

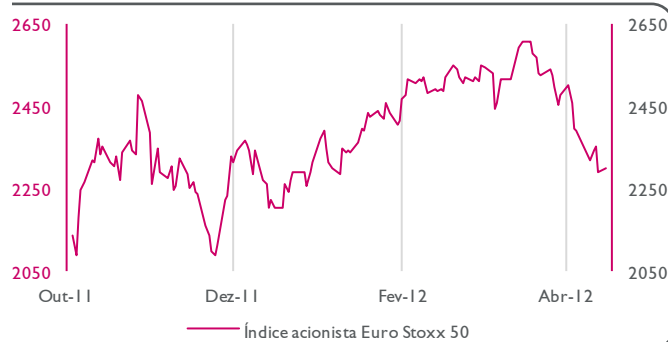


Riscos antigos reclamam as soluções de sempre

Sem que nada o avisasse e à revelia das expectativas de mercado, todos os fatores que desde o princípio do ano estavam a gerar a impressão de retoma da economia mundial empalideceram. Nas economias onde a recuperação ia mais avançada, perdeu-se o ímpeto; nas economias mais fragilizadas, as ameaças recessivas adensaram-se. De repente, os riscos de: (i) relapso da crise económica e financeira na área do euro; (ii) recessão nos EUA; (iii) abrandamento abrupto do crescimento na China, subita-

mente tomaram-se relevantes. O corolário destes desenvolvimentos é a reintrodução da perspetiva de reativação das políticas de expansão monetária por parte dos principais bancos centrais, incluindo a Fed. Porém, para tal é necessário uma deterioração adicional da conjuntura, situação que se presta a uma perversão, amiúde observada nos últimos anos, que consiste na reação positiva dos mercados a más notícias. Este entrelaçado de efeitos e expectativas toma certa só a incerteza... mais uma vez.

A dissipação do efeito paliativo do dilúvio de liquidez do BCE está a afogar o sentimento global de mercado



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

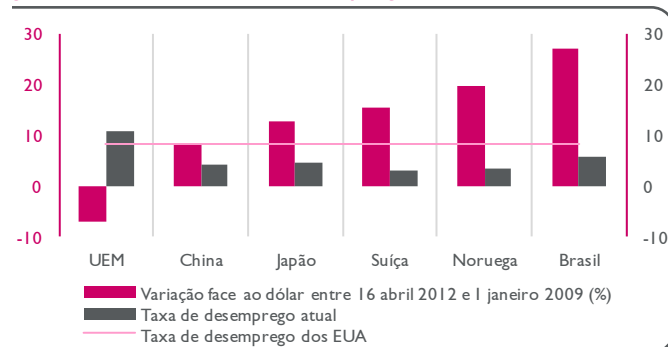
Guerras cambiais

Segundo Guido Mantega, ministro das finanças brasileiro, o mundo está numa guerra cambial. Esta estirpe de conflito tende a ocorrer em contextos conturbados, como o que vivemos desde 2008, em que as autoridades de alguns países tentam gerar por via externa o crescimento que a letargia interna não produz. A mecânica deste tipo de ofensiva assenta na desvalorização competitiva da moeda tendo em vista estimular as exportações líquidas e promover o emprego, que por

ser estabelecido à custa dos parceiros comerciais, gera retaliações por parte da comunidade internacional. Na prática, as guerras cambiais tendem a provocar uma escalada das hostilidades, sob a forma de tarifas aduaneiras, embargos comerciais, que a ninguém aproveita. Das guerras cambiais, dois elementos convém reter: (i) são inúteis; (ii) delas saem vencedores os países que primeiro retirem da frente de batalha.

16 de abril de 2012

Países que mais protegeram valor das respetivas moedas lograram manter níveis de desemprego mais baixos



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

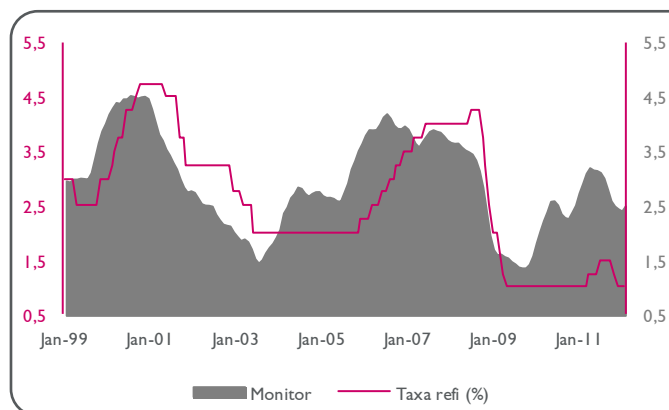
O que o mercado está a antecipar...

Moeda	Euro/...				Taxas a 3 meses				Taxas swap a 10 anos				
	Actual	+3m	+6m	+12m	Actual	+3m	+6m	+12m	Actual	+3m	+6m	+12m	
Euro	EUR	-	-	-	-	0,57	0,61	0,66	0,69	2,07	2,13	2,19	2,32
Dólar	USD	1,31	1,31	1,31	1,31	0,35	0,40	0,45	0,49	2,06	2,14	2,22	2,37
Libra	GBP	0,82	0,83	0,83	0,83	0,84	0,89	0,94	0,97	2,34	2,40	2,46	2,58
Iene	JPY	105	105	105	105	0,16	0,21	0,27	0,30	0,95	1,00	1,04	1,13
Franco suíço	CHF	1,20	1,20	1,20	1,20	0,09	0,08	0,05	-0,01	1,08	1,12	1,16	1,26
Coroa sueca	SEK	8,88	8,92	8,95	9,02	2,16	1,84	1,83	1,82	2,48	2,49	2,52	2,57
Coroa norueguesa	NOK	7,56	7,59	7,63	7,70	2,33	2,25	2,27	2,42	3,54	3,55	3,60	3,69
Dólar canadiano	CAD	1,31	1,31	1,32	-	1,28	1,27	1,33	1,44	2,45	2,51	2,58	2,70
Dólar australiano	AUD	1,26	1,28	1,29	1,31	4,21	4,17	3,72	3,84	4,57	4,57	4,60	4,69
Renmimbi	CNY	8,21	8,26	8,28	8,30	3,36	3,29	3,17	3,09	3,58	3,55	3,52	3,47

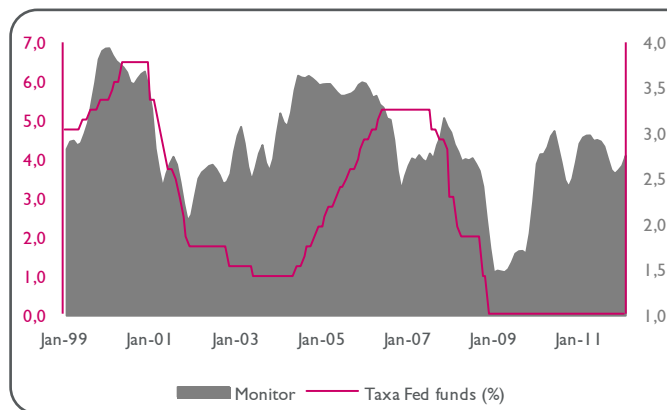
Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Política monetária mantém-se extraordinariamente acomodatória

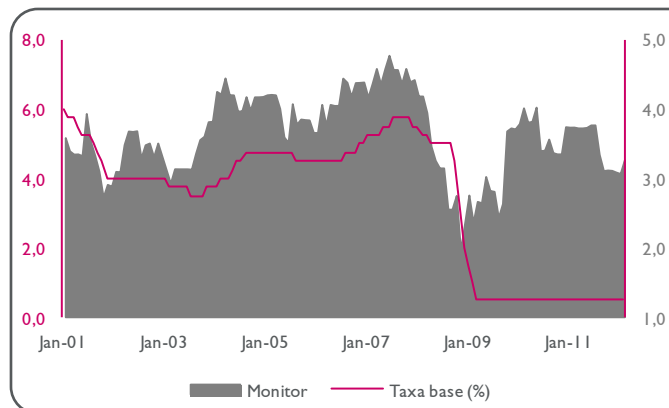
Área do euro



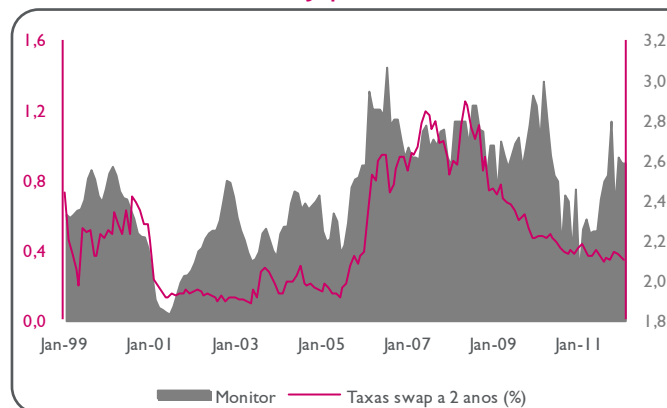
EUA



Reino Unido



Japão



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Nota: Os Monitores dos Bancos Centrais funcionam como indicadores avançados das taxas de juro de curto prazo. Para mais pormenores, consultar publicação específica, disponível em www.millenniumbcp.pt.

Previsões macroeconómicas

	PIB (Var. %)		Inflação (%)		T. desemprego (%)		BTC (% PIB)		S. orçam. (% PIB)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Portugal	-1,8	1,2	2,1	1,5	13,4	13,4	-6,4	-5,3	-4,5	-3,0
UEM	-0,5*	0,8*	1,5	1,7	9,9	9,7	0,4	0,5	-3,1	-2,5
Reino Unido	0,6*	2,0*	2,4	2,0	7,8	7,8	-2,3	-1,7	-7,0	-5,1
Suécia	3,8	3,5	2,5	2,0	6,6	5,8	5,3	5,1	1,3	1,7
Noruega	2,5	2,2	2,2	2,5	3,5	3,5	12,8	12,3	11,2	10,8
Suíça	1,4	1,8	0,9	1,0	3,4	3,1	10,9	10,7	0,6	0,5
Austrália	3,3	3,4	3,3	3,5	4,8	4,8	-4,7	-5,4	-1,9	-0,5
Canadá	1,7*	2,0*	2,1	2,0	7,7	7,2	-3,8	-3,5	-3,2	-1,9
EUA	1,8*	2,2*	1,2	0,9	9,0	8,5	-2,1	-1,7	-7,9	-6,2
Japão	1,7*	1,6*	-0,5	0,0	4,8	4,6	2,8	2,6	-9,1	-7,8
China	8,2*	8,8*	3,3	3,0	4,0	4,0	5,6	6,2	-0,8	-0,1
Índia	7,0*	7,3*	8,6	7,1	n.d.	n.d.	-2,2	-1,9	-7,3	-7,2
Brasil	3,0*	4,0*	5,2	4,2	7,5	7,0	-2,5	-2,9	-2,8	-2,6
México	3,5*	3,5*	3,1	3,0	3,9	3,5	-0,9	-0,9	-2,8	-2,4
Rússia	3,3*	3,5*	7,3	6,9	7,1	7,0	3,5	2,2	-2,1	-2,3
Polónia	3,0	3,4	2,8	2,5	9,2	9,0	-5,1	-5,2	-3,8	-3,5

Fonte: FMI World Economic Outlook, Setembro 2011

*Atualização World Economic Outlook, Janeiro 2012

Guerras cambiais

José Maria Brandão de Brito
jose.brandaobrito@millenniumbcp.pt

Guerras quê???

"O mundo está numa guerra cambial". Esta declaração de Guido Mantega, ministro das finanças brasileiro, granjeou-lhe notoriedade global por evidenciar a natureza "bélica" das políticas monetárias prosseguidas pela generalidade das principais economias. Mas o que significa belicismo da política monetária? Pode a taxa de câmbio ser um instrumento de agressão? As guerras cambiais, que não são de hoje, consistem na manipulação da moeda de um país por forma a forçar uma vantagem face aos parceiros comerciais. Esta estirpe de guerra tende a ocorrer em contextos económicos e financeiros conturbados, como aquele que vigora desde 2008. Nestas situações, a política económica perde eficácia na reanimação da atividade doméstica, pelo que as autoridades de alguns países, frequentemente acossadas por pressões sociais, tentam gerar por via externa o crescimento que a letargia interna não produz. A mecânica deste tipo de ofensiva assenta na desvalorização competitiva da moeda, tendo em vista tornar os produtos nacionais mais baratos no exterior e os produtos estrangeiros mais caros internamente. Tal estratégia promove as exportações e produz o efeito contrário

nas importações; a atividade doméstica sai duplamente estimulada e o emprego recupera. O caráter bélico desta estratégia resulta do facto da vantagem competitiva advinda da manipulação cambial exercer um efeito simétrico na competitividade dos parceiros comerciais. Mas como escreveu Clausewitz, o historiador e teorizador militar prussiano, "a guerra é a condução da política por outros meios", a que se recorre quando todas as outras alternativas falham e a situação se deteriora. Foi isso que fez Roosevelt no clímax da Grande Depressão, ao suspender a convertibilidade do dólar em ouro, dessa forma, provocando uma desvalorização competitiva, nomeadamente contra a então dominante libra esterlina. Este evento foi, segundo a ortodoxia, decisivo para o início da reabilitação da economia dos EUA em 1933. É esta interpretação, ainda popular entre banqueiros centrais e governantes, que inspira as guerras cambiais que Mantega refere. Mas será a manipulação cambial eficaz a promover o bem-estar?

Desvalorização cambial: míssil ou boomerang?

Como qualquer ato de agressão, as guerras cambiais suscitam nas "vítimas" sentimentos e reações retaliatórias. Por essa razão é

crucial preparar o ataque de modo dissimulado para minimizar a capacidade do "inimigo" ripostar. Esta tática, que corporiza o postulado de Sun Tzu para quem a arte da guerra se baseia na dissimulação, foi também a marca de água dos grandes estrategas militares, desde César a Napoleão. Na prática, porém, as guerras cambiais tendem a provocar uma escalada das hostilidades que por vezes transcendem a simples manipulação cambial. Tarifas aduaneiras, embargos comerciais e mesmo intervenções militares, amiúde integram o arsenal. Mas a maior perversão das guerras cambiais reside no facto do principal prejudicado ser a população do instigador original. Desde logo porque uma desvalorização competitiva implica a perda de poder de compra da moeda, com prejuízo para os seus utilizadores, ou seja os cidadãos nacionais. Por outro lado, o aporte de competitividade gerado pela desvalorização cambial resulta exclusivamente da perda de bem-estar dos trabalhadores que vêm o seu salário real reduzido pelo encarecimento da componente importada do custo de vida. Acontece que os ganhos de competitividade se esfumam assim que os trabalhadores, apercebendo-se dos efeitos inflacionistas da desvalori-

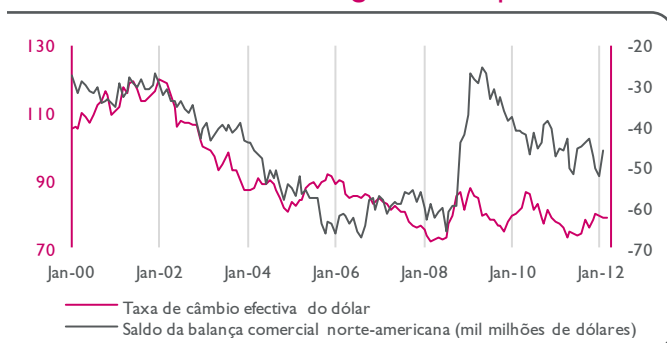
zação competitiva, exigem aumentos salariais. A este respeito é útil lembrar que as convulsões sociais, como a Primavera Árabe ou a contestação que levou ao Massacre de Tiananmen, normalmente resultam do aumento abrupto do custo de vida. Daqui se conclui que desvalorizações competitivas não são mísseis apontados à economia dos parceiros comerciais, mas boomerangs que retornam com intensidade redobrada contra quem os arremessou. Tal conclusão é confirmada pela evidência gráfica disposta em baixo.

Vencedores e vencidos

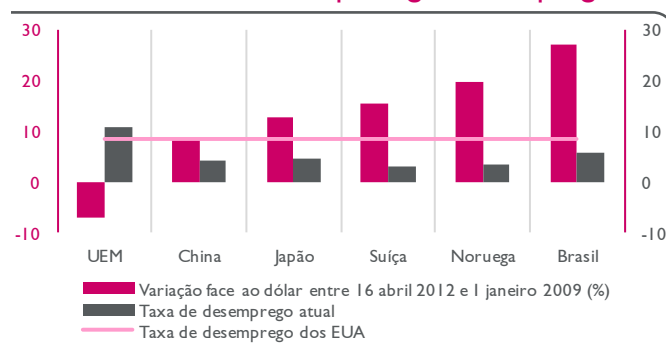
O ingrediente principal das guerras cambiais é a credibilidade, pelo que só países "sérios" podem lançar ofensivas cambiais. O problema é que a política sistemática de depreciação implica uma expansão monetária que torna o agressor vulnerável a uma perda súbita de confiança. Em resultado, quanto mais o conflito durar, maior o custo económico de uma armistício. O corolário, inesperado, sem dúvida, reza que ganha a guerra cambial quem primeiro desistir, já que isso implica estabelecer um sistema monetário sólido. Curiosamente, estão mais perto da vitória os países detentores das moedas periféricas, por serem as com endividamento menos patológico. A estas bastaria uma retirada coordenada do sistema monetário vigente para condenar as moedas hegemónicas: dólar, euro e iene. Tal sugestão pode parecer excêntrica, mas só para quem escolher ignorar a história da ascensão e queda do poder económico, da qual a marcha inexorável em curso do *renmimbi* poderá ser o próximo capítulo.

Como todas as guerras, as cambiais não são justas nem úteis, mas isso não impede a sua proliferação sob a (ilusória) capa da promoção do crescimento e do emprego

Moedas mais fracas não geram competitividade



Moedas mais fortes protegem o emprego



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

BCE faz compasso de espera...

BCE continua em compasso de espera...

Sob a esteira do conjunto de medidas tomadas entre o final do ano passado e o início deste ano, o BCE manteve-se inoperante na última reunião de política monetária — como aliás já havia sucedido em março —, aguardando que as medidas introduzidas surtam efeito, de modo a dar tempo aos Estados-membros para implementarem as reformas necessárias para reduzir os elevados níveis de dívida acumulados na última década e que, por sua vez, estas produzam os efeitos desejados. Mas, nem de um lado, nem de outro, parecem existir progressos significativos. No que concerne aos efeitos esperados pelo BCE com o reforço do grau de acomodação da sua política monetária, além de ter logrado dissipar os riscos imediatos de relapso da crise financeira, o objetivo era restituir o funcionamento do mercado monetário inter-

bancário e estimular a concessão de crédito, o que não se está a observar. Em detrimento do recurso ao mercado monetário, as instituições financeiras continuam a privilegiar o recurso ao banco central. Entre novembro e março, o recurso dos bancos espanhóis ao BCE aumentou de 106 para 316 mil milhões de euros, correspondendo já a 27,4% do PIB espanhol. No mesmo período, observou-se em Itália um acréscimo igualmente expressivo (de 153 para 270 mil milhões de euros). A avaliar pela evolução do montante de títulos de dívida pública detidos pelas instituições financeiras destes dois países, uma parte significativa dos fundos obtidos junto do banco central estão a ser canalizados para a compra de obrigações governamentais. Deste modo, ao suportarem o mercado de dívida pública, os bancos destes países estão, consequentemente, a assegurar a sua estabilidade, pois qualquer abalo no

mercado de dívida soberana terá inevitavelmente impacto no sector financeiro.

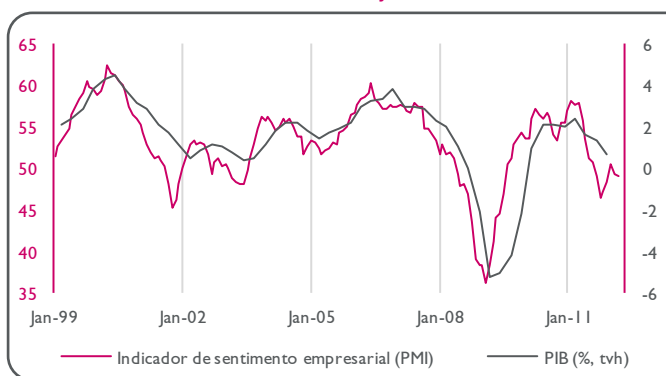
...aguardando por avanços nos processos de consolidação orçamental...

Por seu turno, aos Estados-membros competia (i) colocar em marcha um conjunto de reformas estruturais, (ii) reforçar os mecanismos de estabilidade financeira da área do euro (iii) e definir mecanismos de maior rigor orçamental. De facto, nas últimas duas vertentes foram dados passos significativos. Em primeiro lugar, foi aprovada, na última reunião de ministros das finanças da área do euro, o aumento da dotação conjunta do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) e do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), de 500 para 700 mil milhões de euros. Em segundo lugar, já está a decorrer o processo de ratificação do tratado assinado a 31 de março, formalmente designado por Tratado

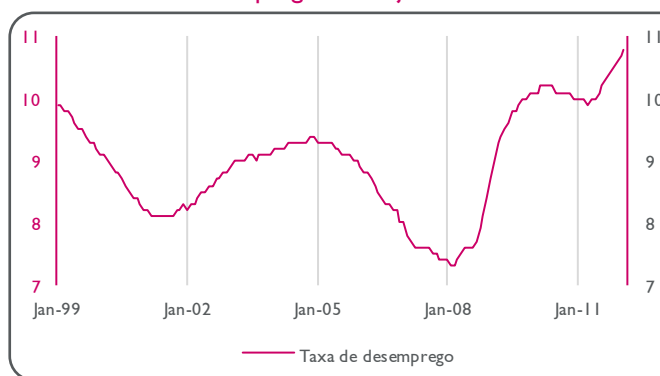
sobre estabilidade, coordenação e governação na União Económica e Monetária. Portugal foi o primeiro país a ratificar o tratado, no passado dia 13 de abril. Contudo, no âmbito das reformas estruturais o processo continua a avançar muito lentamente. Com a aproximação da data de finalização dos programas de estabilidade e convergência que os Estados-membros terão de enviar à Comissão Europeia — procedimento designado por Semestre Europeu e que faz já parte das novas regras de governação económica — começam a surgir algumas dificuldades políticas que poderão condicionar a definição destes programas. A Holanda, um dos países que desde que eclodiu a crise de dívida da "periferia" tem sido um acérrimo defensor da necessidade destes países prosseguirem políticas de rigor orçamental, não está a conseguir obter consenso entre os partidos políticos que formam o seu governo para

Atividade económica

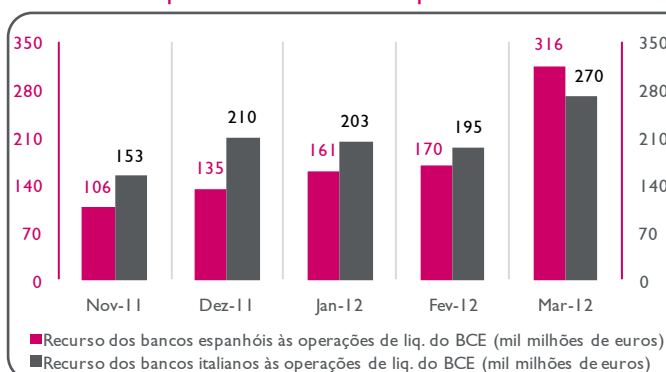
Indicadores de confiança voltam a cair



Taxa de desemprego em trajetória ascendente



Itália e Espanha cada vez mais dependentes do BCE



Quadro de previsões

	Atual	Jun-12	Set-12	Dez-12	Mar-13
PIB (tvt)	-0,3 ^(a)	-0,5	-0,2	0,0	0,1
Taxa desemp.	10,8 ^(b)	11,0	11,2	11,3	11,3
Inflação (tvt)	2,6 ^(c)	3,0	3,3	3,6	3,0
Inflação subj. (tvt)	1,5 ^(b)	2,2	2,6	2,8	2,6
Taxa refi	1,00 ^(d)	1,00	1,00	1,00	1,00
Taxa 3 meses	0,8 ^(d)	0,9	1,1	1,1	1,2
Taxa Swap 2 anos	1,0 ^(d)	1,6	1,9	2,0	2,2
Taxa Swap 10 anos	2,2 ^(d)	2,8	3,5	4,0	4,2
Eur/Usd	1,31 ^(d)	1,33	1,36	1,43	1,47

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

Fonte: Bloomberg, BCE, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

...aguardando que os Estados-membros cumpram a sua parte

tomar as medidas necessárias para reduzir o défice orçamental dos atuais 4,5% para 3%. E, em Itália, a reforma do mercado de trabalho, apresentada pelo governo como um dos fatores cruciais para aumentar a competitividade da sua economia, acabou por ter de sofrer alterações, de modo a manter algumas das condições da atual legislação, sob pena de não ser aprovada pelo parlamento. Já em Espanha, a pressão que, recentemente, os mercados voltaram a exercer, e que resultou num aumento superior a 100 pontos base dos prémios de risco da sua dívida pública face aos níveis observados no início de março, levou o governo a anunciar, poucos dias após a apresentação do orçamento de estado para este ano, medidas adicionais de redução da despesa e a afirmar que pretende acelerar o processo de consolidação do sector financeiro e a implementação de reformas estruturais.

...e pela estabilização das condi-

ções económicas

Para além das questões políticas, os desafios orçamentais com que a maioria dos Estados-membros da área do euro se defrontam estão também a ser assombrados pela ausência de sinais de estabilização da situação económica. Depois das melhorias observadas no início deste ano, os níveis de confiança dos agentes económicos voltaram a diminuir em março, sobretudo no sector industrial, onde o indicador de sentimento dos empresários caiu para níveis sugestivos de contração da atividade nas quatro principais economias da área do euro. Ao nível dos dados quantitativos, os sinais são igualmente de deterioração. Com a taxa de desemprego a aproximar-se já dos 11% (10,8%, em fevereiro), o consumo tem vindo a retrair-se, como ilustra a queda das vendas a retalho, em fevereiro, a um ritmo não observado desde o final de 2009. Esta evolução dos indicadores económicos deverá refletir-se num agravamento

do ritmo de contração do PIB, que nos últimos três meses do ano passado caiu 0,3%.

Os progressos tardam em surgir

Mediante este quadro, em que apesar das melhorias fomentadas pelas medidas introduzidas pelo BCE no final do ano passado, os riscos de degradação da atividade económica persistem, bem como os receios de novas tensões no mercado de dívida pública, o BCE tem, assim, procurado manter a política monetária acomodaticia, ao mesmo tempo que tenta manter sob controlo os riscos que estas medidas representam. Neste sentido, e mediante o desconforto que tem vindo a ser manifestado pelos membros mais conservadores do conselho de governadores do BCE (leia-se os alemães) com algumas das medidas que o banco central introduziu nos últimos meses, o BCE anunciou que os bancos centrais de cada Estado-membro podem reservar-se o direito de recusar, como

colateral nas operações de cedência de liquidez, títulos de dívida garantidos pelos governos dos países que estão atualmente ao abrigo de programas de assistência financeira (Grécia, Irlanda e Portugal). Contudo, como estes títulos são usados, em princípio, pelos bancos dos respetivos países nas operações de cedência de liquidez junto do seu banco central, esta decisão não deverá resultar numa restrição ativa no acesso a estas operações. Mas à medida que o tempo for passando, sem que surjam progressos notórios ao nível da consolidação orçamental, esta gestão dos riscos da política monetária do BCE poderá tornar-se mais difícil, sobretudo se o agravamento das tensões no mercado de dívida pública voltar a reclamar um reforço do pendor ultra-expansionista da política monetária.

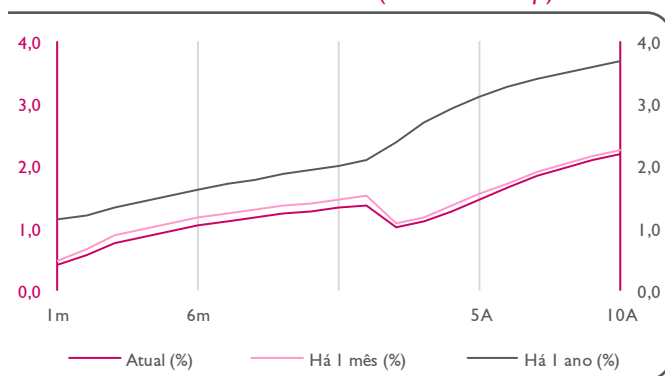
Márcia Rodrigues
marcia.duarterodrigues@millenniumbcp.pt

Mercados financeiros

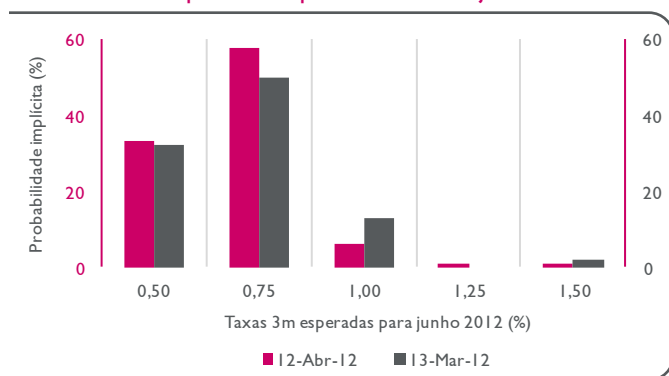
Câmbios



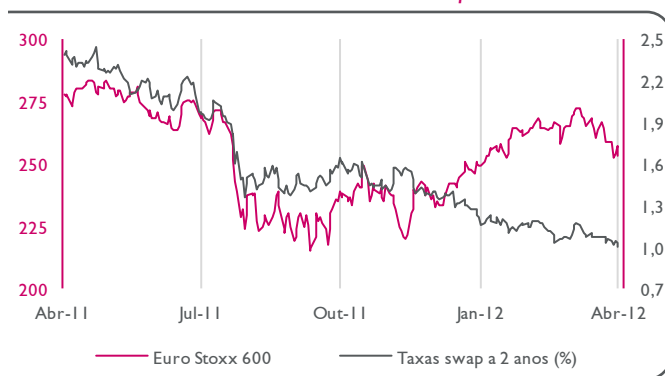
Curva de rendimentos (euribor e swap)



Expectativas para as taxas de juro



Mercados acionistas e taxas swap a 2 anos



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

A inflação preocupa os principais intervenientes na economia...

O advento da inflação...

Recentemente a subida do preço do petróleo, que se repercutiu numa subida de quase 20% no preço da gasolina desde o início do ano, parece apontar para a formação de riscos inflacionistas. Numa economia ainda em recuperação da "grande recessão" em que algumas fragilidades ainda se fazem sentir (como no mercado imobiliário), a inflação poderá ser um fator de risco para um relapso da crise. Contudo, a Fed revela uma postura displicente quanto à perspectiva de evolução ascendente dos preços que, oficialmente, é percebida como uma questão temporária não sendo, em si, uma ameaça ao objetivo de estabilidade de preços. O facto do deflator do consumo privado (a medida de referência da Fed para a inflação) ter vindo a apresentar uma tendência descendente desde Setembro do ano passado, aproximando-se do objetivo dos 2%

(atualmente nos 2,3%) oferece ao banco central uma margem de conforto.

...é esperado pelos empresários

Contudo, a subida do preço do petróleo, não só começou a refletir-se nas expectativas inflacionistas dos grandes e dos pequenos empresários por via dos preços pagos a fornecedores como em certos casos por via do encarecimento do fator trabalho. Enquanto que as intenções de contratar novos trabalhadores por parte dos pequenos empresários têm vindo a diminuir, já as intenções em aumentar as remunerações têm vindo a registar uma evolução ascendente (ver gráfico: "...poderá ser estrutural"). Esta situação que sugere uma maior dicotomia na valorização do trabalho em alguns setores, como o dos serviços, a desfavor de outros setores (também sinalizada no relatório de conjuntura da Fed, o *Beige Book*) teve igualmente tradução nos últimos dados do

emprego a nível nacional. Apesar do acentuado abrandamento do ritmo de criação de novos postos de trabalho, em março, o ritmo de expansão dos salários registou uma aceleração. Os ganhos de produtividade, que foram um dos motores da retoma a partir de 2009 estão, assim, a reduzir-se. Para contornar esta situação, torna-se imperativa a aceleração da economia que, contudo, se encontra limitada. No fim do ano passado, o *output gap* (diferença entre o PIB e o PIB potencial) encontrava-se nos -1,3% o que compara com o máximo atingido em 2009 de -7%. Tal significa que a subutilização dos fatores produtivos que, desde a crise tem sido o principal argumento para a atual política monetária atipicamente acomodatória, está a perder adequabilidade. Por outro lado, com as margens comerciais muito esmagadas, torna-se cada vez mais inevitável que estas pressões inflacionistas sejam transferidas

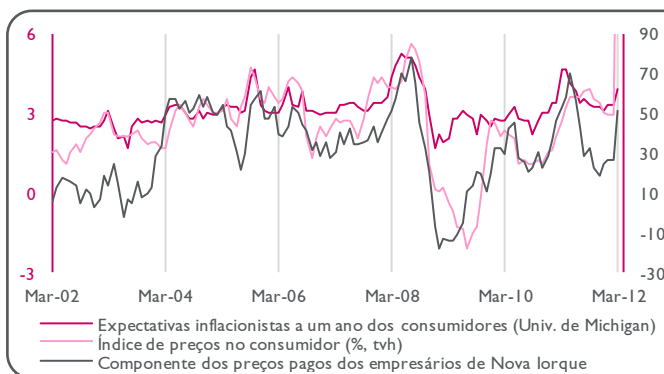
para o consumidor final.

...e pelos consumidores,...

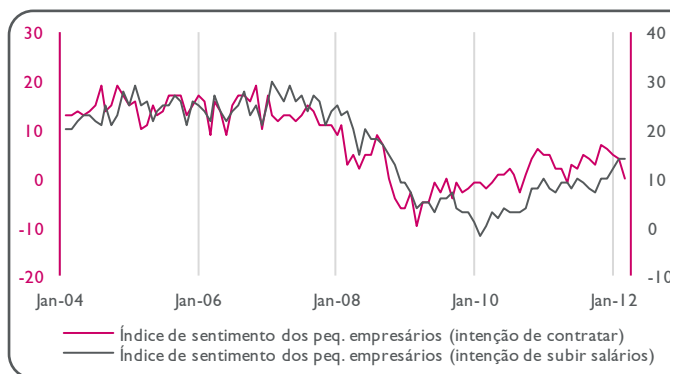
Também nos consumidores existem expectativas duma aceleração dos preços, explícitas na componente referente às perspectivas para a inflação a um ano do índice de confiança dos consumidores da Universidade de Michigan, que atingiu o nível mais elevado desde maio de 2011 (3,9%). Num ambiente em que o consumo privado se tem mostrado resiliente apesar do rendimento disponível se ter contraído, em termos reais, em fevereiro, pelo segundo mês consecutivo, a inflação poderá ser o derradeiro teste à robustez do consumo privado, que tem levado à queda da taxa de poupança das famílias de 4,3% em janeiro para 3,7% em fevereiro. Mais relevante que o facto da Fed estar cada vez mais distante dos agentes económicos, é o de ser, aparentemente, complacente com as atuais pressões inflacionistas de cariz estrutural.

Atividade económica

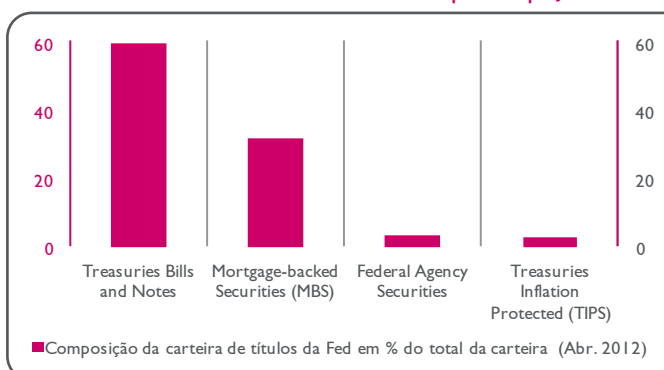
O advento da inflação...



...poderá ser estrutural...



...mas a Fed tem atualmente outras preocupações



Quadro de previsões

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

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

...menos a Fed, que poderá persistir nas mesmas soluções para ameaças diferentes

...menos pela Reserva Federal, por motivos conhecidos e....

Neste contexto, a miopia da Fed à formação das pressões inflacionistas parece-nos manifestamente voluntária. A questão é que as *yields* encontram-se artificialmente baixas por via da política monetária de injeção de liquidez. Nunca na história do pós 2ª GM, as *yields* estiveram tão baixas tendo em conta os ritmos atuais de crescimento da economia e da inflação. A questão preocupante para a autoridade monetária poderá prender-se com a reação das taxas ao momento, a partir do qual, a Fed vai deixar de intervir no mercado na sequência do término do *operation twist* em junho deste ano. Em março e no início de abril, ainda que por motivos pouco relevantes, as subidas temporárias das *yields* dos títulos de prazos mais longos, como dos 30 anos, deixaram transparecer um mal estar por parte dos investidores com os atuais patamares deprimidos

das taxas longas. Estes mercados parecem estar a ganhar sensibilidade a qualquer indício de enrustecimento da atividade, o que para a autoridade monetária se torna divergente com o compromisso reiterado de manter taxas baixas até fins de 2014. Uma subida das taxas de mercado coloca em risco não só a insipiente melhoria do mercado imobiliário como o desempenho do investimento que, depois de ter registado um forte abrandamento em janeiro tem, desde fevereiro, voltado a dar sinais de maior vigor. Este dinamismo é essencial para criar condições à formação de emprego.

...menos conhecidos

A atual posição da Fed em manter taxas baixas poderá estar cada vez mais comprometida, com a ala mais branda do conselho de governadores, na qual se inclui o presidente, a perder peso e com os mercados financeiros a antecipar quase duas subidas de taxas para finais de 2014.

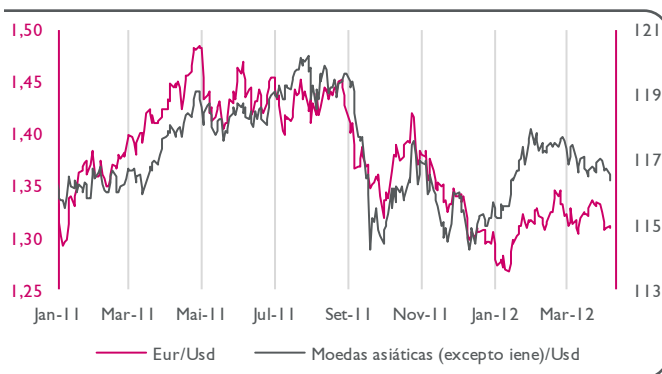
O aparente revés na evolução do emprego, em março, que se traduziu num forte abrandamento da criação de emprego — ainda que o primeiro trimestre de 2012 tenha sido o melhor desde o primeiro trimestre de 2006 — contribuiu para reforçar a postura acomodatória da autoridade monetária e deixar em aberto a possibilidade dum terceiro programa de compra de ativos (*QE3*). Outra preocupação em manter o atual *status quo* da política monetária tem um cariz financeiro. Com uma carteira de *treasuries* de médio e longo prazo que corresponde a 60% do total da carteira da Fed, uma subida acentuada das taxas implica uma desvalorização dos ativos detidos. Tentar evitar esta situação ao proceder a vendas, ainda que graduais, depois de junho poderia levar ao efeito perverso de provocar um mal estar nos investidores que motivaria a aceleração de um *sell-off* de *treasuries* e, consequente-

mente, à subida das taxas. Por outro lado, num contexto de sobre-endividamento federal, a subida das taxas que se traduz num encarecimento do serviço da dívida pública, provocaria um aumento do risco de crédito dos títulos detidos pela Fed. Pela diversidade dos seus efeitos positivos, a política de liquidez abundante, como que uma adição insidiosa introduz a ilusão de ser a solução para todos os males, o que torna a sua remoção muito difícil. Sinal disso, é a insistência, nos últimos quatro anos, desta abordagem por parte da Fed. Por quanto mais tempo for adotada, mais os efeitos perversos se vão reforçando, tais como os que se poderão manifestar por via da subida do preço das *commodities* que gera pressões inflacionistas.

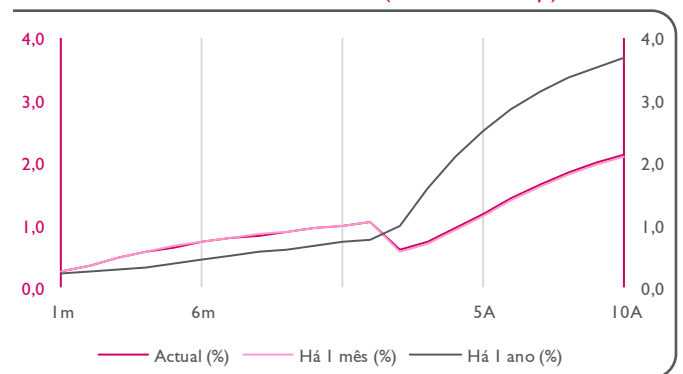
Maria Luís Borges de Castro
maria.borgescastro@millenniumbcp.pt

Mercados financeiros

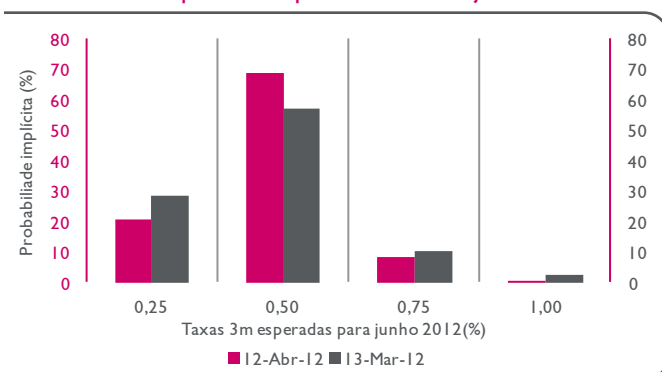
Câmbios



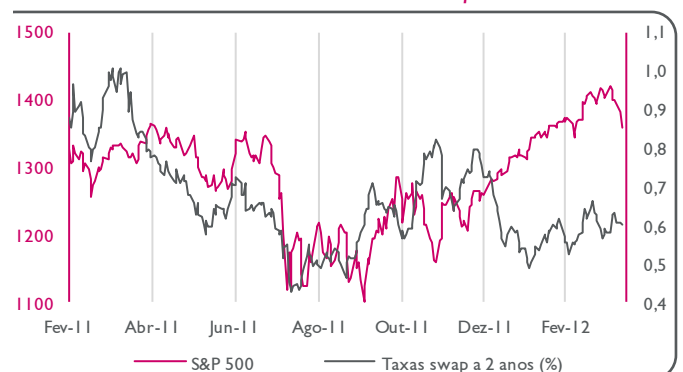
Curva de rendimentos (euribor e swap)



Expectativas para as taxas de juro



Mercados acionistas e taxas swap a 2 anos



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Passos em direção à abertura do mercado financeiro

Toda grande caminhada...

Com a aproximação do evento político mais importante na China, que é a passagem do poder a novos líderes — uma transição que, ao longo da história, provou ser fonte de disputas por poder e de tensões sociais —, intensificam-se as pressões para que o governo afaste qualquer ameaça à estabilidade política. No plano económico, os dados corroboram o esgotamento do modelo que vigorou desde a crise financeira, com reflexo na desaceleração do crescimento, no aumento dos riscos à estabilidade financeira e na permanência de pressões inflacionistas. A economia cresceu ao ritmo mais lento desde 2009, no primeiro trimestre de 2012, abalada pelo arrefecimento do mercado imobiliário e pela restritividade no acesso ao crédito. Ao mesmo tempo, a inflação voltou a subir, impulsionada pelos preços dos alimentos. Diante de uma encruzilhada, com ameaças tanto ao nível do

emprego como ao custo de vida, qual será a resposta política: mais acomodação ou mais restrição? Sem margem para reaplicar a terapia dos anos anteriores, mas com o aumento das pressões sobre o governo para sustentar o nível de investimento e evitar um colapso do mercado imobiliário — principal motor do crescimento — os líderes chineses, que se aproximam do fim dos seus mandatos, parecem avançar para um novo caminho. Esta poderá constituir a segunda grande fase de abertura da China, após a abertura comercial, que, nas décadas de 80 e 90, catalisou um acelerado processo de industrialização e de desenvolvimento económico. Em causa está a liberalização do mercado financeiro e o desenvolvimento do mercado de capitais, reformas essenciais para garantir uma alocação eficiente dos recursos do país e a sustentabilidade do crescimento económico.

...começa com um simples passo

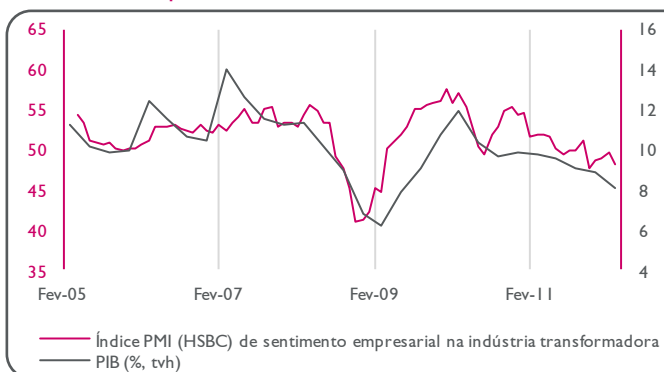
Em março e abril, dois passos importantes foram dados neste sentido. Um conjunto de reformas financeiras foi introduzido em Wenzhou, cidade conhecida pelo empreendedorismo, pelo florescimento do mercado paralelo de serviços financeiros e por ter sido uma das regiões mais abaladas pela crise do mercado imobiliário e pelas restrições ao crédito. Essencialmente, o objetivo das reformas é formalizar as operações de investimento, atualmente realizadas no mercado paralelo, e facilitar o acesso de pequenas e médias empresas a financiamento, segmentos mais afetados pela restrição da política monetária. Entre as medidas pretendidas deverá estar a permissão para residentes investirem em negócios no estrangeiro, uma medida que, para além de essencial no processo de liberalização do mercado financeiro, contribuirá para a diversificação

das reservas internacionais do país, estimadas em mais de 3 biliões de dólares, as mais elevadas do mundo. As reformas propostas para Wenzhou poderão servir como exemplo para o processo de liberalização que deverá ser introduzido em outras partes do país. Além disso, no início de abril, o governo anunciou que irá triplicar as quotas para os investimentos estrangeiros em ativos financeiros domésticos, como ações e títulos de dívida, um passo crucial para o desenvolvimento do mercado de capitais e para a internacionalização do *renminbi*. A abertura do mercado financeiro da China, discutivelmente a única solução sustentável para os desequilíbrios macroeconómicos que se acumularam nos últimos anos, deverá ser um fenómeno determinante para a evolução dos mercados financeiros globais nos próximos anos.

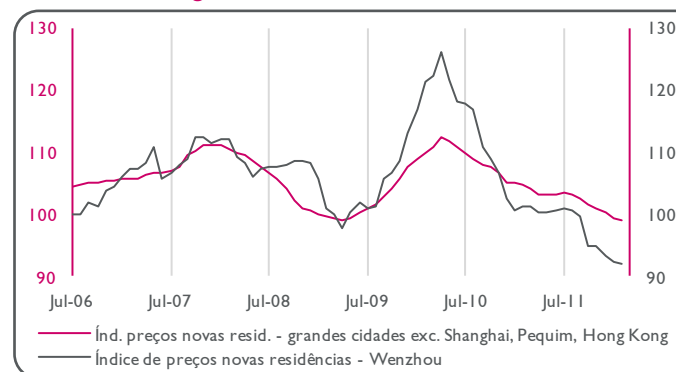
Joana Freire
joana.freire@millenniumbcp.pt

Atividade económica e mercados financeiros

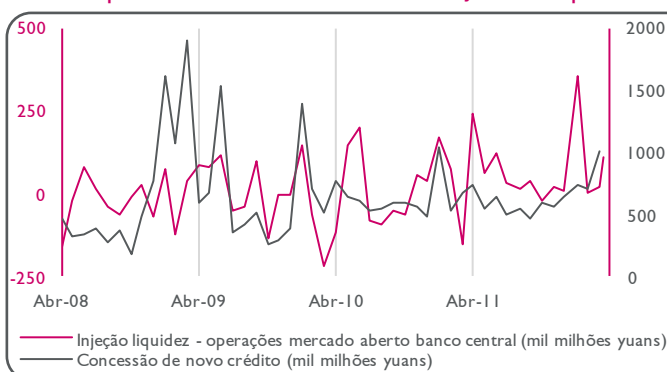
Desafio duplo: sustentar o crescimento económico...



...e garantir a estabilidade financeira



Tudo pela estabilidade: alívio das restrições de liquidez



Quadro de previsões

	Atual	Jun-12	Set-12	Dez-12	Mar-13
PIB (tvh)	8,1 ^(b)	7,5	7,5	7,0	7,0
Taxa desemp.	4,1 ^(a)	4,2	4,3	4,3	4,3
Inflação (tvh)	3,6 ^(c)	5,0	6,0	6,5	6,3
Taxa ced. 1 ano	6,56 ^(d)	6,56	6,56	6,56	6,56
Taxa dep. 1 ano	3,50 ^(d)	3,50	3,50	3,50	3,50
Taxa 3m (SHIBOR)	4,8 ^(d)	4,8	4,7	4,7	4,7
Swap 2 anos NDIR	3,1 ^(d)	3,0	2,7	2,4	2,4
Swap 10 anos NDIR	3,5 ^(d)	3,2	2,9	2,9	2,9
Usd/Cny	6,3 ^(d)	6,2	6,1	5,9	5,9

Nota: Valores fim de período. (a) 4º trim. 11; (b) 1º trim. 12; (c) março; (d) abril

Protecionismo: agressão externa ou debilidade interna?

Vítima do seu próprio sucesso?

Para os líderes brasileiros, a desaceleração da economia, de cerca de 7,5%, em 2010, para talvez 3% este ano, é a contrapartida do sucesso do seu modelo de política económica. Nesta lógica, a atratividade do país para os investimentos estrangeiros teria tomado o Brasil refém do "tsunami monetário", expressão utilizada pelo governo para dramatizar a clivagem entre as políticas praticadas nas economias desenvolvidas e emergentes. A apreciação do real, que deriva desta conjuntura, seria o principal fenómeno responsável pela perda de competitividade da indústria brasileira, cuja tendência de contração foi corroborada pelos dados de fevereiro. É esta a filosofia que alicerça a atual estratégia e a retórica do governo brasileiro, legitimando, sob o princípio de resguardar a debilitada indústria nacional, uma política económica mais acomodatória e uma presença mais

marcada do estado na economia. Nesse sentido, no início de abril, o ministro da finanças, Guido Mantega, anunciou a ampliação do plano "Brasil Maior", programa de política industrial lançado em 2011. Entre as medidas de estímulo orçamental contempladas nesta segunda fase do plano estão alterações na cobrança de impostos (redução dos encargos associados aos salários em alguns setores, que será parcialmente compensada por um aumento dos impostos sobre as receitas) e o aumento dos empréstimos subsidiados, através da injeção, pelo tesouro, de 45 mil milhões de reais no BNDES. No plano da política monetária, a referência explícita do banco central à redução da taxa Selic para próximo do mínimo histórico e o recuo do principal índice de preços no consumidor pareceram consolidar as expectativas de uma descida da taxa de referência para próximo de 8,75% no próximo mês. Para

além da maior acomodação das políticas orçamental e monetária, as autoridades têm intervindo na esfera comercial e financeira, através de medidas para limitar a entrada de bens e de capital, alimentando disputas, em torno de quotas e tarifas à importação, entre o Brasil e alguns dos seus parceiros comerciais.

Mitigar ou acelerar o processo de desindustrialização?

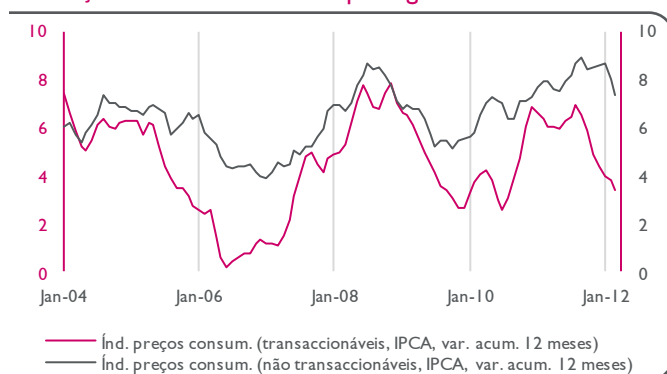
Com esta orientação, o Brasil parece afastar-se do modelo que garantiu a estabilização da sua economia na década de 90, após o período de hiperinflação. Esta interpretação do processo de perda de competitividade, apenas por via da apreciação cambial, despreza a gravidade dos problemas estruturais na indústria. A perda de competitividade do Brasil está associada a uma valorização inoportuna dos fatores produtivos (por exemplo dos salários, imóveis e serviços), sem contrapartida no aumento da produtividade. Para além da

inflação dos custos de produção, a complexa e onerosa estrutura tributária também serve de arrasto ao empreendedorismo e à competitividade do país. Acontece que, em quase todos os aspetos, a estratégia atualmente perseguida pelas autoridades deverá contribuir não para mitigar, mas para acentuar os problemas, já que pressionará ainda mais os custos de produção, como por exemplo pelas restrições às importações, pelo aumento do imposto sobre as receitas e pela depreciação do câmbio, o que poderá complicar, e não aliviar, as perspetivas para a indústria. À exceção dos setores que não estão expostos à concorrência externa ou que estão diretamente protegidos pelas políticas industriais e comerciais, no agregado, esta estratégia poderá acelerar o processo de desindustrialização do país.

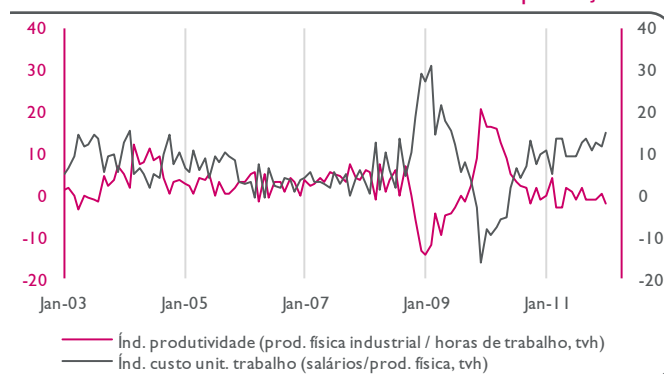
Joana Freire
joana.freire@millenniumbcp.pt

Atividade económica e mercados financeiros

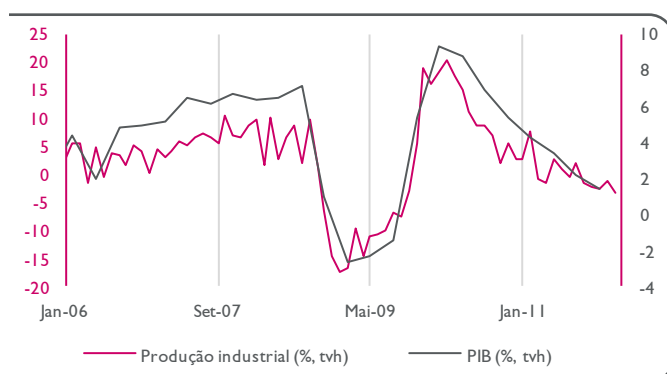
Inflação elevada nos setores protegidos da concorrência



Indústria sofre com os elevados custos de produção



Crise na indústria: um arrastão ao crescimento



Quadro de previsões

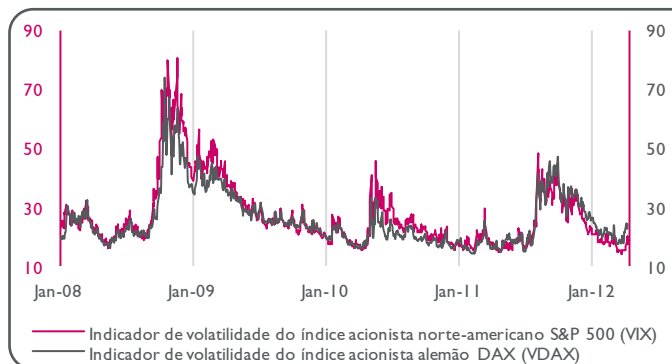
	Atual	Jun-12	Set-12	Dez-12	Mar-13
PIB (tvv)	0,3 ^(a)	0,7	0,2	0,1	0,2
Taxa desemp.	5,7 ^(b)	6,3	6,5	7,0	7,1
Inflação (tvh)	5,2 ^(c)	6,6	6,9	7,0	6,9
Taxa Selic	9,75 ^(d)	9,00	9,00	9,00	9,00
Taxa 3m (BM&F)	8,8 ^(d)	8,7	8,6	8,6	8,6
Swap 1 ano	8,7 ^(d)	8,7	8,6	8,6	8,6
Swap 2 anos	9,3 ^(d)	9,2	9,0	9,0	9,0
Eur/Brl	2,4 ^(d)	2,5	2,6	2,9	2,9

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

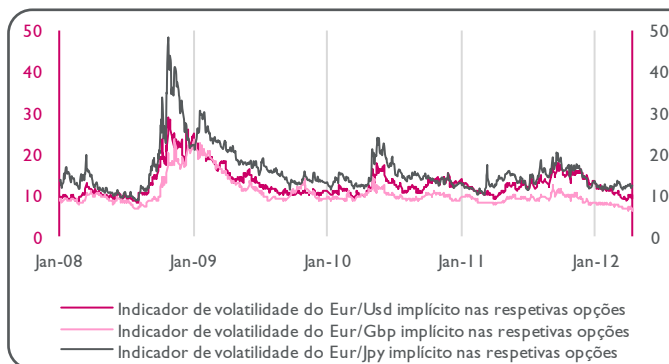
Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Prémios de risco dos mercados financeiros

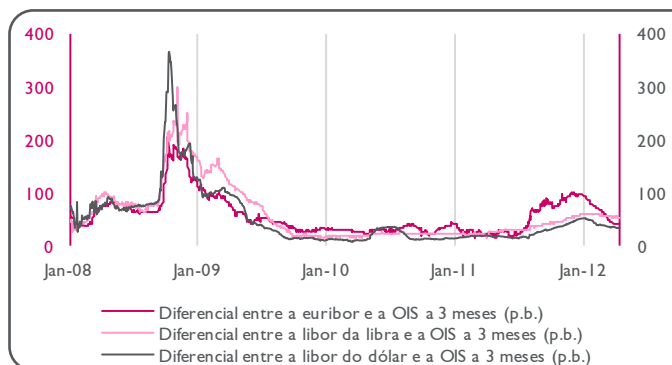
Mercado acionista



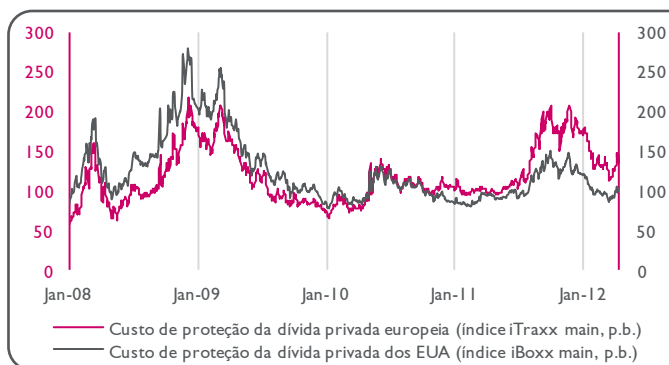
Mercado cambial



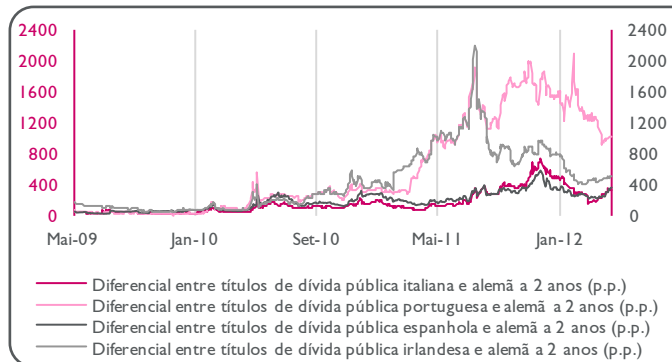
Mercado monetário



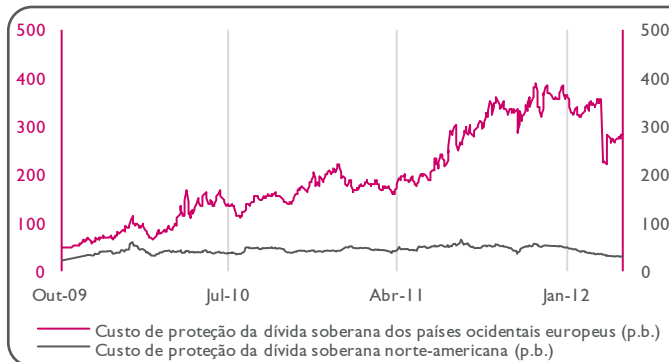
Mercado de crédito



Mercado de dívida soberana (“periferia” da área do euro)



Mercado de dívida soberana (principais economias)



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Principais eventos económicos do mês anterior

	Evento	Período	Anterior	Esperado	Observado
U.E.M.	UEM - GDP sa (% , q/q)	4 T	0,1	-0,3	-0,3
	UEM - CPI (% , y/y)	Mar	2,7	2,6	2,6
	UEM - CPI Core (% , y/y)	Fev	1,5	1,5	1,5
	UEM - Unemployment Rate (%)	Fev	10,7	10,8	10,8
	UEM - Money Supply M3 (% , y/y)	Fev	2,5	2,4	2,8
	UEM - Industrial Production wda (% , y/y)	Fev	-1,7	-1,5	-1,8
	UEM - Retail Sales (% , y/y)	Fev	-1,2	-1,0	-2,1
	UEM - PMI Manufacturing	Mar	49,0	49,5	47,7
	UEM - PMI Services	Mar	48,8	49,2	49,2
	UEM - EC Survey - Consumer Sentiment	Mar	-20	-19	-19
	ALE - GDP sa (% , q/q)	4 T	0,6	-0,3	-0,2
	FRA - GDP sa (% , q/q)	4 T	0,3	-0,2	0,2
	ITA - GDP sa (% , q/q)	4 T	-0,2	-0,6	-0,7
	ESP - GDP sa (% , q/q)	4 T	0,0	-0,3	-0,3
	E.U.A.	GDP (q/q, annualized)	4 T	1,8	3,0
CPI (% , y/y)		Mar	2,9	2,7	2,7
PCE Core (% , y/y)		Fev	1,9	1,9	1,9
Unemployment Rate sa		Mar	8,3	8,3	8,2
Change in Non-Farm Payrolls (000)		Mar	240	250	120
Capacity Utilization (%)		Fev	78,4	78,6	78,4
Advance Retail Sales (% , y/y)		Mar	6,4	6,5	6,5
ISM Manufacturing		Mar	52,4	53,0	53,4
ISM Non-Manufacturing Composite		Mar	57,3	57,5	56,0
Leading Indicator (% , y/y)		Fev	3,3	3,0	3,0
Durable Goods Orders (% , y/y)		Fev	9,3	12,6	18,2
Conf. Board Consumer Confidence		Mar	71,6	71,0	70,2
Housing Starts (000)		Fev	706	700	698
NAHB Housing Market Index		Abr	28	28	25
China e Brasil		CHI - GDP (% , y/y)	1 T	8,9	8,0
	CHI - CPI (% , y/y)	Mar	3,2	3,6	3,6
	CHI - Unemployment Rate (%)	4 T	4,1	4,1	4,1
	CHI - Money Supply M2 (% , y/y)	Mar	13,0	13,0	13,4
	CHI - Industrial production (% , y/y)	Mar	12,8	11,6	11,9
	CHI - Retail Sales (% , y/y)	Mar	18,1	15,1	15,2
	CHI - PMI Manufacturing	Mar	51,0	50,5	53,1
	BRA - GDP (% , q/q)	4 T	-0,1	0,2	0,3
	BRA - CPI (IPCA, % , y/y)	Mar	5,9	5,5	5,2
	BRA - Unemployment Rate (%)	Fev	5,5	5,6	5,7
	BRA - Industrial Production (% , y/y)	Fev	-2,9	-5,8	-3,9
	BRA - Retail Sales Volume (% , y/y)	Fev	7,8	9,1	9,6
BRA - PMI Manufacturing	Mar	51,4	51,0	51,1	

Var. %	Câmbios			Taxas 3 meses			Taxas swap 10 anos			Ações			
	EUR/...			Variação (p.b.)			Variação (p.b.)			Var. %	Mês	Trim.	2012
	Mês	Trim.	2012	Mês	Trim.	2012	Mês	Trim.	2012				
EUR	-	-	-	-18	-56	-49	11	-9	-1	PSI 20	-6,8	-4,4	-5,5
USD	-1,1	2,9	0,6	-2	-9	-11	36	30	34	DAX	-7,0	7,0	12,8
GBP	-1,0	-0,4	-1,2	-4	-2	-4	20	19	29	Stoxx EMU	-9,4	0,8	3,3
JPY	-4,5	8,0	5,4	0	0	0	13	12	11	Stoxx Europe	-6,2	1,8	4,5
CHF	-0,3	-0,5	-1,2	2	5	5	9	-10	-6	FTSE 100	-4,5	0,7	2,2
NOK	0,1	-1,4	-2,3	-34	-63	-56	3	17	7	WSE WIG	-3,6	3,2	5,1
SEK	0,0	0,5	-0,3	-16	-45	-34	15	34	30	S&P 500	-2,4	6,3	9,0
CAD	-0,2	1,1	-1,5	-2	3	1	34	46	44	Dow Jones	-2,3	4,1	5,9
AUD	1,2	2,5	-0,8	0	4	4	28	42	43	Nasdaq	-2,2	10,2	14,7
BRL	1,0	5,9	-0,9	-1	-68	-68	-	-	-	Nikkei 225	-6,5	13,0	12,0
CZK	1,1	-3,4	-3,2	4	6	6	11	13	11	Hang Seng	-3,3	8,4	11,8
PLN	1,8	-4,7	-6,1	-4	-5	-5	-3	-14	-6	ASX All Ord.	0,4	4,1	6,6
HUF	3,0	-4,6	-5,3	-14	29	5	-	-	-	Bovespa	-8,3	3,5	9,4
ZAR	4,2	1,1	-1,0	0	2	1	26	-9	17	México	2,9	6,7	6,2
CNY	-0,6	2,6	1,0	-16	-65	-64	0	15	10	OMX 30	-7,7	2,3	5,0
										OBX	-4,5	4,8	7,2

Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Contatos

DIRECÇÃO TESOURARIA E MERCADOS

Pedro Turras

DEPT. TESOURARIA

Carlos Alberto Ribeiro

Gestão de Liquidez

Ana Maria Batista 21 721 3030

Mercado Cambial

Joaquim Pires 21 721 3022

Risco Taxa de Juro

Ricardo Gomes 21 721 3070

DEPT. VENDAS PRODUTOS DE TESOURARIA

Pedro Aires de Almeida

João Bernardino (apoio às vendas)

Empresas Norte

Helena Margarida, Luz Coelho, Bárbara Carvalho, Pedro Vasconcelos e António Pereira Pinto

Empresas Sul

Filipa Bragança, Gonçalo Oliveira, Paulo Rosa, Ana Bentes, João Seborro, Paulo Ferreira e Carlos Morita

Anabela Santos, Maria do Carmo Lourenço e Heinz Heimann (Estruturados)

Área de Redes, Empresas, e Particulares

Inês Oliveira, Margarida Rosa, Ferreira de Melo e Jorge Leite 21 721 3004

DEPT. MERCADO DE RENDIMENTO FIXO

José Luís Almeida

Institucionais Private

Bernardo Collaço 21 721 3141

Mercado Primário

Miguel Amaro 21 721 3122

Sindicação, Estruturação e Trading

Noé Oliveira 21 721 3131

RESEARCH MERCADOS FINANCEIROS

José Maria Brandão de Brito 21 113 2183

jose.brandaobrito@millenniumbcp.pt

Maria Luís Borges de Castro 21 113 2182

maria.borgescastro@millenniumbcp.pt

Márcia Rodrigues 21 113 2189

marcia.duarterodrigues@millenniumbcp.pt

Joana Freire 21 113 2291

joana.freire@millenniumbcp.pt

research.tesouraria@millenniumbcp.pt

Av. José Malhoa, n° 27, 1° andar, 1099-010 Lisboa

Nota

Este relatório destina-se, em exclusivo, à divulgação privada junto dos destinatários, constituindo um meio auxiliar que não deve ser visto como solicitador de operações ou como substituto do exercício de julgamento próprio por parte do destinatário. Este assume-se como pleno responsável pelas suas ações. O Banco Comercial Português, S.A. (Millennium bcp) declina qualquer responsabilidade por qualquer perda direta ou consequente da utilização deste documento ou do seu conteúdo. As opiniões expressas podem ser sujeitas a alteração sem aviso prévio. Embora as informações nele contidas tenham sido obtidas de fontes consideradas fiáveis, o Banco Comercial Português, S.A. não garante a sua precisão. 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.