

 Mercados

- ▶ À insípida primavera da economia norte-americana poderá seguir-se um verão prematuro
- ▶ Análise de Mercados e Perspetivas
- ▶ Empresas e Setores
- ▶ Recomendações e Price Targets
- ▶ Serviço de Alertas

 Esta semana...

- ▶ **Da era da expansão, à era da consolidação**
Se a última década foi marcada pela estabilidade e expansão, talvez a próxima geração de líderes venha a ser lembrada pela consolidação da ascensão da China.

[Mais +](#)
 Ranking

- ▶ Fundos
- ▶ Certificados



**NEGOCEIE NA EURONEXT LISBON COM
50% DE DESCONTO SOBRE O PREÇÁRIO DE BOLSA.**

APROVEITE ATÉ DIA 4 DE MAIO.

Visite a área de Bolsa do site do Millennium bcp

 Mercados

À insípida primavera da economia norte-americana poderá seguir-se um verão prematuro

Poderão os primeiros botões trazer a primavera?

No fim de quatro anos de extrema debilidade, o setor imobiliário, cujo rebotamento da bolha especulativa esteve na origem da crise económica e financeira que se instalou entre 2007 e 2009, poderá estar finalmente a dar os primeiros sinais de recuperação. Tendo em conta a insipiência do fenómeno, estes indícios mais se assemelham aos primeiros "rebentos de primavera", expressão referida como *green shoots* por Ben Bernanke em 2009 quando, pela primeira vez, "desabrochavam" dum contexto recessivo frágeis melhorias. A persistência de elementos fortemente condicionantes ao seu desabrolhar leva a que, como na época atrás referida, estes sinais positivos careçam de confirmação nos próximos meses. A certeza de que os primeiros "botões" trouxeram, de facto, a "primavera" é essencial para imprimir uma nova dinâmica na economia, pelo facto desta assim se despojar da última característica recessiva (ver gráfico: "Imobiliário: o último elemento recessivo da economia?").

Da recuperação do mercado imobiliário...

Para lá do fator exógeno favorável das condições climatéricas, o crescente otimismo dos construtores, em cinco meses consecutivos, poderá sugerir a dissipação de alguns problemas estruturais. Para tal, mais do que a expansão das vendas de casas em segunda mão, ainda muito estimuladas pelas transações forçadas no decorrer dos processos das execuções das hipotecas, tem contribuído a queda acentuada das existências das habitações para níveis semelhantes aos registados em 2005. Ainda que os pedidos de execuções de hipotecas tenha estabilizado, as boas notícias recaem sobre a diminuição dos incumprimentos dos créditos à habitação, tanto no segmento mais arriscado como no segmento *prime* de maior qualidade. Para esse facto têm contribuído as maiores exigências dos bancos na concessão do crédito hipotecário, apesar da procura por parte das famílias ter aumentado significativamente entre o último trimestre de 2011 e o primeiro deste ano. Pelo lado menos positivo, é de referir que o efeito benéfico da descida das taxas hipotecárias a 30 anos, para níveis mínimos históricos, continua a fazer-se sentir em especial no refinanciamento dos contratos à habitação anteriores e não tanto na celebração de novos contratos. Por outro lado, a queda do preço das habitações (ainda fomentada pelas vendas forçadas e pela forte capacidade negocial dos investidores), com repercussão positiva no aumento da capacidade aquisitiva das famílias para níveis historicamente elevados, não tem tido o efeito esperado de estimular as vendas. Esta situação reflete o nível ainda elevado de endividamento das famílias, a braços em cumprir com as suas responsabilidades, em que o crédito à habitação corresponde a 75% do montante total em dívida.

...esperam-se efeitos positivos no consumo...

A nova dinâmica que a recuperação do mercado imobiliário deverá introduzir na economia, por se traduzir num aumento da riqueza, repercute-se tradicionalmente por via do consumo. Segundo um

estudo da Fed, citado pelo seu Presidente, a queda do caso das casas tem vindo a reduzir os gastos das famílias entre 200 a 375 mil milhões de dólares por ano. A correlação positiva entre o sentimento dos construtores e o dos consumidores (ver gráfico: "O consumo poderá beneficiar da melhoria da construção...") sugere que as famílias poderão vir a mostrar uma maior propensão para despende. Contudo, os dados mais recentes ainda não espelham de forma clara essa realidade. Há dois meses consecutivos (incluindo o mês do natal) que o ritmo de expansão dos gastos fica aquém do ritmo de expansão dos rendimentos. Esta evolução contrasta ainda com a valorização das ações e com a recente melhoria da criação de emprego. Para além do elevado endividamento já referido e do esforço em reduzi-lo, o encarecimento do petróleo e a expectativa de subida de impostos sobre o rendimento (que já se tem vindo a registar desde setembro passado) poderão estar a condicionar a evolução do consumo. Assim, por enquanto, não se torna linear que a dissipação dos problemas estruturais como os do mercado imobiliário se traduza numa intensificação do ritmo de expansão da economia.

...que poderão ser gorados com tensões inflacionistas...

Após um longo período (desde o início da retoma) em que o ritmo de criação de emprego se manteve abaixo do ritmo de expansão da economia, esta discrepância parece estar a reduzir-se. Para manter níveis de competitividade elevados, que permitam às empresas continuarem a apresentar bons resultados (como foi o caso de 2010 e 2011) torna-se imperioso que a economia continue a acelerar, por forma a não criar tensões ascendentes nos salários. Para além do aumento dos custos laborais, confirmados no último trimestre de 2011 (de 1,2% para 1,8%), foram ainda reforçados, em fevereiro, sinais que estas pressões se poderão manter ou mesmo agravar-se. A intenção dos pequenos empresários em subir salários (ver gráfico: "...mas os riscos inflacionistas poderão reduzir esse efeito"), para níveis próximos dos de abril de 2008, a par com uma redução das intenções em contratar novos trabalhadores, face ao mês anterior, corrobora o encarecimento do fator trabalho. Estas pressões inflacionistas, que se deverão especialmente refletir no índice subjacente, deverão ser agravadas pela recente subida do preço da gasolina (em mais de 8% em fevereiro), cujos efeitos já começaram a ser espelhados nas componentes dos preços dos índices de sentimento dos empresários.

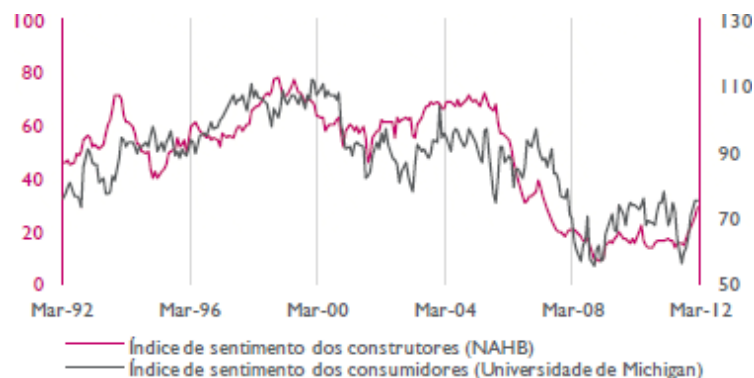
Fed na encruzilhada das políticas de injeção de liquidez

Apesar de reconhecer que o encarecimento do petróleo e da gasolina deverão impulsionar os preços, a Fed apenas atribui à subida expectável da inflação um caráter temporário, parecendo manter um enviesamento a favor das preocupações com o crescimento que, afinal, tem dado sinais de fortalecimento na sua estrutura. Os mercados parecem não acreditar no compromisso de manter taxas baixas até finais de 2014, por parte da Fed, e descontam pelo menos duas subidas de taxas até essa data. A abertura em voltar a implementar um terceiro programa de *quantitative easing*, reforçada por rumores veiculados pelo *Wall Street Journal*, parece uma nota dissonante, a não ser que seja interpretada à luz duma encruzilhada de políticas de injeção de liquidez em conjunto com o BCE, num contexto de grave instabilidade financeira global contagiada pelo problema generalizado do endividamento público. Cada vez mais, a política monetária da Fed se reveste dum cariz financeiro, que ao contrário do BCE, não é claramente admitido. A insípida reconvalença do mercado imobiliário, assim como a dinamização do emprego não têm, por si só, trazido a estação da primavera mas a Fed, com - discutíveis - poderes para animar os ativos cíclicos, como as ações, parece querer garantir uma época estival no caso das condições globais se deteriorarem.

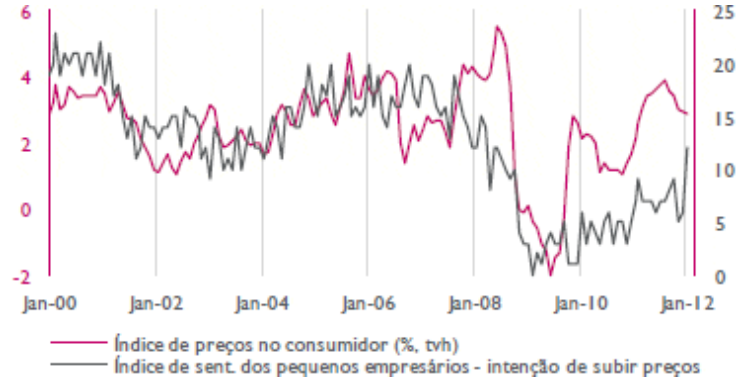
Imobiliário: o último elemento recessivo da economia?



O consumo poderá beneficiar da melhoria da construção...



...mas os riscos inflacionistas poderão reduzir esse efeito



Quadro de previsões

	Atual	Jun-12	Set-12	Dez-12	Mar-13
PIB (tvvt)	0,7 ^(a)	0,0	0,0	-0,4	0,2
Taxa desemp.	8,3 ^(c)	8,0	8,0	7,9	7,7
Inflação (tvh)	2,9 ^(b)	3,1	3,7	3,9	4,5
Inflação subj. (tvh)	2,3 ^(b)	2,4	2,9	3,2	3,5
Taxa Fed funds	0,00 ^(d)	0,00	0,00	0,00	0,00
Taxa 3 meses	0,5 ^(d)	0,5	0,5	0,5	0,5
Taxa swap 2 anos	0,7 ^(d)	1,2	1,7	2,2	2,6
Taxa swap 10 anos	2,3 ^(d)	3,5	4,0	4,5	5,0
Eur/Usd	1,31 ^(d)	1,33	1,36	1,43	1,47

Nota: Valores fim de período. (a) 4º trim. 11; (b) janeiro; (c) fevereiro; (d) março

Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Saiba mais sobre os principais Mercados Financeiros na área de *Research* do millenniumbcp.pt

Maria Luís Borges de Castro
Research de Mercados Financeiros do Millennium bcp

Topo



Análise de Mercados e Perspetivas

A última semana foi mais curta que o habitual em terreno europeu devido ao feriado de segunda-feira e foi de desvalorizações para a generalidade dos índices bolsistas de referência.

O sentimento esteve penalizado pelo renascer dos receios em torno da crise de dívida soberana da zona euro, especialmente após o Ministro da Economia espanhol ter referido que não descarta um resgate ao país e o Governador do Banco de Espanha ter declarado que os bancos espanhóis poderão necessitar de capital adicional caso se verifique um maior enfraquecimento da economia.

Também a pesar no sentimento esteve o crescimento, abaixo do previsto, do PIB chinês.

A semana passada foi ainda marcada pelo arranque da *Earnings Season* dos EUA, com a Alcoa a apresentar um lucro inesperado e os resultados da Google também a surpreenderem pela positiva.

O EUROSTOXX caiu 3,5%, o DAX 2,8%, o S&P 500 2% e o DOW JONES 1,6%.

Segundo o *Beige Book* da Fed a economia norte-americana cresceu a um ritmo modesto a moderado entre meados de fevereiro e finais de março.

A totalidade dos 12 distritos da Fed registou crescimento económico, o que ficou a dever-se ao fortalecimento das condições na indústria e no mercado de trabalho, bem como à recuperação das vendas a retalho.

A Vice-Presidente da Fed, Janet Yellen, antecipa que os EUA não irão atingir o objetivo de máximo emprego nos próximos anos e que a inflação deverá ficar nos 2% (meta do Banco Central) ou abaixo deste nível.

O crescimento económico deverá ser penalizado pelo mercado de trabalho e pela crise de dívida soberana da zona euro.

Yellen admitiu a tomada de medidas de estímulo adicionais apenas caso se verifique um maior enfraquecimento das condições económicas e sugeriu que a taxa diretora deverá ficar próxima de zero até finais de 2015.

O Presidente da Fed, Bernanke, declarou que a economia ainda não está totalmente recuperada e apelou ao aumento da regulação do setor financeiro para prevenir futuros transtornos.

O Banco do Japão manteve a taxa diretora inalterada no intervalo entre 0% e 0,1%, sem surpresas para os analistas.

A economia chinesa cresceu 8,1% no 1º trimestre, o que ficou abaixo dos 8,4% previstos e dos 8,9%

registados no último trimestre do ano passado.

Face ao trimestre anterior, o PIB da China expandiu 1,8%, igualmente abaixo dos 1,9% antecipados.

Na Europa salientamos a subida inesperada da Produção Industrial da zona euro em fevereiro e o saldo mais positivo que o previsto da Balança Comercial da Alemanha no mesmo mês

No plano macroeconómico norte-americano, destaque pela negativa para o aumento inesperado dos Pedidos de Subsídio de Desemprego e pela positiva para o menor défice que o previsto da Balança Comercial de fevereiro.

Fonte: Millennium investment banking

Topo 

Mercados

Empresas e Setores

O PSI20 recuou 2,6% para os 5218 pontos, com a banca nacional especialmente pressionada pelo anúncio do BES de que irá aumentar o seu capital.

O BES caiu 12,7%, o BCP 13,4% e o BPI 13%.

A limitar as desvalorizações nacionais esteve a Jerónimo Martins (+0,8%) e a Portucel (+5,5%).

Empresa	Tipo de Risco	Preço (Eur)	Preço Alvo final 2012 (Eur)	Potencial de Valorização
Sonae Industria	Alto	0,60	1,60	165%
BPI	Alto	0,40	0,95	141%
Sonae	Médio	0,43	0,92	116%
Telefónica	Médio	11,26	21,00	87%
Novabase	Alto	2,20	4,00	82%

Preço de Fecho de 13/04/2012

Setor *utilities*

O consumo mensal de eletricidade (ajustado da temperatura e dias úteis) tem decrescido nos últimos meses na Península Ibérica, continuando a queda a ser mais severa em Portugal do que em Espanha.

No mês de março em Portugal, o consumo mensal desceu cerca de 5,2% face ao período homólogo (fonte: REN), enquanto em Espanha decresceu 2,3% face ao período homólogo (fonte: REE).

YoY (%)	Out-11	Nov-11	Dez-11	YE11	Jan-11	Fev-11	Mar-11
Consumo em Portugal	-2,00%	-4,30%	-7,70%	-2,30%	-7,00%	-5,10%	-5,20%
Consumo em Espanha	-3,70%	-3,90%	-4,90%	-1,20%	-2,40%	-1,20%	-2,30%

Fonte: Rede Eléctrica Nacional, Red Electrica de España

No que diz respeito à EDP, em termos de distribuição os resultados não são muito afetados por quebra de volumes (o modelo tem uma componente mais fixa) e as atividades liberalizadas representavam somente cerca de 12% do EBITDA no final de 2011.

No que diz respeito às estimativas para 2012, no caso da distribuição na componente de volumes (que tem pouco impacto) estamos a incorporar quedas de aproximadamente 3,5% face ao ano anterior (de acordo com as previsões da ERSE) e no caso das atividades liberalizadas estamos a assumir uma queda de 3,2% em termos de EBITDA.

No que diz respeito à Iberdrola, as atividades liberalizadas em Espanha representavam cerca 20% do EBITDA no final de 2011 do grupo. Para este ano estamos a assumir uma queda de cerca de 5% em termos de EBITDA.

EDP - Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 3,10 EUR

Iberdrola - Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 5,90 EUR

Vanda Mesquita
Analista de Ações
Millennium investment banking

Retalho alimentar

De acordo com a imprensa, o Ministério da Agricultura apresentou um projeto de decreto-lei que pretende criar uma nova taxa sobre o comércio de alimentos no âmbito da criação do "Fundo de Saúde e Segurança Alimentar (FSSA)".

Segundo a proposta, será aplicada aos estabelecimentos uma taxa anual, mas os moldes de aplicação (bases de incidência, taxa aplicada...) serão definidos mais tarde em portaria, sendo as verbas cobradas utilizadas para financiar o FSSA, que visa compensar os produtores animais e vegetais de uso alimentar por causa das doenças, apoiar as explorações pecuárias, bem como

incentivar a qualidade de produção agrícola.

No projeto de decreto-lei são visados os estabelecimentos com uma área superior a 400 m² e também os que pertençam a uma empresa que utilize uma ou mais insígnias ou esteja integrada num grupo, e que disponham a nível nacional de uma área de venda acumulada igual ou superior a 2.000 m².

Deste modo, serão abrangidos todas as cadeiras de retalho moderno (Sonae, Jerónimo Martins, Minipreço, Lidl,...) e também os grossistas (Recheio, Makro,...).

Aparentemente a taxa terá como base a área de venda do estabelecimento, o que penalizará mais a JM e Sonae.

Sendo a taxa aplicada a todo o retalho moderno, não deverá ter impacto na competitividade entre as diversas cadeias de retalho, podendo no entanto resultar numa menor competitividade do retalho moderno face ao tradicional (mas acreditamos que seja irrelevante).

Além disso, é de esperar que o impacto da taxa seja repartido entre o retalho, produtores e os consumidores finais, tal como ocorreu com as recentes subidas do IVA, pelo que não esperamos impacto sobre as nossas avaliações sobre a Sonae e JM.

Áreas de venda (milhares m²)	2009	2010	2011
Jerónimo Martins (Pingo Doce + Recheio)	548	560	566
Sonae (Continente + Continente Modelo)	502	516	518
Lidl	224	229	na
Auchan	206	217	na
Minipreço	191	208	211

Fonte: Millennium investment banking, Companies, APED

Sonae - Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 0,92 EUR

Jerónimo Martins - Reduzir, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 15,10 EUR

João Flores
Analista de Ações
Millennium investment banking

Brisa

Restrito

A Direção Geral de Energia e Geologia divulgou os valores de consumo de combustíveis Rodoviários relativos ao mês de janeiro, os quais registaram uma queda homóloga de 6,7%, ligeiramente inferior ao nível registado em dezembro, -8,2%.

Desde junho/2011 que a taxa de variação não parava de se agravar.

Sendo ainda demasiado cedo para tirar conclusões, aparentemente verifica-se uma estabilização em baixa, apesar dos preços dos combustíveis continuarem a subir.

A Abertis, terceira maior acionista da Brisa, comunicou que comprou 2.500.000 milhões de ações, 0,41% do capital social, a preços entre 2,44 EUR e 2,5 EUR, no período entre 13 de março e 21 de março.

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

Portucel

Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 2,45 EUR

Na sequência de proposta apresentada no início da reunião de Assembleia Geral, o conjunto de acionistas representantes de mais de 75% do capital apresentou uma nova proposta de distribuição de resultados.

A proposta da Administração previa um dividendo por ação de 0,16 EUR e a nova proposta dos acionistas foi aprovada por maioria com um dividendo de 0,221 EUR por ação.

A diferença entre as duas propostas é de 45,5 milhões EUR, para um total de 164,7 milhões EUR a distribuir no próximo dia 20 de abril.

João Mateus
Analista de Ações
Millennium investment banking

Mota-Engil

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 1,45 EUR

A Comissão Europeia divulgou recentemente o indicador de Confiança na Construção e Obras Públicas em Portugal, relativamente ao mês de março.

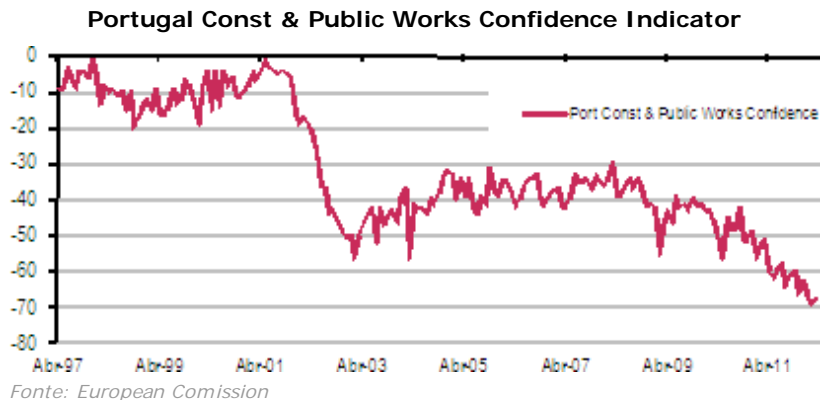
O nível registado melhorou ligeiramente face ao nível de fevereiro, o qual era um mínimo absoluto

na nossa base de dados.

Apesar desta ligeira melhoria, o trajeto registado é claramente descendente com pequenas variações positivas.

Não há dúvida que a visibilidade é bastante reduzida.

Recordamos que as nossas estimativas relativamente às receitas da Mota-Engil Construção em Portugal apontam para uma queda em 2012 e 2013 de 15%/ano, julgamos, no entanto, que o risco em 2012 é sermos otimistas.



Tráfego de contentores nos Portos de Lisboa e Leixões:

Divulgamos em baixo o movimento de contentores nos Portos de Lisboa e Leixões nos meses de janeiro e fevereiro.

Os dados conforme se pode verificar nas tabelas em baixo, mantém uma dinâmica positiva muito interessante, ainda que fevereiro tenha tido mais um dia.

A nossa estimativa para a unidade Logística da Mota-Engil que consolida a atividade dos portos é para um crescimento de 10% em 2012, o qual neste momento parece razoável.

Movimento de Contentores no Porto de Lisboa (var. homólogas)

	Acum	2011												
		Feu	Jan	Dez	Nov	Oct	Set	Agost	Julho	Junho	Mai	Abril	Mar	
Nr. Contentores	10,4%	10,9%	10,0%	7,7%	14,9%	7,6%	13,5%	2,6%	4,4%	22,9%	2,4%	-3,9%	11,1%	-0,1%
TEUs	8,5%	9,7%	7,2%	5,7%	8,0%	6,1%	12,4%	1,1%	2,7%	19,9%	0,4%	-4,7%	11,3%	0,1%
Toneladas	7,7%	8,6%	6,8%	7,9%	10,9%	13,4%	12,0%	5,8%	11,6%	15,6%	4,0%	-3,6%	9,1%	2,6%

Fonte: Administração do Porto de Lisboa, Mib

Movimento de Contentores no Porto de Leixões (var. homólogas)

	Acum	2011														2010	
		Feu	Jan	Dez	Nov	Out	Set	Ag	Julho	Junho	Mai	Abril	Mar	Feu	Jan		
Nr. de Contentores	10,5%	21,1%	2,3%	7,5%	10,4%	16,3%	3,5%	-0,3%	-3,4%	0,0%	7,0%	14,0%	16,6%	12,3%	-6,5%	22,8%	6,0%
TEU's	9,7%	20,6%	1,0%	6,7%	7,7%	14,2%	2,3%	-1,1%	-6,1%	-0,7%	8,0%	12,9%	16,0%	11,9%	-5,4%	22,2%	7,1%

Fonte: APDL, Mib

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

BES

Restrito

O BES irá fazer um aumento de capital social por novas entradas em dinheiro a realizar através de subscrição pública com respeito pelo direito de preferência dos acionistas de até 2.556,7 milhões de ações, ao preço de subscrição de 0,395 EUR por ação, o que permitirá um encaixe de até 1.010 milhões EUR.

O aumento de capital permite aumentar a *Core Tier I* de 9,21% para 10,75% (+154pb) considerando os ativos ponderados pelo risco em 31 de dezembro de 2011 (e assumindo a subscrição das novas ações na totalidade).

O BES informou ainda que acionistas que, no seu conjunto, são titulares de 50,63% do capital social do BES, comunicaram a sua intenção de exercer a totalidade dos seus direitos de subscrição no referido aumento de capital, tendo sido assinado um contrato de *underwriting* para efetuar a subscrição das novas ações que eventualmente não sejam subscritas no âmbito da oferta, até um máximo de 49,37% do montante do aumento de capital.

O BES informou também que acordou com o Grupo Crédit Agricole a aquisição de 50% do capital social da BES Vida por 225 milhões EUR, que será financiada com uma parcela do encaixe do aumento de capital.

O BES estima que esta aquisição tenha um impacto de -22pb em *Core Tier I*.

REN

Manter, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 2,40 EUR

O Conselho de Ministros aprovou a revisão do limite máximo para detenção individual do capital social da REN de um máximo de 10% para 25%.

O Governo justificou ainda assim a manutenção de um limite máximo para a titularidade individual, com base no relevante interesse estratégico associado à atividade de transporte de eletricidade e gás natural.

Esta confirmação do Governo vem reforçar a validade da alteração de estatutos aprovada na última Assembleia Geral da REN.

No entanto, este aumento do limite máximo para participações acionistas na REN ainda deverá ser submetido a aprovação por parte da comissão europeia.

João Mateus
Analista de Ações
Millennium investment banking

Novabase

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 4,00 EUR

A Novabase divulgou a ordem de trabalhos para a próxima Assembleia Geral a decorrer no dia 3 de maio.

Vai ser proposta, como já antes anunciado, a distribuição de um dividendo de 0,03 EUR/ação.

Destacamos ainda que vai ser proposta uma alteração aos estatutos, que possibilita que a comissão executiva seja constituída por mais do que os atuais cinco Administradores (atualmente os estatutos preveem cinco Administradores, a proposta altera a composição para entre cinco e nove Administradores).

Na proposta para o Conselho de Administração foi incluído mais um elemento relativamente ao mandato anterior, Paulo Jorge de Barros Pires Trigo, Administrador da Novabase *Business Solutions* desde 2011 e que deverá também integrar a comissão executiva.

O Conselho de Administração passa a ser composto por 13 membros.

Vai também ser votada a renovação do Plano de Opções de Atribuição de Ações aos membros do Conselho de Administração e colaboradores com cargos de chefia, tendo como base a *performance* das ações da Novabase, para os exercícios de 2012 a 2014.

Alexandra Delgado, CFA
Millennium investment banking

Galp

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 18,30 EUR

A Galp comunicou ao mercado os dados operacionais relativos do 1º trimestre.

De uma forma geral, consideramos que os dados operacionais divulgados são ligeiramente positivos, uma vez que os dados vieram globalmente em linha com os dados que temos no nosso modelo para o 1º trimestre.

Por áreas, em termos de Exploração & Produção, a produção média *net entitlement production* aumentou 72% face ao trimestre homólogo para 16,5 mil barris de petróleo equivalente por dia, ligeiramente acima das nossas estimativas que apontavam para 16 mil barris de petróleo equivalente por dia.

Acreditamos que esta subida foi impulsionada pela produção crescente vinda do Brasil.

O preço do Brent aumentou 12,9% face ao período homólogo para \$118,5 por barril, o que compara com um preço de \$105 no período homólogo.

Na área de refinação, a empresa processou 20,3 milhões de crude, mais 49,3% face ao período homólogo (relembramos no trimestre homólogo que a refinaria de Sines esteve parada), menos 3,4% face ao trimestre anterior e globalmente em linha com as nossas estimativas.

Em termos do *benchmark* da margem de refinação, esta continuou a fixar-se num nível negativo, vindo um pouco melhor do trimestre anterior, mas pior do que no trimestre homólogo.

Na Distribuição, as vendas a clientes diretos aumentarem cerca de 6,6% face ao período homólogo e caíram 1,7% face ao trimestre.

Finalmente, em termos da área de Gás & Eletricidade os volumes de gás natural vendidos aumentaram 7,5% face ao trimestre homólogo e 22% face ao trimestre anterior.

Acreditamos que estes aumentos possam estar relacionados com uma maior procura de gás, que pode ser parcialmente explicada devido ao maior uso de gás para produção de eletricidade (devido a um menor nível de disponibilidade por parte das barragens).

Os resultados da Galp serão divulgados dia 27 de abril antes da abertura do mercado.

Para mais informação, por favor consulte o nosso *Snapshot: Galp - 1Q12 Operating Data Comment - E&P is boomin*.

Vanda Mesquita
Analista de Ações
Millennium investment banking

Portugal Telecom

Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 6,30 EUR

A Moody's reviu o *rating* de longo prazo da PT de Ba1 para Ba2, com *outlook* negativo.

O *rating* atribuído pela Moody's à PT está um nível acima do da República Portuguesa.

Lembramos que a Moody's já tinha revisto o *rating* da PT em dezembro para Ba1, primeiro nível classificado como *speculative grade*.

A Moody's justificou esta revisão com as pressões negativas que existem sobre a economia portuguesa e o *rating* da república, e ainda com os desafios que a empresa enfrenta ao nível das receitas no mercado doméstico e relativamente à reestruturação da participada brasileira Oi.

A Moody's reforça no entanto que a empresa dispõe de forte liquidez, não precisando de financiar-se até ao final de 2013.

A Fitch reafirmou na semana passada o *rating* BBB da Portugal Telecom, com *outlook* negativo.

O *rating* atribuído pela Fitch à PT está dois níveis acima do da República Portuguesa e é ainda *investment grade*.

Dado que foi também mantido o *outlook* negativo, mantém-se a possibilidade de corte de *rating* nos próximos meses.

A S&P reviu em baixa o *rating* da PT em janeiro de BBB- para BB+ (primeiro nível *speculative grade*), com *outlook* negativo.

Alexandra Delgado, CFA
Millennium investment banking

[Topo](#) 

Serviço de Alertas

Esteja sempre atento para não perder oportunidade de Investimento

Por SMS ou email, subscreva o serviço de **Alertas** e receba a informação sobre:

- Cotações dos Títulos do PSI20
- Situação das suas Ordens de Bolsa

O envio de Alertas via SMS tem um valor associado de 0,125 EUR + IVA. Consulte o preçário no site do Millennium bcp.

[Topo](#) 

Mercados

Recomendações e Price Targets

Em resultado da sua política de identificação e gestão de conflitos de interesses, o Millennium bcp não elabora recomendações de investimento sobre o título BCP e que se destinem a canais de distribuição ou ao público. Assim sendo, apresentamos abaixo, algumas recomendações provenientes de Entidades Externas, sobre a ação BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target (Eur)
BPI	19-03-2012	Hold	0,18
BBVA	05-03-2012	Underperform	0,15
Nomura	28-02-2012	Reduce	0,12
Macquarie	24-02-2012	Underperform	0,09
UBS	16-02-2012	Sell	0,18
BESI	24-01-2012	Neutral	0,18
KBW	10-01-2012	Underperform	0,15
JP Morgan	15-12-2011	Underweight	0,12
Caixa BI	13-12-2011	Buy	0,40
Goldman Sachs	15-11-2011	Neutral	0,15

Portugal

Título	Último Preço * (Eur)	Preço Alvo final '12 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco	Analista de Ações
BCP ¹	0,11	-	-	-	-	-
BES ⁴	1,05	-	-	-	-	Rita Silva; António Seladas, CFA
BPI	0,40	0,95	141%	Compra	Alto	Rita Silva; António Seladas, CFA
Portugal Telecom	3,73	6,30	69%	Compra	Médio	Alexandra Delgado, CFA
Zon Multimedia	2,46	3,70	50%	Compra	Médio	Alexandra Delgado, CFA
Sonaecom	1,23	2,10	71%	Compra	Alto	Alexandra Delgado, CFA
Impresa	0,46	0,31	-33%	Venda	Alto	João Flores
Media Capital ²	1,37	2,10	53%	-	-	João Flores
Cofina	0,39	0,49	26%	Compra	Alto	João Flores
Novabase	2,20	4,00	82%	Compra	Alto	Alexandra Delgado, CFA
EDP	2,08	3,10	49%	Compra	Baixo	Vanda Mesquita
EDP Renováveis	3,45	6,00	74%	Compra	Baixo	Vanda Mesquita
REN	2,27	2,40	6%	Manter	Baixo	João Mateus/Vanda Mesquita
Brisa ⁴	2,60	-	-	-	-	António Seladas, CFA
Sonae	0,43	0,92	116%	Compra	Médio	João Flores
Semapa	5,58	8,80	58%	Compra	Alto	João Mateus
Sonae Capital	0,20	0,28	40%	Compra	Alto	António Seladas, CFA
Jerónimo Martins	15,43	15,10	-2%	Reduzir	Médio	João Flores
Sonae Industria	0,60	1,60	165%	Compra	Alto	João Mateus
Altri	1,15	1,20	4%	Manter	Alto	João Mateus
Portucel	2,15	2,45	14%	Compra	Médio	João Mateus
Cimpor ⁴	5,51	-	-	-	-	João Mateus
Mota-Engil	1,23	1,45	18%	Compra	Alto	António Seladas, CFA
Martifer ³	0,94	-	-	-	-	António Seladas, CFA
Galp Energia	11,37	18,30	61%	Compra	Alto	Vanda Mesquita

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

(3) Sob Revisão

(4) Restrito

*Valores à data de 13/04/2012

Europa

Empresa	Revisão	De (Eur)	Para (Eur)	Entidade
Infineon	Recomendação	Hold	Buy	Deutsche Bank
Infineon	Preço Alvo	-	9,70	Deutsche Bank
Puma	Recomendação	-	Underweight	Morgan Stanley
Puma	Preço Alvo	215,00	225,00	Morgan Stanley
Danone	Recomendação	Hold	Buy	Societe Generale
Nokia	Recomendação	-	Outperform	Credit Suisse
Nokia	Preço Alvo	6,00	4,50	Credit Suisse
Nokia	Recomendação	-	Underperform	Exane BNP
Nokia	Preço Alvo	3,10	2,60	Exane BNP
Nokia	Recomendação	Buy	Hold	Societe Generale
Nokia	Preço Alvo	-	3,30	Societe Generale
Nokia	Recomendação	Buy	Hold	Santander

Nokia	Preço Alvo	-	5,55	Santander
Nokia	Recomendação	-	Underweight	Morgan Stanley
Nokia	Preço Alvo	3,80	2,60	Morgan Stanley
MAN	Recomendação	Hold	Sell	S&P
MAN	Preço Alvo	-	80,00	S&P
BBVA	Recomendação	Hold	Buy	Deutsche Bank
BBVA	Preço Alvo	-	8,10	Deutsche Bank
Telefónica	Recomendação	Sell	Neutral	UBS
BSkyB	Recomendação	Neutral	Underperform	Bank of America
BSkyB	Preço Alvo	750,00	640,00	Bank of America
Alcatel-Lucent	Recomendação	-	Neutral	Exane BNP
Alcatel-Lucent	Preço Alvo	1,10	1,00	Exane BNP
Gazprom	Preço Alvo	17,00	15,30	ING
Gamesa	Preço Alvo	4,00	2,50	Morgan Stanley
EDP Renováveis	Preço Alvo	5,40	4,80	Morgan Stanley
BT Group	Recomendação	Overweight	Neutral	JP Morgan

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 



Esta semana...

Da era da expansão, à era da consolidação

Da era da expansão...

Após uma década no poder, os membros no topo do partido comunista preparam-se para, no final deste ano, dar lugar a uma nova geração de líderes. É provável que, desde a década de 1980, o ano de sucessão do poder político da China não tenha coincidido com um período tão incerto no plano económico e social. Financiado por uma vasta expansão do crédito comandado pelos bancos estatais, o pacote de estímulo de 2009, de cerca de 4 biliões de *yuans*, garantiu que o país escapasse da crise financeira global. Mas a conta deste "milagre" já começou a ser cobrada. Agora, com o fim da onda dos investimentos em infraestrutura e com o arrefecimento do mercado imobiliário, principais motores do crescimento económico dos últimos anos, a China dá claros sinais de abrandamento.

O efeito colateral deste modelo de crescimento, baseado na expansão do crédito e em grandes projetos de investimento, é o acúmulo insustentável de dívida e a subida do custo de vida da população. As autoridades, portanto, enfrentam o desafio de mitigar o impacto da inflação na sociedade e gerir os riscos financeiros, que ameaçam desencadear uma espiral de desvalorização dos ativos, incumprimentos, quebra da produção e desemprego. Ainda a agravar esta conjuntura, a desaceleração da economia mundial tem reduzido os excedentes comerciais, com impacto negativo no nível de liquidez. Assim, numa encruzilhada entre ameaças à estabilidade financeira e riscos ao crescimento, e num ambiente marcado pelo aumento das tensões sociais, as autoridades parecem reconhecer que, para garantir um crescimento económico sustentável, não poderão reaplicar a terapia utilizada em 2009; terão, sim, que abraçar reformas, tema bastante delicado para o partido comunista.

...à era da consolidação

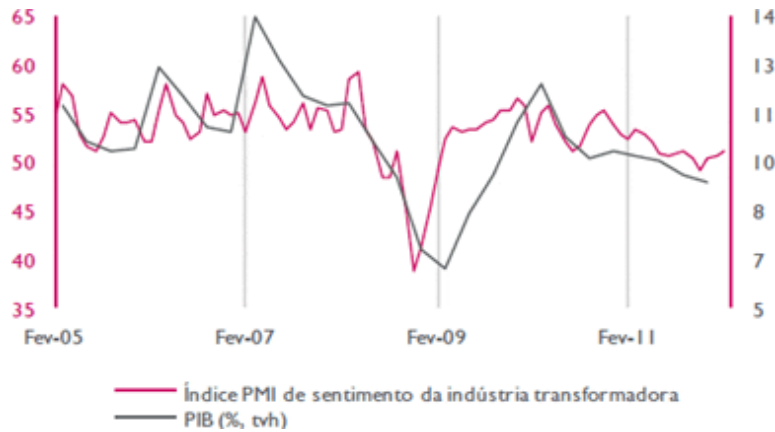
Preocupados com estes riscos, e sem querer repetir os erros do passado, que produziram os atuais desequilíbrios macroeconómicos, as autoridades parecem resistir em alterar a orientação da política económica. Ao invés de uma acomodação generalizada, medidas pontuais têm sido introduzidas para aliviar as pressões sociais e garantir a estabilidade financeira, uma estratégia que também reflete uma menor margem de manobra a nível orçamental, já que os governos locais, que executaram os grandes projetos de infraestrutura, acumularam níveis insustentáveis de dívida e enfrentam problemas de solvência. A autoridade monetária, neste contexto, obrigou os bancos a estenderem a maturidade das dívidas destes Governos regionais e voltou a injetar recursos na economia, inclusivamente através da redução do rácio de reserva de depósitos da banca.

Além disso, os bancos públicos foram orientados a flexibilizarem as condições de cedência de crédito, principalmente para famílias que queiram comprar a primeira casa. Esta postura pragmática parece ter como premissa assegurar estabilidade neste ano de transição política. No entanto, a sustentabilidade do crescimento da China dependerá, fundamentalmente, de um processo de liberalização, tanto dos direitos individuais, como do funcionamento dos mercados monetário, cambial e financeiro, reformas que poderão redefinir o funcionamento dos mercados globais, e que, ironicamente, implicam o afastamento do modelo de crescimento que tão bem serviu ao país. Se a última década foi marcada pela estabilidade e expansão, talvez a próxima geração de líderes venha a ser lembrada pela consolidação da ascensão da China.

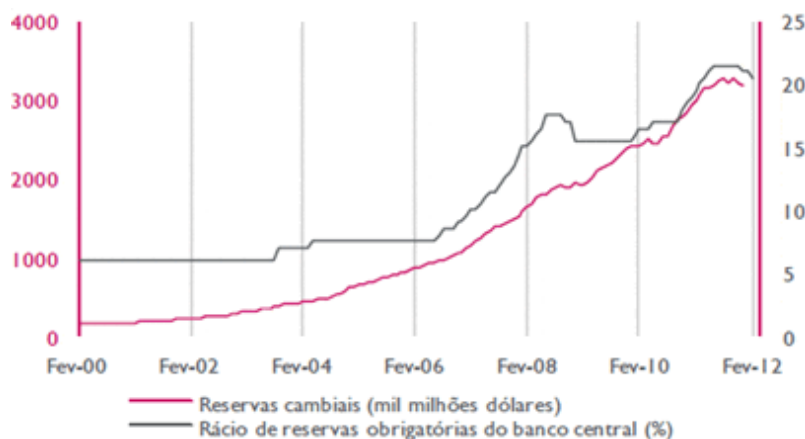
Uma década com menores excedentes externos...



...e crescimento mais moderado



Banco Central flexibiliza condições financeiras



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Saiba mais sobre os principais Mercados Financeiros na área de *Research* do millenniumbcp.pt

Joana Freire
Research de Mercados Financeiros do Millennium bcp

Topo

★★★★★ Ranking

Fundos

Top 5 rendibilidade (últimos 12 meses)

	Rendibilidade	Classe de Risco
1º JP Morgan Global Healthcare	25,86%	(6)
2º Morgan Stanley Emerging Market Debt	22,67%	(4)
3º UBS Emerging Economies Latin American	21,47%	(5)
4º Morgan Stanley US Property	20,32%	(6)
5º Schroders US Dollar Bond	18,27%	(4)

Top 5 subscrições (semana de 2012/04/10 a 2012/04/13)

1º JP Morgan US Strategic Value

- 2º Morgan Stanley Euro Corporate Bond
- 3º UBS Emerging Economies Latin American
- 4º Morgan Stanley Emerging Market Bond
- 5º Morgan Stanley US Property

As rendibilidades apresentadas foram atualizadas e calculadas tendo por base o valor da unidade de participação em euros, à data de 2012/04/13 de acordo com os regulamentos da CMVM, tendo por base as seguintes datas de início: 2012/04/13 para um ano. Toda a informação relativa aos Fundos mencionados pode ser consultada no site do Millennium bcp. Corresponde à Classe de Risco para o período de 1 ano.

As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rentabilidade futura, porque o valor das unidades de participação pode aumentar ou diminuir em função do nível de risco que varia entre 1 (risco mínimo) e 6 (risco máximo). As rendibilidades indicadas apenas seriam obtidas caso o investimento fosse efetuado durante a totalidade do período em referência.

Fonte: Interactive Data

Topo 

★★★★★ Ranking

Ranking de Certificados

Top rentabilidade (últimos 12 meses)

Os mais rentáveis		Os menos rentáveis	
Ouro	14,6%	Banca	-47,4%
Technical US	7,0%	Value Growth EU	-35,3%
Dow Jones	4,7%	PSI20	-33,8%
S&P 500	4,2%	Telecomunicações	-32,9%
Value Growth US	0,0%	IBEX35	-32,8%

Top 5 negociação (semana de 2012/04/10 a 2012/04/13)

- 1º Certificado S&P 500
- 2º Certificado DAX
- 3º Certificado BRENT
- 4º Certificado DOW JONES
- 5º Certificado EURO STOXX BANKS

Fonte: Millennium bcp

Topo 

Siga-nos no Facebook nas páginas: [Millennium Mobile](#) e [Millennium Sugere](#)

DECLARAÇÕES ("DISCLOSURES") DIVULGAÇÃO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

1 - O Millennium bcp procede à divulgação de relatórios de análise financeira ou qualquer outra informação em que se formule, direta ou indiretamente, uma recomendação ou sugestão de investimento ou desinvestimento sobre um emissor de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros e que se destinem a canais de distribuição ou ao público ("recomendações de investimento"). As recomendações de investimento divulgadas pelo Millennium bcp são elaboradas e previamente publicadas pelas entidades referidas em 3.

2 - O Millennium bcp, tem por norma, não efetuar qualquer alteração substancial às recomendações de investimento elaboradas pela(s) entidade(s) referida(s) em 3. Caso o Millennium bcp, por qualquer circunstância, proceda à sua alteração, designadamente através de retificação ao sentido original da recomendação de investimento, efetuará referência ao facto e cumprirá com todos os deveres de informação expressos na legislação em vigor em Portugal, nomeadamente as disposições do Código dos Valores Mobiliários relacionadas com recomendações de investimento.

3 - A informação divulgada pelo Millennium bcp relacionada com recomendações de investimento e desde que sejam elaboradas pela(s) entidade(s) abaixo indicadas, são publicadas na Newsletter de Investimentos. A Newsletter de Investimentos, é efetuada e remetida com periodicidade semanal via e-mail para os Clientes do site do Millennium bcp selecionados. Todas as recomendações aqui apresentadas encontram-se devidamente identificadas pela Entidade responsável da sua divulgação - Millennium bcp Gestão de Ativos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, S.A., Blackrock Merrill Lynch Investment Managers, Fidelity International, JPMorgan Fleming Asset Management, Schroder Investment Management Limited.

ELABORAÇÃO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

4 - Este relatório foi elaborado em nome de Millennium investment banking (Mib), marca registada do Banco Comercial Português, S.A. (Millennium bcp).

5 - O Millennium bcp é regulado pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.

6 - Recomendações:

- Comprar, significa mais de 10% retorno absoluto;
- Manter, significa entre 0% e 10% retorno absoluto;
- Reduzir, significa entre -10% e 0% retorno absoluto;
- Vender, significa menos de -10% retorno absoluto.

7 - Em termos gerais o período de avaliação incluído neste relatório é o fim do ano corrente ou o fim do próximo ano.

8 - Risco é definido pelo analista em termos qualitativos (Alto, Médio, Baixo).

9 - Normalmente, atualizamos as nossas valorizações entre 6 e 18 meses.

10 - O Millennium bcp proíbe os seus analistas e os membros dos respetivos agregados familiares ou situações legalmente equiparadas de deterem ações das empresas por eles cobertas.

11 - O Millennium bcp pode ter relações comerciais com as empresas mencionadas neste relatório.

12 - O Millennium bcp espera receber ou tenciona receber comissões por serviços de banca de investimento prestados às empresas mencionadas neste relatório.

13 - As opiniões expressas acima, refletem opiniões pessoais dos analistas. Os analistas não recebem e não vão receber nenhuma compensação por fornecerem uma recomendação específica ou opinião sobre esta(s) empresa(s). Não existiu ou existe qualquer acordo entre a empresa e o analista, relativamente à recomendação.

14 - A remuneração dos analistas é parcialmente suportada pela rentabilidade do grupo BCP, a qual inclui proveitos de banca de investimento.

15 - O grupo BCP detém mais de 2% da EDP.

- O grupo BCP detém mais de 2% da Cimpor.

- O grupo BCP detém mais de 2% da Sonaecom.

- O grupo BCP foi escolhido para avaliar a EDP, relativamente à 8ª fase do processo de privatização.

- O grupo BCP foi escolhido para avaliar a REN, relativamente à 2ª fase do processo de privatização.

- Um membro do Conselho de Administração Executivo do Millennium bcp é membro do Conselho Geral e de Supervisão da empresa EDP - Energias de Portugal, S.A..

- O Banco Millennium bcp Investimento, S.A. (atualmente incorporado no Millennium bcp) integrou o consórcio, como "joint global coordinator", de IPO (Initial Public Offering) da EDP Renováveis.

- O Banco Millennium bcp Investimento, S.A. (atualmente incorporado no Millennium bcp) integrou o consórcio, como "Coleader", da operação de aumento de capital do BES, realizada em abril 2009.

16 - Millenniumbcp através da sua área de Banca de Investimentos presta serviços de banca de investimento à Tagus Holdings S.a.r.l. ("Oferecente" no lançamento da oferta pública de aquisição das ações Brisa - Autoestradas de Portugal, S.A.).

17 - A Soc gestora do Fundo de Pensões do Grupo BCP, decidiu alienar, no processo de Ofertas iniciado pela OPA anunciada pela Intercement Austria Holding GmbH, sobre o capital da Cimpor, as 67 200 000 ações detidas por aquele fundo.

18 - Mib faz parte de um consórcio, como Co-Manager, do aumento de capital de BES, anunciado em 11 de Abril de 2012.

19 - Recomendações s/empresas analisadas pelo Millennium bcp (%)

Recomendação	mar-12	dez-11	set-11	jun-11	mar-11	dez-10	jun-10	jan-10	dez-09	dez-08	dez-07	dez-06	dez-05	dez-04
Comprar	72%	68%	93%	76%	79%	79%	77%	78%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	7%	11%	0%	14%	14%	7%	7%	4%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	3%	7%	0%	0%	4%	4%	3%	0%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	14%	14%	7%	10%	4%	11%	13%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Varição	1.1%	-6.7%	-20%	-6%	2%	7%	-11%	-6%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	5,557	5,494	5,891	7,324	7,753	7,588	7,066	7,927	8,464	6,341	13,019	11,198	8,619	7,600

PREVENÇÕES ("DISCLAIMER")

A informação contida neste relatório tem caráter meramente informativo e particular, sendo divulgada aos seus destinatários, como mera ferramenta auxiliar, não devendo nem podendo desencadear ou justificar qualquer ação ou omissão, nem sustentar qualquer operação, nem ainda substituir qualquer julgamento próprio dos seus destinatários, sendo estes, por isso, inteiramente responsáveis pelos atos e omissões que pratiquem. Assim e apesar de considerar que o conjunto de informações contidas neste relatório foi obtido junto de fontes consideradas fiáveis, nada obsta que aquelas possam, a qualquer momento e sem aviso prévio, ser alteradas pelo Banco Comercial Português, S.A.. Qualquer alteração nas condições de mercado poderá implicar alterações neste relatório. As opiniões aqui expressas podem ser diferentes ou contrárias a opiniões expressas por outras áreas do grupo BCP, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. Não pode, nem deve, pois, o Banco Comercial Português, S.A. garantir a exatidão, veracidade, validade e atualidade do conteúdo informativo que compõe este relatório, pelo que o mesmo deverá ser sempre devidamente analisado, avaliado e atestado pelos respetivos destinatários. Os investidores devem considerar este relatório como mais um instrumento no seu processo de tomada de decisão de investimento. O Banco Comercial Português, S.A. rejeita assim a responsabilidade por quaisquer eventuais danos ou prejuízos resultantes, direta ou indiretamente da utilização da informação referida neste relatório independentemente da forma ou natureza que possam vir a revestir. A reprodução total ou parcial deste documento não é permitida sem autorização prévia. Os dados relativos aos destinatários que constam da nossa lista de distribuição destinam-se apenas ao envio dos nossos produtos, não sendo suscetíveis de conhecimento de terceiros.

Banco Comercial Português, S.A., Sociedade Aberta com Sede na Praça D. João I, 28, Porto, o Capital Social de 6.064.999.986 Euros, matriculada na Conservatória do Registo Comercial do Porto sob o número único de matrícula e de pessoa coletiva 501 525 882.

Estamos em processo de adoção do Novo Acordo Ortográfico.

www.millenniumbcp.pt

707 50 24 24 / 91 827 24 24 / 93 522 24 24 / 96 599 24 24

Atendimento telefónico personalizado 24 horas