% | 9.0% | 9.8% | 13.5% | 13.0% | 13.4% | 14.1% | 10.7% | 10.7% | 11.2% | 11.4% | 16.5% | 16.3% | 16.9% | 14.8% |
| Hotéis e restaurantes | 2.2% | 2.3% | 2.3% | 2.6% | 2.1% | 4.8% | 4.4% | 4.1% | 3.7% | 7.2% | 7.5% | 7.6% | 7.4% | 7.3% | 7.3% | 7.0% | 7.5% |
| Transportes, armazenagem e comunicações | 5.4% | 5.0% | 5.3% | 6.3% | 5.5% | 7.0% | 6.9% | 6.6% | 6.5% | 6.7% | 6.9% | 7.3% | 7.9% | 9.3% | 11.0% | 10.2% | 7.8% |
| Intermediação financeira | 9.8% | 10.4% | 10.2% | 7.3% | 8.1% | 7.7% | 6.6% | 6.1% | 6.3% | 5.4% | 5.4% | 4.6% | 5.5% | 5.5% | 5.1% | 4.8% | 5.5% |
| Actividades imobiliárias, alugueres e actividades empresariais | 17.4% | 18.6% | 16.9% | 14.0% | 9.4% | 15.4% | 14.9% | 14.5% | 13.6% | 17.6% | 16.5% | 14.9% | 13.1% | 14.6% | 13.9% | 14.2% | 15.1% |
| Administração pública, defesa e segurança social obrigatória | 5.6% | 5.0% | 4.4% | 4.1% | 5.6% | 8.6% | 9.5% | 8.9% | 8.2% | 6.2% | 6.0% | 6.2% | 6.4% | 9.6% | 8.7% | 8.5% | 8.3% |
| Educação | 5.9% | 5.1% | 4.2% | 3.5% | 5.3% | 6.4% | 7.2% | 6.6% | 6.2% | 4.8% | 4.8% | 4.9% | 4.8% | 6.9% | 6.3% | 5.8% | 5.1% |
| Saúde e trabalho social | 8.2% | 7.5% | 6.9% | 5.4% | 6.1% | 6.0% | 6.7% | 5.4% | 4.9% | 5.9% | 5.5% | 5.1% | 5.4% | 3.9% | 4.5% | 4.1% | 3.7% |
| Outras actividades de serviços colectivos sociais e pessoais | 3.0% | 3.0% | 2.8% | 2.7% | 3.1% | 2.4% | 2.6% | 2.3% | 1.9% | 3.8% | 3.8% | 3.6% | 3.1% | 4.3% | 4.5% | 3.9% | 4.0% |
| Actividades das famílias | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.9% | 0.8% | 0.7% | 0.7% | 0.8% | 0.9% | 1.0% | 1.1% | 0.9% | 0.9% | 0.8% | 0.6% |
| Organizações e organismos extra-territoriais | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Sector primário | 1.5% | 1.8% | 2.0% | 3.7% | 7.8% | 3.0% | 3.2% | 4.2% | 6.3% | 2.8% | 2.8% | 4.7% | 5.0% | 3.6% | 3.6% | 5.3% | 7.2% |
| Sector secundário | 31.4% | 31.0% | 34.6% | 41.3% | 37.2% | 24.3% | 24.2% | 27.1% | 27.7% | 28.2% | 29.4% | 28.9% | 29.0% | 17.5% | 17.8% | 18.7% | 20.4% |
| Serviços | 67.1% | 67.2% | 63.4% | 55.0% | 55.0% | 72.7% | 72.6% | 68.6% | 66.0% | 69.0% | 67.1% | 66.4% | 66.0% | 78.9% | 78.6% | 76.0% | 72.5% |

Fonte: Eurostat, BPI calc.

BASES DE DADOS

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos em Janeiro e Fevereiro 2011

CONJUNTURA ECONÓMICA

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

MERCADOS CAMBIAIS

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

MERCADOS MONETÁRIOS

Taxas de Juro Internacionais

MERCADOS DE OBRIGAÇÕES

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

MERCADOS DE ACÇÕES

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções

COMMODITIES

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Janeiro e Fevereiro de 2011***Janeiro 2011**

| | | |
|-------------|-------|---|
| EUA | 4 | Publicação das minutas da reunião de 14 de Dezembro |
| Portugal | 11 | Banco de Portugal publica boletim de Inverno |
| Reino Unido | 12-13 | Reunião do Comité de Política Monetária |
| UEM | 13 | Reunião do Comité de Política Monetária |
| UE | 18 | Reunião dos ministros das finanças |
| Portugal | 21 | Banco de Portugal publica relatório e indicadores económicos |
| Portugal | 23 | Eleições presidenciais |
| Japão | 24-25 | Reunião do Comité de Política Monetária |
| EUA | 25-26 | Reunião do Comité de Política Monetária da Reserva Federal (FOMC) |
| Reino Unido | 26 | Publicação das minutas da reunião de 12-13 de Janeiro |
| Japão | 28 | Publicação das minutas da reunião de 20-21 de Dezembro |
| Portugal | 28 | Banco de Portugal publica inquérito sobre o mercado de crédito realizado aos bancos |

Fevereiro 2011

| | | |
|-------------|-------|---|
| UEM | 3 | Reunião do Comité de Política Monetária |
| Reino Unido | 9-10 | Reunião do Comité de Política Monetária |
| Japão | 16-17 | Reunião do Comité de Política Monetária |
| Japão | 18 | Publicação do boletim mensal do Banco do Japão |
| Japão | 22 | Publicação das minutas da reunião de 24-25 de Janeiro |
| CE | 25 | Publicação das previsões económicas intercalares |

Notas: (-) Esperado durante o mês.

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

Indicadores de Conjuntura Económica em Portugal

| | 2008 | | | 2009 | | | 2010 | | | 2011 | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|------|------|------|-----|------|
| | Jun. | Jul. | Ago. | Sep. | Out. | Nov. | Dez. | Jan. | Feb. | Mar. | Abr. | Ma. | Jun. |
| Contas Nacionais (Base 2000) | | | | | | | | | | | | | |
| PIB ⁽¹⁾ | 0.0 | -2.6 | 1.4 | 1.4 | - | - | - | 1.4 | - | - | - | - | - |
| Consumo privado ⁽¹⁾ | 1.7 | -1.0 | 3.7 | 1.1 | - | - | - | 1.1 | - | - | - | - | - |
| Consumo público ⁽¹⁾ | 1.1 | 2.9 | 6.5 | 0.3 | - | - | - | 0.3 | - | - | - | - | - |
| Investimento ⁽¹⁾ | 0.5 | -11.9 | -4.3 | -8.6 | - | - | - | -8.6 | - | - | - | - | - |
| Exportações ⁽¹⁾ | -0.5 | -11.8 | 9.1 | 9.2 | - | - | - | 9.2 | - | - | - | - | - |
| Importações ⁽¹⁾ | 2.7 | -10.9 | 9.8 | 1.5 | - | - | - | 1.5 | - | - | - | - | - |
| Preços e salários | | | | | | | | | | | | | |
| Taxa de inflação média (%) | 2.6 | -0.8 | -0.2 | 0.3 | 0.6 | 0.9 | 1.2 | 0.6 | 0.9 | 1.2 | - | - | - |
| Taxa de inflação homóloga (%) | 0.8 | -0.1 | 1.2 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 2.3 | 1.9 | 2.3 | 2.3 | - | - | - |
| Taxa de inflação harmonizada (%) | 0.8 | -0.1 | 1.1 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.3 | 2.0 | 2.3 | 2.2 | - | - | - |
| Inflação de Bens (taxa harmonizada) | -0.5 | -0.9 | 1.5 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 3.2 | 2.6 | 3.2 | 3.0 | - | - | - |
| Inflação de Serviços (taxa harmonizada) | 3.0 | 1.0 | 0.7 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | - | - | - |
| Variação de salários sector privado (%) ⁽²⁾ | 4.0 | 3.5 | 3.6 | 3.0 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Nível de actividade | | | | | | | | | | | | | |
| Indicador de Condições Financeiras (BPI) ⁽³⁾ | 0.76 | 0.74 | 0.95 | - | 1.11 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Indicador coincidente do Bdp (tvh) | -0.3 | -1.8 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 0.7 | - | - | - | - |
| Índice de produção industrial (tvh) | -9.3 | -1.5 | 3.4 | 1.3 | -0.1 | -1.9 | -2.0 | 0.7 | -2.0 | 0.7 | - | - | - |
| Índice de confiança na indústria | -31 | -21 | -13 | -11 | -11 | -10 | -9 | -9 | -9 | -8 | - | - | - |
| Índice de confiança dos consumidores | -46 | -33 | -40 | -40 | -38 | -38 | -50 | -51 | -49 | -49 | - | - | - |
| Índice de confiança no sector da construção | -41 | -41 | -46 | -48 | -48 | -48 | -55 | -51 | -49 | -49 | - | - | - |
| Índice de confiança no comércio a retalho | -29 | -17 | -1 | 0 | -1 | -1 | -9 | -6 | -9 | -9 | - | - | - |
| Vendas a retalho (tvh) | -4.2 | 2.6 | -0.8 | -0.6 | -0.5 | -0.6 | -1.2 | -4.8 | -1.2 | -4.8 | - | - | - |
| Vendas de automóveis (tvh) | 37.9 | -17.9 | 62.5 | 18.4 | 13.4 | 15.1 | 1.1 | 19.2 | 1.1 | 19.2 | - | - | - |
| Vendas de cimento (tvh) | -6.6 | -15.6 | -4.6 | -7.0 | -2.2 | -4.5 | -11.4 | - | - | - | - | - | - |
| Dormidas na hotelaria | -1.3 | -7.1 | -1.4 | 7.4 | 5.9 | 7.8 | - | - | - | - | - | - | - |
| Taxa de Desemprego (%) | 7.6 | 9.5 | 10.6 | 10.9 | - | - | - | 10.9 | - | - | - | - | - |
| Exterior | | | | | | | | | | | | | |
| Balança Corrente (ytd; M.E.) | -21,699 | -17,262 | -9,695 | -10,287 | -11,179 | -12,138 | -13,193 | - | - | - | - | - | - |
| Bens e serviços (ytd; M.E.) | -25,244 | -19,648 | -10,174 | -11,417 | -13,045 | -14,588 | -16,280 | - | - | - | - | - | - |
| Exportações Mercadorias (ytd; var.%) | 1.0 | -18.1 | 15.1 | - | 15.0 | 15.5 | - | 15.5 | - | - | - | - | - |
| Importações Mercadorias (ytd; var.%) | 7.2 | -18.1 | 10.6 | - | 9.6 | 10.2 | - | 10.2 | - | - | - | - | - |
| Balança Financeira (M.E.; ytd) | 17,941 | 15,606 | 10,891 | - | - | - | - | 10,891 | - | - | - | - | - |
| Investimento directo em Port. (M.E.; - ytd) | 3,185 | 2,067 | 1,884 | - | - | - | - | 1,884 | - | - | - | - | - |
| Investimento directo de Port. no exterior (M.E.; - ytd) | -1,872 | -931 | -1,917 | - | - | - | - | -1,917 | - | - | - | - | - |
| Outro investimento em Portugal (M.E.; - ytd) | -8,954 | 877 | 37,042 | - | - | - | - | 37,042 | - | - | - | - | - |
| Outro investimento de Portugal no exterior (M.E.; - ytd) | 10,747 | -139 | -6,924 | - | - | - | - | -6,924 | - | - | - | - | - |
| Finanças Públicas | | | | | | | | | | | | | |
| Financiamento do SPA (ytd; M.E.) | 4,572 | 15,737 | 9,566 | - | - | - | - | 9,566 | - | - | - | - | - |

Fontes: tvh: taxa de variação homóloga
 Notas: tvh: taxa de variação homóloga

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

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

| Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I | 2008 | | | 2009 | | | 2010 | | | 2011 | | | |
|---|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| | Jun. | Jul. | Ago. | Set. | Out. | Nov. | Dez. | Jan. | Feb. | Mar. | Abr. | Mai. | Jun. |
| Matérias Primas | | | | | | | | | | | | | |
| Preço do petróleo (USD/Barril Brent) | 41.76 | 77.2 | 73.87 | 78.28 | 74.31 | 81.42 | 82.63 | 84.91 | 94.3 | - | - | - | - |
| Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.) | -26.5 | 41.5 | 1.5 | 14.1 | 19 | 26.3 | 30.8 | 24.2 | - | - | - | - | - |
| Custos laborais | | | | | | | | | | | | | |
| EUA | 2.7 | -3.5 | -1.9 | -1.1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Euro12 | 4.2 | 2 | 1.6 | 0.8 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Japão | -1.5 | -5.9 | 1.8 | 1.4 | 0.4 | 0.9 | 0.5 | -0.2 | - | - | - | - | - |
| Taxas de Juro de Curto prazo | | | | | | | | | | | | | |
| EUA | 1.43 | 0.25 | 0.53 | 0.45 | 0.30 | 0.29 | 0.29 | 0.30 | 0.30 | - | - | - | - |
| Euro12 | 2.89 | 0.66 | 0.71 | 0.83 | 0.83 | 0.85 | 0.99 | 0.97 | 0.94 | - | - | - | - |
| Japão | 0.83 | 0.28 | 0.24 | 0.24 | 0.23 | 0.22 | 0.20 | 0.19 | 0.19 | - | - | - | - |
| Taxas de Juro de Longo prazo | | | | | | | | | | | | | |
| EUA | 2.21 | 3.84 | 2.93 | 2.91 | 2.47 | 2.51 | 2.60 | 2.80 | 3.29 | - | - | - | - |
| Alemanha | 2.95 | 3.39 | 2.58 | 2.67 | 2.12 | 2.28 | 2.52 | 2.67 | 2.96 | - | - | - | - |
| Japão | 1.17 | 1.30 | 1.09 | 1.07 | 0.97 | 0.94 | 0.94 | 1.19 | 1.13 | - | - | - | - |
| Taxas de Cambio Efectivas | | | | | | | | | | | | | |
| EUA (+ valorização;-depreciação) | 9.1 | -7.0 | 0.2 | -1.1 | -0.7 | -0.8 | -2.0 | -1.2 | -1.0 | - | - | - | - |
| Euro12 | 0.6 | -1.0 | -10.4 | -7.2 | -9.6 | -7.4 | -7.2 | -10.9 | -8.2 | - | - | - | - |
| Japão | 32.5 | -4.9 | 9.6 | 9.5 | 11.1 | 6.0 | 11.1 | 3.2 | 11.1 | - | - | - | - |
| Preços no Produtor | | | | | | | | | | | | | |
| EUA | -0.9 | 4.3 | 2.7 | 4.1 | 3.1 | 4 | 4.3 | 3.5 | - | - | - | - | - |
| Euro12 | 1.2 | -2.9 | 3.1 | 4 | 3.6 | 4.3 | 4.4 | 4.5 | - | - | - | - | - |
| Japão | 0.9 | -3.8 | 0.4 | -0.1 | - | -0.1 | 0.8 | 0.9 | - | - | - | - | - |
| Preços no Consumidor | | | | | | | | | | | | | |
| EUA | 0.1 | 2.7 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | - | - | - | - | - |
| Euro12 | 1.6 | 0.9 | 1.4 | 1.7 | 1.6 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | - | - | - | - | - |
| Japão | 0.4 | -1.7 | -0.7 | -0.9 | -0.9 | -0.6 | 0.2 | 0.1 | - | - | - | - | - |
| Massa Monetária | | | | | | | | | | | | | |
| EUA (M2) | 10 | 3.5 | 1.8 | 1.9 | 2.7 | 3 | 3.2 | 3.3 | - | - | - | - | - |
| Euro12 | 7.6 | -0.3 | 0.2 | 0.2 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 1.9 | - | - | - | - | - |
| Japão | 3.2 | 3.2 | 2.9 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.6 | - | - | - | - | - |

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

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

| Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II | 2008 | | | 2009 | | | 2010 | | | 2011 | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|------|------|------|------|------|--|
| | Jun. | Jul. | Ago. | Set. | Out. | Nov. | Dez. | Jan. | Feb. | Mar. | Abr. | Mai. | Jun. | |
| Crescimento do Produto | | | | | | | | | | | | | | |
| EUA (anualizado) | 0.0 | -2.6 | 1.7 | 2.6 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Europa 12 (q/q) | 0.3 | -4.0 | 1.0 | 0.4 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Japão (q/q) | -1.2 | -6.3 | 0.7 | 1.1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Desemprego | | | | | | | | | | | | | | |
| EUA | 7.4 | 10.0 | 9.5 | 9.6 | 9.6 | 9.8 | - | - | - | - | - | - | - | |
| Europa 12 | 8.2 | 9.9 | 10.0 | 10.0 | 10.1 | - | - | - | - | - | - | - | - | |
| Japão | 4.4 | 5.2 | 5.3 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | - | - | - | - | - | - | - | |
| Confiança das Empresas | | | | | | | | | | | | | | |
| EUA - Índice de confiança PME's | 85 | 88 | 89 | 89 | - | - | 93 | - | - | - | - | - | - | |
| Europa 12 - Índice do Eurostat | -33 | -16 | -6 | -3 | -2 | 0 | 1 | 4 | - | - | - | - | - | |
| Japão - Índice Iankan (grandes empresas:manufaturas) | -24 | -24 | 1 | 8 | - | - | 5 | - | - | - | - | - | - | |
| Confiança dos Consumidores | | | | | | | | | | | | | | |
| EUA - Índice da Universidade de Michigan | 60.1 | 72.5 | 76 | 67.8 | 68.9 | 68.2 | 67.7 | 71.6 | 74.5 | - | - | - | - | |
| Índice do Conference Board | 38.6 | 53.6 | 54.3 | 51.0 | 53.2 | 48.6 | 49.9 | 54.3 | 52.5 | - | - | - | - | |
| Europa 12 - Índice do Eurostat | -31 | -16 | -17 | -14 | -11 | -11 | -11 | -9 | -11 | - | - | - | - | |
| Japão - Índice do ESRI | 26.2 | 37.6 | 43.5 | 43.3 | 42.4 | 41.2 | 40.9 | 40.4 | - | - | - | - | - | |
| Indicador Avançado da OCDE | | | | | | | | | | | | | | |
| EUA | 89.9 | 96.8 | 98.2 | 98.0 | 97.9 | 97.9 | 98.1 | - | - | - | - | - | - | |
| Europa 12 | 90.6 | 98.3 | 98.3 | 98.1 | 97.8 | 97.6 | 97.3 | - | - | - | - | - | - | |
| Japão | 89.9 | 92.8 | 93.9 | 93.7 | 93.5 | 93.2 | 92.9 | - | - | - | - | - | - | |
| Indicador da Actividade Industrial | | | | | | | | | | | | | | |
| EUA - ISM Manufaturas | 32.5 | 54.9 | 56.2 | 55.5 | 56.3 | 54.4 | 56.9 | 56.6 | 57.0 | - | - | - | - | |
| Europa 12 - Reuters PMI Manufaturas | 33.9 | 51.6 | 55.6 | 56.7 | 55.1 | 53.7 | 54.6 | 55.3 | 57.1 | - | - | - | - | |
| Japão - Índice da Actividade Industrial (sa) | 95.6 | 93.6 | 96.1 | 97.0 | 96.9 | 96.1 | 95.9 | - | - | - | - | - | - | |
| Produção Industrial (t.v.h.) | | | | | | | | | | | | | | |
| EUA | -9.4 | -1.6 | 8.3 | 7.7 | 6.7 | 6.0 | 5.5 | 5.4 | - | - | - | - | - | |
| Europa 12 | -12.5 | -3.4 | 8.2 | 7.3 | 7.9 | 5.6 | 7.0 | - | - | - | - | - | - | |
| Japão | -3.2 | 6.4 | 17.3 | 14.2 | 15.1 | 11.5 | 4.3 | 5.8 | - | - | - | - | - | |
| Vendas a retalho (t.v.h.) | | | | | | | | | | | | | | |
| EUA | -11.1 | 5.5 | 5.2 | 5.6 | 4.2 | 7.7 | 8.0 | 7.7 | - | - | - | - | - | |
| Europa 12 | -2.1 | -0.2 | 1.3 | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 1.2 | 0.4 | - | - | - | - | - | |
| Japão | -11.2 | -10.9 | 1.3 | 0.9 | 2.1 | 1.5 | 0.3 | 5.1 | - | - | - | - | - | |
| Balança comercial (bil moeda local; últimos 12 meses) | | | | | | | | | | | | | | |
| EUA | -834.7 | -506.9 | -593.1 | -604.4 | -621.3 | -632.2 | -639.6 | - | - | - | - | - | - | |
| Europa 12 | -51.2 | 22.1 | 18.0 | 11.4 | 8.1 | 9.3 | 9.7 | - | - | - | - | - | - | |
| Japão | 2,317 | 2,681 | 6,032 | 6,339 | 6,565 | 6,844 | 6,833 | 6,725 | - | - | - | - | - | |

Fontes: Bloomberg, Conference Board, Economist, ESRI, Eurostat, OCDE, Reuters e Universidade de Michigan.
Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período, com excepção do PIB.

Cotações no Mercado Spot

| DATA | EUR/USD | EUR/JPY | EUR/GBP | EUR/CHF | USD/JPY |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 02-Dez-10 | 1.3155 | 110.97 | 0.8445 | 1.3160 | 84.36 |
| 03-Dez-10 | 1.3246 | 110.86 | 0.8480 | 1.3143 | 83.69 |
| 06-Dez-10 | 1.3280 | 110.06 | 0.8472 | 1.3084 | 82.88 |
| 07-Dez-10 | 1.3363 | 110.43 | 0.8467 | 1.3062 | 82.64 |
| 09-Dez-10 | 1.3214 | 111.02 | 0.8382 | 1.3060 | 84.02 |
| 10-Dez-10 | 1.3244 | 110.80 | 0.8372 | 1.2998 | 83.66 |
| 13-Dez-10 | 1.3267 | 111.55 | 0.8438 | 1.2987 | 84.08 |
| 14-Dez-10 | 1.3435 | 111.63 | 0.8487 | 1.2916 | 83.09 |
| 15-Dez-10 | 1.3360 | 111.88 | 0.8529 | 1.2826 | 83.74 |
| 16-Dez-10 | 1.3238 | 111.28 | 0.8480 | 1.2849 | 84.06 |
| 17-Dez-10 | 1.3260 | 111.26 | 0.8519 | 1.2738 | 83.91 |
| 20-Dez-10 | 1.3147 | 110.10 | 0.8462 | 1.2698 | 83.75 |
| 21-Dez-10 | 1.3155 | 110.00 | 0.8503 | 1.2613 | 83.62 |
| 22-Dez-10 | 1.3112 | 109.68 | 0.8492 | 1.2502 | 83.65 |
| 23-Dez-10 | 1.3064 | 108.95 | 0.8482 | 1.2553 | 83.40 |
| 27-Dez-10 | 1.3136 | 108.89 | 0.8523 | 1.2626 | 82.89 |
| 28-Dez-10 | 1.3195 | 108.20 | 0.8535 | 1.2513 | 82.00 |
| 29-Dez-10 | 1.3136 | 107.99 | 0.8539 | 1.2483 | 82.21 |
| 30-Dez-10 | 1.3280 | 108.24 | 0.8602 | 1.2475 | 81.51 |
| 31-Dez-10 | 1.3362 | 108.65 | 0.8608 | 1.2504 | 81.31 |
| Var. Mês % | 1.57 | -2.09 | 1.92 | -4.98 | -3.61 |
| Var. em 2010 % | -7.14 | -18.69 | -3.44 | -15.93 | -12.44 |
| Média mensal | 1.3232 | 110.12 | 0.8491 | 1.2790 | 83.22 |

Fonte: BPI, BCE.

Taxas Oficiais de Conversão para o EURO

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

Fonte: BCE.

Nota: (*) Desde 01/01/2009.

MTC-II

| | Taxa Central face ao EURO | Bandas de Variação |
|--------------------------|------------------------------|-----------------------|
| DKK (Coroa dinamarquesa) | 7.46038 | +/-2.25% |
| EEK (Coroa estoniana) | 15.6466 | +/-15% |
| LTL (Litas lituana) | 3.45280 | +/-15% |
| LVL (Lats letão) | 0.702804 | +/-15% |

Fonte: BCE.

Taxas de Juro Internacionais

| | T/N | 1 Mês | 3 Meses | 6 Meses | <i>03.Jan.10</i> 1 Ano |
|-----|------------|--------------|----------------|----------------|----------------------------------|
| EUR | 0.61% | 0.71% | 0.94% | 1.18% | 1.47% |
| USD | 0.25% | 0.26% | 0.30% | 0.46% | 0.78% |
| JPY | 0.10% | 0.13% | 0.19% | 0.35% | 0.57% |
| GBP | 0.57% | 0.59% | 0.76% | 1.05% | 1.51% |
| CHF | 0.10% | 0.14% | 0.17% | 0.24% | 0.52% |

Fonte: BPI, Reuters.

Nota: Taxas de juro Libor para todas as moedas.

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

| | 2008 | 2009 | 2009 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 | 2010 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|------|------|------|
| | | Dez. | Jan. | Fev. | Mar. | Abr. | Mai. | Jun. | Jul. | Ago. | Set. | Out. | Nov. | | | | | |
| Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Saldo em final do mês (10 ⁶ euros) | 207,339 | 255,775 | 255,755 | 258,878 | 262,017 | 263,781 | 263,738 | 260,747 | 261,245 | 267,632 | 273,794 | 270,502 | 274,823 | | | | | |
| Emissões líquidas (10 ⁶ euros) | 35,358 | 48,475 | 4,595 | 4,944 | 2,073 | 977 | 6,608 | -6,379 | 4,657 | 3,931 | 6,982 | 1,412 | 2,162 | | | | | |
| Valor de Obrigações do Tesouro emitidas | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Emissões brutas OT's (10 ⁶ euros) ¹ | 12,372 | 15,763 | 0 | 1,054 | 2,995 | 1,968 | 2,100 | 1,025 | 2,661 | 2,218 | 2,609 | 1,977 | 0 | 2,293 | | | | |
| Emissões brutas BT's (10 ⁶ euros) ¹ | 14,827 | 21,421 | 1,457 | 1,924 | 2,759 | 1,565 | 2,121 | 1,290 | 1,678 | 2,793 | 1,918 | 1,877 | 1,838 | | | | | |
| Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ² | 9,470 | 15,410 | 2,637 | 154 | 1,514 | 702 | 4,308 | -3,759 | 2,727 | -472 | 5,677 | 1,727 | 1,701 | | | | | |
| Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 ⁶ euros) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Saldo em final do mês (10 ⁶ euros) | 38,256 | 40,231 | 40,231 | 40,625 | 41,034 | 40,547 | 41,035 | 42,256 | 41,785 | 42,614 | 42,982 | 42,240 | 41,647 | | | | | |
| Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³ | 5,112 | 1,985 | -1,039 | 367 | 397 | -443 | 481 | 1,191 | -479 | 851 | 356 | -714 | -590 | | | | | |
| Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 ⁶ euros) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Saldo em final do mês (10 ⁶ euros) | 54,081 | 79,367 | 79,367 | 83,917 | 84,175 | 85,005 | 86,857 | 83,264 | 84,143 | 85,377 | 84,786 | 84,480 | 85,776 | | | | | |
| Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³ | 17,361 | 25,615 | 444 | 4,527 | 247 | 855 | 1,819 | -3,630 | 872 | 1,274 | -391 | -376 | 1,071 | | | | | |
| Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 ⁶ euros) | 95,969 | 109,963 | 109,963 | 109,253 | 112,250 | 112,188 | 116,341 | 112,750 | 115,595 | 115,072 | 120,780 | 122,015 | 123,832 | 123,943 | | | | |
| BT's | 12,187 | 17,231 | 17,231 | 15,017 | 16,438 | 15,304 | 16,870 | 16,623 | 17,913 | 15,658 | 18,252 | 16,866 | 18,744 | 16,696 | | | | |
| OT's | 82,148 | 91,907 | 91,907 | 92,907 | 94,853 | 96,304 | 98,163 | 94,351 | 97,055 | 98,735 | 101,404 | 103,479 | 103,479 | 105,946 | | | | |
| OTRV's | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| Outros Títulos (ECP, MTN's, etc) | 1,004 | 825 | 825 | 1,329 | 959 | 580 | 1,308 | 1,776 | 627 | 679 | 1,124 | 1,670 | 1,609 | 1,301 | | | | |
| Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 ⁶ euros) | 2,785 | 2,987 | 2,987 | 2,904 | 2,702 | 2,517 | 2,483 | 2,801 | 2,085 | 2,090 | 3,035 | 3,088 | 3,061 | | | | | |
| Valor de Obrig. na posse de não residentes ⁴ | 73,680 | 79,498 | 79,498 | - | - | 82,329 | - | - | 71,780 | - | - | 74,485 | - | | | | | |
| Stock em fim de período/Capitalização Bolsista | 2,0 | 3,0 | 3,0 | - | - | 2,8 | - | - | 1,7 | - | - | 1,3 | - | | | | | |
| Transacções de Obrigações do Tesouro no MEDIP: 5 (média diária) (10 ⁶ euros) | 203 | 238 | 189 | 281 | 158 | 172 | 221 | 121 | 93 | 186 | 131 | 204 | 213 | 125 | | | | |

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

Notas: 1. Inclui apenas emissões em mercado interno de Títulos de Dívida Transaccionáveis - BT's, OT's e OTRV's.

2. Inclui emissões no mercado interno e externo pela Administração Central; inclui certificados de aforo.

3. Inclui emissões no mercado interno e externo; inclui títulos de participação.

4. Inclui apenas Dívida Pública emitida no mercado interno e o valor encontra-se expresso em milhões de euros.

5. MEDIP: Mercado Especial de Dívida Pública, a funcionar desde 24.07.00 (inclui EuroMTS).

Evolução dos Indexantes

| DATAS | TD3 | EONIA | EQUIVALENTE (1) | TAXA | TBA (2) | EURIBOR (ACT/360) | | | | | | LIBOR / EURO | | |
|-----------|---------|-------|-----------------|-------|---------|-------------------|---------|---------|---------|---------|----------|--------------|---------|---------|
| | | | | | | 1 mês | 2 meses | 3 meses | 6 meses | 9 meses | 12 meses | 1 mês | 3 meses | 6 meses |
| 01-Dez-10 | 1.11510 | 0.47 | 1.00 | 1.146 | 0.8120 | 0.9150 | 1.0260 | 1.2580 | 1.3980 | 1.5280 | 0.7538 | 0.9688 | 1.2050 | 1.4875 |
| 02-Dez-10 | 1.11510 | 0.46 | 1.00 | 1.146 | 0.8150 | 0.9160 | 1.0270 | 1.2580 | 1.3970 | 1.5280 | 0.7588 | 0.9688 | 1.2063 | 1.4875 |
| 03-Dez-10 | 1.11510 | 0.41 | 1.00 | 1.145 | 0.8160 | 0.9160 | 1.0270 | 1.2560 | 1.3940 | 1.5260 | 0.7638 | 0.9713 | 1.2063 | 1.4875 |
| 06-Dez-10 | 1.11510 | 0.39 | 1.00 | 1.144 | 0.8190 | 0.9170 | 1.0280 | 1.2560 | 1.3920 | 1.5240 | 0.7650 | 0.9713 | 1.2063 | 1.4863 |
| 07-Dez-10 | 1.11510 | 0.74 | 1.00 | 1.143 | 0.8210 | 0.9180 | 1.0290 | 1.2580 | 1.3940 | 1.5250 | 0.7663 | 0.9725 | 1.2050 | 1.4888 |
| 08-Dez-10 | 1.11510 | 0.72 | 1.00 | 1.142 | 0.8210 | 0.9170 | 1.0290 | 1.2590 | 1.3950 | 1.5260 | 0.7625 | 0.9669 | 1.2050 | 1.4900 |
| 09-Dez-10 | 1.11510 | 0.65 | 1.00 | 1.141 | 0.8220 | 0.9170 | 1.0290 | 1.2590 | 1.3980 | 1.5280 | 0.7613 | 0.9631 | 1.2050 | 1.4900 |
| 10-Dez-10 | 1.11510 | 0.63 | 1.00 | 1.140 | 0.8220 | 0.9170 | 1.0280 | 1.2570 | 1.4000 | 1.5300 | 0.7575 | 0.9569 | 1.2038 | 1.4888 |
| 13-Dez-10 | 1.11510 | 0.59 | 1.00 | 1.139 | 0.8190 | 0.9150 | 1.0260 | 1.2570 | 1.4030 | 1.5330 | 0.7538 | 0.9556 | 1.2000 | 1.4888 |
| 14-Dez-10 | 1.11510 | 0.57 | 1.00 | 1.138 | 0.8190 | 0.9130 | 1.0260 | 1.2540 | 1.3990 | 1.5300 | 0.7500 | 0.9531 | 1.1938 | 1.4850 |
| 15-Dez-10 | 1.11510 | 0.51 | 1.00 | 1.137 | 0.8130 | 0.9130 | 1.0250 | 1.2540 | 1.3990 | 1.5310 | 0.7375 | 0.9500 | 1.1925 | 1.4819 |
| 16-Dez-10 | 1.11510 | 0.45 | 1.00 | 1.136 | 0.8130 | 0.9120 | 1.0240 | 1.2540 | 1.4000 | 1.5330 | 0.7300 | 0.9469 | 1.1913 | 1.4800 |
| 17-Dez-10 | 1.11510 | 0.43 | 1.00 | 1.135 | 0.8110 | 0.9110 | 1.0230 | 1.2540 | 1.4010 | 1.5330 | 0.7263 | 0.9456 | 1.1925 | 1.4800 |
| 20-Dez-10 | 1.11510 | 0.40 | 1.00 | 1.135 | 0.8090 | 0.9090 | 1.0220 | 1.2540 | 1.4000 | 1.5330 | 0.7288 | 0.9456 | 1.1925 | 1.4800 |
| 21-Dez-10 | 1.11510 | 0.39 | 1.00 | 1.134 | 0.8100 | 0.9090 | 1.0220 | 1.2530 | 1.4010 | 1.5330 | 0.7275 | 0.9469 | 1.1938 | 1.4800 |
| 22-Dez-10 | 1.11510 | 0.38 | 1.00 | 1.133 | 0.8110 | 0.9090 | 1.0210 | 1.2530 | 1.3990 | 1.5340 | 0.7256 | 0.9463 | 1.1938 | 1.4800 |
| 23-Dez-10 | 1.11510 | 0.36 | 1.00 | 1.133 | 0.8050 | 0.9020 | 1.0150 | 1.2480 | 1.3920 | 1.5260 | 0.7238 | 0.9413 | 1.1925 | 1.4788 |
| 24-Dez-10 | 1.11510 | 0.40 | 1.00 | 1.133 | 0.8030 | 0.9010 | 1.0140 | 1.2430 | 1.3890 | 1.5210 | 0.7238 | 0.9400 | 1.1925 | 1.4775 |
| 27-Dez-10 | 1.11510 | 0.44 | 1.00 | 1.132 | 0.8040 | 0.9020 | 1.0140 | 1.2410 | 1.3870 | 1.5200 | 0.7188 | 0.9413 | 1.1925 | 1.4763 |
| 28-Dez-10 | 1.11510 | 0.45 | 1.00 | 1.132 | 0.8040 | 0.9010 | 1.0140 | 1.2400 | 1.3870 | 1.5190 | 0.7175 | 0.9413 | 1.1900 | 1.4756 |
| 29-Dez-10 | 1.11510 | 0.43 | 1.00 | 1.131 | 0.8030 | 0.9000 | 1.0130 | 1.2380 | 1.3850 | 1.5170 | 0.7225 | 0.9425 | 1.1888 | 1.4744 |
| 30-Dez-10 | 1.11510 | 0.39 | 1.00 | 1.130 | 0.7900 | 0.8930 | 1.0100 | 1.2340 | 1.3790 | 1.5140 | 0.7138 | 0.9394 | 1.1850 | 1.4725 |
| 31-Dez-10 | 1.11510 | 0.82 | 1.00 | 1.130 | 0.7820 | 0.8850 | 1.0060 | 1.2270 | 1.3720 | 1.5070 | 0.7100 | 0.9388 | 1.1831 | 1.4725 |

Fonte: BPI, Reuters, IGCP, Bdp.

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

(1) Ex-taxa de desconto do BP. De acordo com a Portaria nº 1227/2001, esta taxa passa a ser igual à taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento pelo BCE.

(2) Desde 1/2/99 a TBA passou a ser fixada segundo a seguinte fórmula: $0.52 \times L3 + 0.47 \times L2 - 0.12$, em que L3 e L2 representam as médias móveis das últimas 20 observações da Libor a 3 e 12 meses, respectivamente, terminadas no penúltimo dia útil ao dia a que se refere o cálculo.

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

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

03.Jan.11

| Título | Maturidade | Admitidas a negoc. (10 ³ EUR) | Vida | | Cupão | Preço | Modified Duration | YTM |
|--------------------------|------------|---|------|-------|--------|--------|----------------------|--------|
| | | | Anos | Meses | | | | |
| Obrig. do Tesouro | | | | | | | | |
| Ots 5 Anos 05 | 2011-04-15 | 4,532,000.00 | 0 | 3 | 3.200% | 99.95 | 0.27 | 3.300% |
| Ots 10 Anos 01 | 2011-06-15 | 4,957,600.00 | 0 | 5 | 5.150% | 100.25 | 0.43 | 4.442% |
| Ots 10 Anos 02 | 2012-06-15 | 8,518,000.00 | 1 | 5 | 5.000% | 101.04 | 1.35 | 4.220% |
| Ots 15 Anos 98 | 2013-09-23 | 8,737,100.00 | 2 | 8 | 5.450% | 101.93 | 2.46 | 4.667% |
| Ots 10 Anos 03 | 2014-06-16 | 6,000,000.00 | 3 | 5 | 4.375% | 97.91 | 3.05 | 5.044% |
| Ots 5 Anos 09 | 2014-10-15 | 7,119,100.00 | 3 | 9 | 3.600% | 94.29 | 3.39 | 5.303% |
| Ots 10 Anos 05 | 2015-10-15 | 9,649,000.00 | 4 | 9 | 3.350% | 90.28 | 4.21 | 5.729% |
| Ots 10 Anos 06 | 2016-10-15 | 6,185,000.00 | 5 | 9 | 4.200% | 91.29 | 4.88 | 6.025% |
| Ots 10 Anos 07 | 2017-10-16 | 6,082,800.00 | 6 | 9 | 4.350% | 89.60 | 5.56 | 6.277% |
| Ots 10 Anos 08 | 2018-06-15 | 6,887,000.00 | 7 | 5 | 4.450% | 88.08 | 5.88 | 6.515% |
| Ots 10 Anos 09 | 2019-06-14 | 7,664,800.00 | 8 | 5 | 4.750% | 86.62 | 6.40 | 6.887% |
| Ots 10 Anos 10 | 2020-06-15 | 7,903,200.00 | 9 | 5 | 4.800% | 87.40 | 7.00 | 6.632% |
| Ots 15 Anos 05 | 2021-04-15 | 7,510,400.00 | 10 | 3 | 3.850% | 78.47 | 7.64 | 6.830% |
| Ots 15 Anos 08 | 2023-10-25 | 7,227,800.00 | 12 | 9 | 4.950% | 84.25 | 8.78 | 6.832% |
| Ots 30 Anos 06 | 2037-04-15 | 6,972,600.00 | 26 | 3 | 4.100% | 67.57 | 12.88 | 6.772% |

Fonte: BPI

Nota: O YTM é uma taxa anual

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações I

| | 30.Dez.10 | Var. % 1m | Var. % 6m | Var. % Ytd | Var. % face Min. 52 sem. | Data Min. 52sem. | Var. % face Máx. 52sem. | Data Máx. 52sem. | Var. % 1ano | Ind. Geral PER Estim. |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|--------------------------|------------------|-------------------------|------------------|-------------|-----------------------|
| DJ EURO STOXX 50 | 2,651.0 | -6.8 | 1.6 | -10.6 | 8.3 | 2010-05-25 | -12.9 | 2010-01-11 | -5.2 | 9.9 |
| DJ EURO STOXX | 261.7 | -5.2 | 4.2 | -5.3 | 11.1 | 2010-05-25 | -8.9 | 2010-04-15 | -0.1 | 11.2 |
| DJ EUROPE STOXX 50 | 2,477.6 | -2.6 | 3.4 | -4.2 | 9.9 | 2010-05-25 | -8.8 | 2010-04-15 | 1.9 | 10.1 |
| DJ EUROPE STOXX | 261.8 | -1.6 | 6.9 | 3.1 | 14.0 | 2010-05-25 | -4.5 | 2010-11-09 | 9.5 | 11.6 |
| MSCI EUROPE | n.d. | -3.0 | 5.5 | -0.9 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 2.7 | n.d. |
| BBG EUROPEAN INTERNET | 52.8 | -3.0 | 7.1 | 7.9 | 14.2 | 2009-11-30 | -4.0 | 2010-04-26 | 14.0 | 18.5 |
| BBG US INTERNET | 54.9 | -3.4 | 14.8 | 5.1 | 28.0 | 2010-07-01 | -7.7 | 2010-11-09 | 8.9 | 20.3 |
| FTSE 100 | 5,528.3 | -2.6 | 6.6 | 2.1 | 15.4 | 2010-07-01 | -6.3 | 2010-11-09 | 6.5 | 11.2 |
| DAX | 6,688.5 | 1.3 | 12.1 | 12.3 | 23.1 | 2010-02-05 | -3.2 | 2010-11-29 | 18.9 | 11.4 |
| CAC 40 | 3,610.4 | -5.8 | 2.9 | -8.3 | 9.8 | 2010-05-25 | -11.7 | 2010-01-11 | -1.9 | 10.5 |
| PSI-20 | 7,322.9 | -9.4 | 3.5 | -13.5 | 11.5 | 2010-05-25 | -17.5 | 2010-01-11 | -11.3 | 13.8 |
| IBEX 35 | 9,267.2 | -14.3 | -1.0 | -22.4 | 8.2 | 2010-06-08 | -24.3 | 2010-01-05 | -20.4 | 9.2 |
| DOW JONES INDUST. | 11,052.5 | -0.6 | 9.0 | 6.0 | 15.0 | 2010-07-02 | -3.5 | 2010-11-05 | 6.8 | 13.0 |
| S&P 500 | 1,187.8 | 0.2 | 8.9 | 6.4 | 17.3 | 2010-07-01 | -3.3 | 2010-11-05 | 8.3 | 13.9 |
| NASDAQ COMPOSITE INDEX | 2,525.2 | 0.0 | 11.1 | 10.5 | 21.7 | 2010-07-01 | -3.3 | 2010-11-09 | 16.9 | 18.6 |
| S&P UTILITIES | 280.8 | 1.1 | 9.5 | 15.5 | 20.7 | 2010-07-06 | -3.9 | 2010-04-30 | 16.8 | 15.9 |
| S&P FINANCIALS INDEX | 195.5 | -0.2 | -1.1 | 0.8 | 9.2 | 2010-08-25 | -15.2 | 2010-04-15 | -0.9 | 13.3 |
| NIKKEI 225 | 9,937.0 | 8.5 | 2.3 | -5.8 | 13.0 | 2010-09-01 | -12.9 | 2010-04-05 | 3.8 | 17.4 |
| BOVESPA | 67,908.2 | -3.2 | 8.5 | -0.3 | 18.7 | 2010-05-20 | -6.4 | 2010-11-04 | 2.0 | 13.1 |
| MSCI WORLD | n.d. | 0.1 | 7.1 | 2.8 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 6.8 | n.d. |

Fonte: Bloomberg

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações II

| | 31.Dez10 | Var. % 1m | Var. % 6m | Var. % Ytd | Var. % face Mín. 52 sem. | Data Mín. 52sem. | Var. % face Máx. 52sem. | Data Máx. 52sem. | Var. % 1ano | Ind. Geral PER Estim. |
|--------------------------------|----------|-----------|-----------|------------|-----------------------------|------------------|----------------------------|------------------|-------------|--------------------------|
| DJ EUROPE TELECOM | 265.9 | -5.2 | 11.1 | 2.0 | 18.7 | 2010-05-25 | -6.8 | 2010-11-03 | 5.8 | 10.0 |
| DJ EUROPE BANK | 189.5 | -9.2 | -2.6 | -14.6 | 4.5 | 2010-06-08 | -20.2 | 2010-01-11 | -13.3 | 10.2 |
| DJ EUROPE TECHNLOGY | 198.7 | -1.2 | 1.2 | 8.0 | 14.8 | 2009-12-04 | -10.8 | 2010-04-21 | 13.6 | 15.8 |
| DJ EUROPE INDUSTRIAL | 306.3 | 2.7 | 14.9 | 24.3 | 33.4 | 2009-11-30 | -1.6 | 2010-11-29 | 33.4 | 14.7 |
| DJ EUROPE INSURANCE | 145.1 | -7.3 | 1.1 | -6.0 | 9.1 | 2010-05-07 | -12.7 | 2010-04-16 | -0.5 | 8.3 |
| DJ EUROPE MEDIA | 171.5 | -3.2 | 6.6 | 7.1 | 17.1 | 2009-11-30 | -5.6 | 2010-11-09 | 17.1 | 12.0 |
| DJ EUROPE FINANCIAL | 250.1 | -0.4 | 11.2 | 6.8 | 20.5 | 2010-02-08 | -4.5 | 2010-11-09 | 12.2 | 12.7 |
| DJ EUROPE OIL&GAS | 305.3 | -0.4 | 1.3 | -7.4 | 14.9 | 2010-07-01 | -13.3 | 2010-04-21 | -0.8 | 9.5 |
| DJ EUROPE UTILITY | 302.1 | -5.4 | -0.4 | -12.2 | 6.3 | 2010-07-02 | -13.3 | 2010-01-11 | -5.3 | 10.4 |
| DJ EUROPE AUTO | 327.7 | 6.5 | 35.7 | 38.8 | 64.1 | 2010-02-25 | -4.6 | 2010-11-25 | 47.4 | 11.6 |
| DJ EUROPE CONSTRUCT | 258.6 | 2.4 | 1.5 | -7.0 | 14.3 | 2010-08-25 | -13.8 | 2010-04-26 | 0.6 | 14.1 |
| DJ EUROPE HEALTHCARE | 378.1 | -0.0 | 4.1 | 3.0 | 10.3 | 2010-05-21 | -4.1 | 2010-09-13 | 9.9 | 11.0 |
| DJ EUROPE PR & HO GOODS | 402.9 | 2.3 | 14.8 | 22.1 | 34.0 | 2009-11-30 | -2.4 | 2010-11-22 | n.d. | n.d. |
| DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE | 128.9 | 2.7 | 10.4 | 21.0 | 30.1 | 2009-11-30 | -1.5 | 2010-11-25 | n.d. | n.d. |
| DJ EUROPE BAS.RESR | 569.2 | 5.0 | 15.5 | 13.4 | 31.3 | 2010-05-20 | -5.8 | 2010-11-11 | 25.9 | 11.4 |
| DJ EUROPE FOOD&BEV | 348.5 | 1.9 | 7.6 | 13.7 | 23.0 | 2009-11-30 | -2.4 | 2010-11-29 | 23.0 | 15.8 |
| DJ EUROPE CHEMICAL | 538.3 | 3.3 | 24.0 | 16.7 | 31.4 | 2010-05-25 | -2.6 | 2010-11-29 | n.d. | n.d. |
| DJ EUROPE RETAIL | 273.9 | -1.5 | 6.5 | 11.8 | 16.1 | 2009-12-09 | -4.7 | 2010-09-21 | n.d. | n.d. |
| S&P AUTOMOBILES | 112.2 | 8.9 | 28.3 | 43.5 | 53.8 | 2009-12-09 | -5.8 | 2010-11-15 | 50.8 | 9.6 |
| S&P INFORMATION TECHNOLOGY | 389.9 | -1.3 | 9.8 | 4.2 | 19.4 | 2010-07-01 | -5.3 | 2010-11-09 | 10.0 | 13.5 |
| S&P CONSUMER DISCRETIONARY | 284.9 | 3.0 | 12.2 | 21.6 | 28.4 | 2010-02-05 | -0.9 | 2010-11-11 | 26.8 | 16.0 |
| S&P CONSUMER STAPLES | 293.7 | -1.0 | 8.6 | 7.0 | 12.6 | 2010-07-01 | -2.7 | 2010-11-04 | 6.3 | 14.9 |
| S&P ENERGY | 466.6 | 5.8 | 18.1 | 8.9 | 28.0 | 2010-07-01 | -1.7 | 2010-11-11 | 7.8 | 13.6 |
| S&P HEALTH CARE | 352.5 | -2.7 | 5.5 | -3.0 | 10.2 | 2010-07-01 | -8.8 | 2010-01-20 | -1.2 | 11.3 |
| S&P MATERIALS | 217.5 | 1.6 | 17.9 | 9.6 | 30.0 | 2010-07-01 | -3.8 | 2010-11-09 | 11.1 | 17.1 |
| S&P TELECOMMUNICATION SERVICES | 119.5 | -1.3 | 17.0 | 4.5 | 21.4 | 2010-05-06 | -4.4 | 2010-11-04 | 9.3 | 17.1 |

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

| | Peso | Preços | | | | | Variação | | | | | |
|-----------------------------|------|-----------|--------|---------|---------|----------|----------|-------|---------|---------|----------|--------|
| | | 31.Dez.10 | 1 mês | 3 meses | 6 meses | 12 meses | Dez.09 | 1 mês | 3 meses | 6 meses | 12 meses | ytd |
| CRB Futuros | | | | | | | | | | | | |
| Índice Global | 100% | 332.8 | 301.4 | 286.9 | 258.5 | 283.4 | 283.4 | 10.4% | 16.0% | 28.7% | 17.4% | 17.4% |
| CRB Energia | | | | | | | | | | | | |
| Petróleo | | 91.9 | 89.2 | 81.6 | 72.1 | 79.4 | 91.4 | 3.0% | 12.6% | 27.3% | 15.7% | 0.5% |
| Heating oil | | 211.8 | 191.6 | 228.9 | 203.2 | 179.4 | 211.9 | 10.6% | -7.5% | 4.2% | 18.1% | -0.1% |
| Gas natural | | 4.9 | 4.7 | 3.9 | 5.5 | 3.7 | 5.6 | 4.7% | 25.2% | -10.0% | 34.4% | -11.9% |
| CRB Metais Preciosos | | | | | | | | | | | | |
| Ouro | | 1168.4 | 1242.4 | 1168.8 | 1083.0 | 927.2 | 1096.2 | -6.0% | 0.0% | 7.9% | 26.0% | 6.6% |
| Platina | | 1563.4 | 1548.1 | 1733.7 | 1506.0 | 1167.6 | 1460.0 | 1.0% | -9.8% | 3.8% | 33.9% | 7.1% |
| Prata | | 17.6 | 18.6 | 18.5 | 16.2 | 13.3 | 16.8 | -5.3% | -5.0% | 8.8% | 32.9% | 4.7% |
| CRB Agrícola | | | | | | | | | | | | |
| Milho | | 379.3 | 325.0 | 360.5 | 356.5 | 320.8 | 414.5 | 16.7% | 5.2% | 6.4% | 18.2% | -8.5% |
| Sementes de soja | | 1026.8 | 947.3 | 985.8 | 914.0 | 1057.5 | 1039.8 | 8.4% | 4.2% | 12.3% | -2.9% | -1.3% |
| Trigo | | 627.5 | 442.0 | 484.5 | 474.0 | 511.5 | 541.5 | 42.0% | 29.5% | 32.4% | 22.7% | 15.9% |
| CRB Alimentares | | | | | | | | | | | | |
| Cacau | | 3046.0 | 2948.0 | 3198.0 | 3184.0 | 2803.0 | 3289.0 | 3.3% | -4.8% | -4.3% | 8.7% | -7.4% |
| Café | | 173.1 | 161.5 | 134.5 | 131.7 | 122.9 | 136.0 | 7.2% | 28.7% | 31.4% | 40.9% | 27.3% |
| Sumo de laranja | | 146.2 | 143.5 | 134.4 | 136.1 | 91.6 | 124.0 | 1.9% | 8.8% | 7.4% | 59.6% | 17.9% |
| Açúcar | | 19.5 | 17.6 | 15.1 | 29.9 | 18.6 | 27.0 | 10.9% | 29.1% | -34.8% | 5.1% | -27.6% |
| CRB Industriais | | | | | | | | | | | | |
| Cobre | | 334.8 | 290.4 | 333.8 | 308.5 | 261.7 | 332.8 | 15.3% | 0.3% | 8.5% | 28.0% | 0.6% |
| Algodão | | 80.7 | 83.7 | 81.7 | 69.0 | 57.1 | 75.6 | -3.6% | -1.2% | 16.9% | 41.4% | 6.7% |
| CRB Gado | | | | | | | | | | | | |
| Bovino | | 91.9 | 90.7 | 99.0 | 85.8 | 84.0 | 86.0 | 1.3% | -7.2% | 7.1% | 9.4% | 6.8% |
| Suíno | | 84.9 | 78.8 | 87.6 | 66.5 | 56.8 | 65.6 | 7.7% | -3.1% | 27.6% | 49.5% | 29.3% |

Fonte: Bloomberg, BPI.

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

BANCO BPI. S.A.

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

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

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

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