

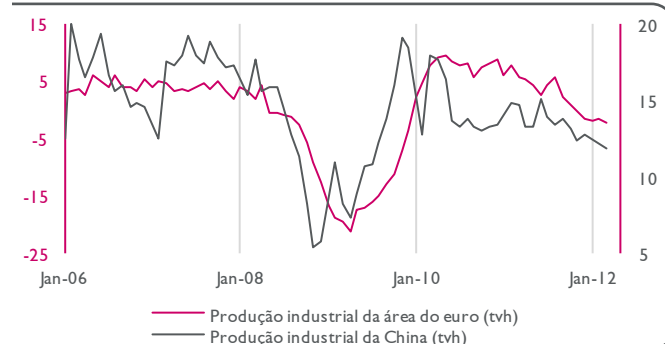


A dinâmica dos micro-ciclos macro

Desde o colapso do Lehman Brothers, parece ter-se instalado na economia mundial um estranho padrão de evolução macroeconómica, caracterizado por uma alternância frenética entre fases de rápido crescimento e outras de abrandamento ou mesmo recessão. É grande a tentação de atribuir a trasfega de um regime para o outro a fatores exógenos — a boa ou a má fortuna —, mas na realidade, os micro-ciclos macro resultam da hiperatividade da política económica, a qual alterna entre

espasmos de ultra-expansionismo e inércia. Nesta lógica, a atual conjuntura de (aparente) transição de uma micro-fase expansionista para uma de maior retração resulta da dissolução do estímulo monetário dos principais bancos centrais, os quais têm vindo a adotar uma postura mais conservadora. A história recente sugere-nos que a atual intensificação dos riscos recessivos induz políticas monetárias generosas que geram os tais micro-ciclos: curtas expansões, seguidas de curtas retrações.

A perda de vigor da atividade económica global poderá induzir o reforço do teor expansionista da política monetária



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

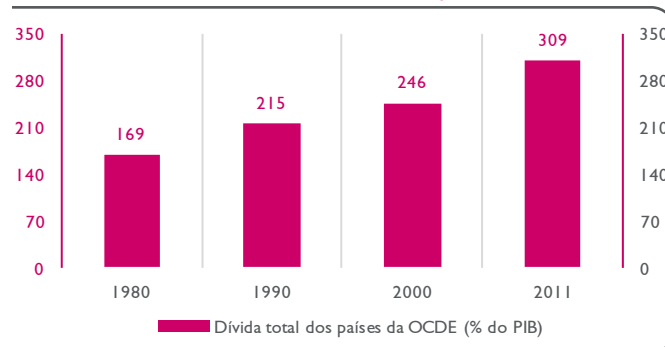
Do combate à crise ao combate à austeridade

Até há pouco tempo, o grande desafio para a Europa era vencer a crise económica e financeira; agora, o objetivo primordial é derrotar a austeridade infligida aos incautos cidadãos por um conjunto de radicais posicionados em lugares de decisão. Até há pouco tempo, recessão e austeridade eram ambas vistas como o resultado inescapável das grotescas distorções causadas pela acumulação excessiva de dívida nos 30 anos que precederam a crise atual; agora, a recessão que molesta

com violência a "periferia" da área do euro é atribuída às políticas de austeridade. Aquilo que pouco, ou nada, mudou foi a ortodoxia dominante, que recomenda a prossecução de políticas expansionistas para a extinção das crises. Que tal presentemente implique um aumento do endividamento pouco importa aos quadrantes políticos da Europa que — com grande sucesso eleitoral — preconizam um retorno ao paradigma pré-crise.

15 de maio de 2012

A magnitude da montanha de dívida acumulada torna as políticas de austeridade inevitáveis, na Europa e não só



Fonte: OCDE, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

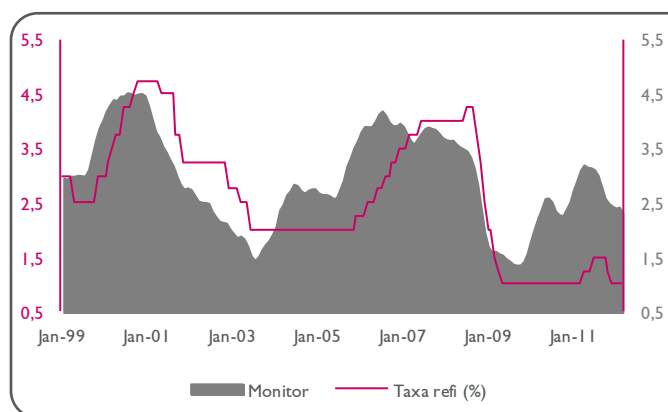
O que o mercado está a antecipar...

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	-	-	-	-	0,69	0,67	0,67	0,69	1,81	1,87	1,93	2,04
Dólar	USD	1,28	1,28	1,28	1,28	0,47	0,57	0,63	0,66	1,94	2,01	2,08	2,22
Libra	GBP	0,80	0,80	0,80	0,80	1,01	1,09	1,14	1,17	2,27	2,33	2,38	2,49
Iene	JPY	102	102	102	102	0,20	0,33	0,34	0,34	0,89	0,93	0,97	1,06
Franco suíço	CHF	1,20	1,20	1,20	1,20	0,11	0,06	0,02	0,00	0,94	0,98	1,02	1,10
Coroa sueca	SEK	9,11	9,14	9,18	9,24	2,14	1,83	1,73	1,63	2,23	2,23	2,25	2,28
Coroa norueguesa	NOK	7,64	7,67	7,71	7,78	2,31	2,31	2,28	2,36	3,34	3,36	3,40	3,48
Dólar canadiano	CAD	1,28	1,28	1,29	1,30	1,33	1,41	1,46	1,58	2,33	2,38	2,44	2,54
Dólar australiano	AUD	1,28	1,29	1,30	1,33	3,72	3,45	3,20	3,15	4,10	4,11	4,14	4,23
Renmimbi	CNY	8,12	8,09	8,11	8,14	3,00	2,85	2,71	2,77	3,22	3,24	3,26	3,30

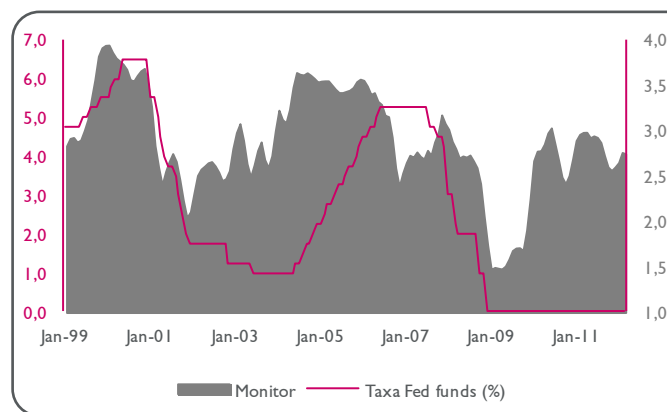
Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Bancos centrais em compasso de espera

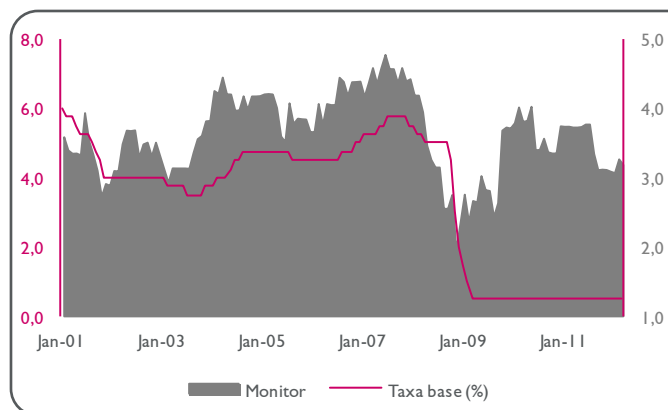
Área do euro



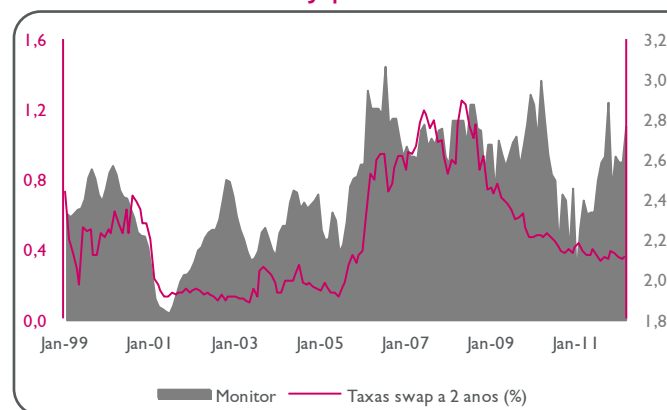
EUA



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	-3,3	0,3	3,2	1,4	14,4	14,0	-4,2	-3,5	-4,5	-3,0
UEM	-0,3	0,9	2,0	1,6	10,9	10,8	0,7	1,0	-3,2	-2,7
Reino Unido	0,8	2,0	2,4	2,0	8,3	8,2	-1,7	-1,1	-8,0	-6,6
Suécia	0,9	2,3	2,5	2,0	7,5	7,7	3,0	2,9	-0,1	0,5
Noruega	1,8	2,0	1,5	2,0	3,6	3,5	14,8	13,7	14,2	12,9
Suíça	0,8	1,7	-0,5	0,5	3,4	3,6	12,1	11,6	0,2	0,2
Austrália	3,0	3,5	2,7	3,0	5,2	5,2	-4,6	-5,1	-2,5	-0,6
Canadá	2,1	2,2	2,2	2,0	7,4	7,3	-2,7	-2,7	-3,7	-2,9
EUA	2,1	2,4	2,1	1,9	8,2	7,9	-3,3	-3,1	-8,1	-6,3
Japão	2,0	1,7	0,0	0,0	4,5	4,4	2,2	2,7	-10,0	-8,7
China	8,2	8,8	3,3	3,0	4,0	4,0	2,3	2,6	-1,3	-1,0
Índia	6,9	7,3	8,2	7,3	n.d.	n.d.	-3,2	-2,9	-8,3	-8,2
Brasil	3,0	4,2	5,2	5,0	6,0	6,5	-3,2	-3,2	-2,3	-2,4
México	3,6	3,7	3,9	3,0	4,8	4,6	-0,8	-0,9	-2,4	-2,2
Rússia	4,0	3,9	4,8	6,4	6,0	6,0	4,8	1,9	0,6	-0,3
Polónia	2,6	3,2	3,8	2,7	9,4	9,1	-4,5	-4,3	-3,2	-2,8

Fonte: FMI World Economic Outlook, Abril 2012

O canto da prodigalidade

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

Revolta contra a austeridade

A avaliar pelas declarações inflamadas de vários dirigentes políticos, a Europa foi tomada de assalto por um bando de sádicos obcecados com a destruição do *modus vivendi* das populações incautas. Segundo as mesmas vozes, a austeridade que tem sido prosseguida limita-se a tecer teias recessivas sem qualquer benefício. Tudo em nome de um purismo cego que urge substituir por uma visão apostada na promoção do crescimento. Num mercado concorrencial como é o da política em democracia, a exaltação com que os promotores destas ideias intensificaram o discurso e o modo sincrónico como o fenómeno se estabeleceu entre uma quantidade apreciável de países, só podem ser justificados pela viragem do sentimento da opinião pública europeia face à austeridade: de resignação para revolta. A prová-lo estão os recentes desenvolvimentos eleitorais em França e na Grécia, que tiveram em comum a rejeição, por largas faixas do eleitorado, das políticas de consolidação orçamental e financeira. Não fora o estado calamitoso da economia europeia, as repercussões do debate permaneceriam confinadas às galerias dos parlamentos e ao espaço do comentário político

onde o combate ideológico tipicamente se desenrola. Acontece que, no entorno presente, o desfecho desta contenda influenciará o lado para que irá pender o esforço de reabilitação da Europa e do seu projeto de integração. Importa, assim, determinar, onde neste debate está a emoção e onde está a razão.

A apologia keynesiana das políticas pró-crescimento...

Os partidários da anti-austeridade tiram inspiração da teoria do multiplicador da despesa de Keynes, segundo a qual, em momentos recessivos, o estado deve compensar a tibieza da procura privada através do aumento dos gastos públicos ou da redução de impostos. Prevê esta teoria que o rendimento gerado pelo estímulo inicial é subsequentemente empregue em despesa adicional, num processo de rápida e intensa propagação, até se atingir um equilíbrio desejável — simples, quase mágico! Na situação presente, a aplicação do preceito keynesiano implicaria a remoção das medidas de austeridade e a aplicação de novas rondas de estímulo orçamental.

...e do contrário

Não existe nenhuma escola de pensamento económico que denegue a consequência expansionista das políticas de estímulo; a

clivagem surge na duração do efeito. Para os detratores da teoria keynesiana, o voluntarismo do governo, para além de se esgotar no curto prazo, gera consequências perversas no longo prazo. A essa crítica, que não é de hoje, o próprio Keynes respondeu com o *dictum*, “no longo prazo estamos todos mortos” — convenientemente restringindo o universo de análise ao “aqui e agora” onde as suas prescrições teóricas são válidas. O problema é que os efeitos benéficos das políticas de estímulo passam, mas a dívida contraída para os produzir persiste no tempo até ao momento em que, por uma qualquer razão, tenha que ser liquidada. Nessa altura, a subida dos impostos necessária para amortizar a dívida pública traduz-se numa redução do consumo e do investimento. A aplicação do multiplicador keynesiano — agora em sentido contrário — implica uma contração da atividade de magnitude superior à redução original da despesa, donde se conclui que, mesmo na ótica puramente keynesiana, o impulso de curto-prazo originado pela intervenção inicial das autoridades é totalmente revertido no longo prazo. Acresce que o efeito líquido sobre a atividade económica tende a ser negativo, já que a interven-

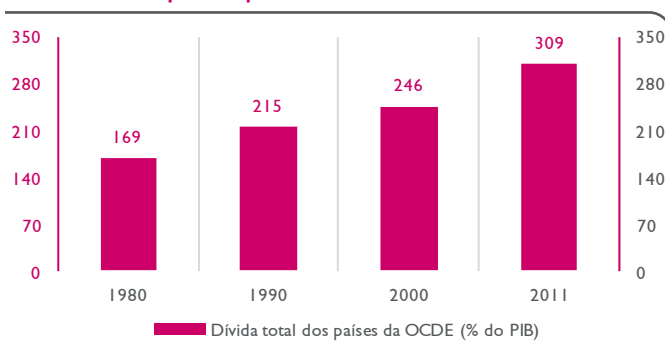
ção do estado — quer a realizar despesa, quer a cobrar impostos — é prejudicial ao crescimento. Temos assim que o “milagre da multiplicação” keynesiana não resiste ao teste do tempo, o que no entanto, não o impede de se revelar de extrema utilidade na gestão do ciclo eleitoral.

O canto da prodigalidade

A hegemonia do paradigma keynesiano nas últimas décadas produziu níveis de dívida que o sistema deixou de conseguir absorver e que tiveram que ser liquidados. A recessão, onde existe, não é mais do que o resultado do desmantelamento das unidades produtivas excessivamente dependentes de dívida. De forma análoga, a dieta financeira a que a generalidade das economias desenvolvidas se submeteu corresponde a uma necessidade pungente de repor o endividamento — público e privado — em níveis salubres. Assim, recessão e austeridade, para além de inescapáveis, são a única forma de corrigir as grotescas distorções criadas por mais de 30 anos de políticas pró-crescimento, as mesmas que as falanges anti-austeridade pretendem reeditar. Nos tempos conturbados que se vivem na Europa é fácil convencer as populações desesperadas das vantagens em purgar as políticas de austeridade; fazê-lo, porém, seria exponenciar os problemas, com consequências nefastas para um futuro próximo. Tal como Ulisses, o herói da Odisseia, se prendeu ao mastro da sua embarcação para se furtar à tentação do canto das sereias, também os governos europeus deveriam resistir à pulsão de abafar a tensão social com a troca de austeridade por prodigalidade.

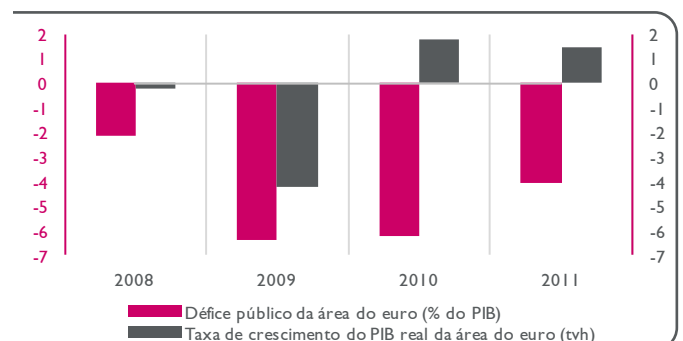
A hipótese, hoje em voga, que a recessão europeia resulta da austeridade prosseguida implica que a resposta reside no aumento da despesa e na redução de impostos — se assim é, viva a crise!

É a dívida que explica a recessão e a austeridade



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

Onde está o nexó entre austeridade e recessão?



Au revoir austeridade...

A metamorfose

A eclosão da crise de finanças públicas da Grécia em final de 2010, e a sua propagação pelos restantes países da "periferia" da área do euro, tornou evidente que a estratégia de crescimento à custa do recurso ao crédito, que dominou na última década as políticas económicas e orçamentais em boa parte dos países da área do euro, se tinha tornado insustentável. Se a crise era resultado do excesso de endividamento, a sua solução teria obviamente de consistir na redução dos elevados níveis de dívida; e não no recurso a mais dívida. A única forma de o fazer seria então através de políticas de austeridade, ou seja, da redução drástica da despesa pública e da implementação de reformas estruturais, nomeadamente ao nível do mercado laboral, de modo a tornar a economia mais competitiva. Neste sentido, os governos apresentaram planos de consolidação orçamental, cuja

implementação passou a ser rigorosamente monitorizada pelas autoridades europeias, quer nos países que, entretanto, passaram a estar ao abrigo de programas de assistência financeira (Grécia, Irlanda e Portugal), quer nos países que continuaram a ter acesso ao financiamento dos mercados. No entanto, estas políticas de austeridade têm como consequência imediata uma recessão acentuada, e só à medida que o processo de ajustamento se vai aprofundando e as bases do novo modelo de crescimento económico se vão solidificando, é que os benefícios começam a emergir. Esta fase de transição corre o risco de se tornar mais agudizante caso os governos privilegiem a redução do défice orçamental com recurso ao aumento da receita, em vez de o fazerem através de cortes significativos do lado da despesa. Este "atalho" por que alguns Estados-membros acabaram por entrar na urgência de

demonstrar o seu compromisso com as políticas de austeridade, ao agravar o processo de recessão, tende a acentuar os movimentos de descontentamento social. E foi assim que nos últimos tempos se foi criando um terreno fértil para políticos e comentadores metamorfoseados: em vez de solução, passou a ser entendida como a causa da perpetuação da atual crise. Só que, enquanto esta metamorfose se ia dando de forma relativamente contida em Itália e Espanha, dada a moderação que a fragilidade da sua situação financeira impunha os seus governos, para o candidato à Presidência da República Francesa, François Hollande, o que estava em causa era ganhar as eleições, e isso não é habitualmente matéria que se preste a contenção. Apregoados os males da austeridade e prometido o seu fim, em favor de políticas de crescimento, François Hollande acabou por ganhar

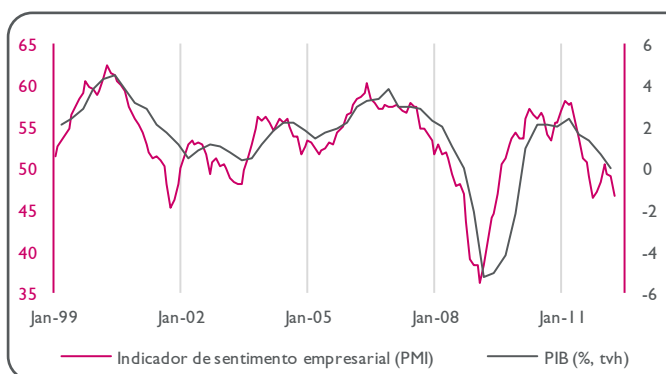
as eleições do passado dia 6 de maio. Na Grécia, a revolta da população contra as medidas de austeridade foi também expressamente manifestada nas eleições legislativas, realizadas também a 6 de maio, com partidos políticos com uma matriz ultraradical a conseguirem, pela primeira vez na sua história, eleger deputados. No entanto, devido às dificuldades que se estão a observar para a formação de um governo maioritário, começa-se já a equacionar a realização de novas eleições em meados de junho, o que tem vindo a gerar um ambiente de forte incerteza quanto à continuidade do programa de assistência financeira.

O Candidato e o Presidente

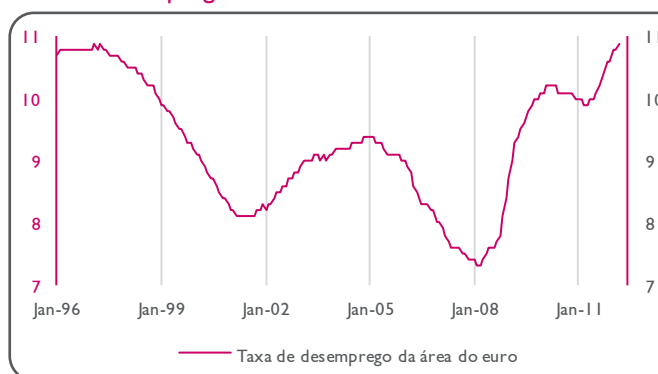
Quando a chanceler alemã, Angela Merkel, e o anterior presidente francês, Nicolas Sarkozy, delinearão a atual estratégia de combate à crise, a possibilidade de escolha entre políticas de austeridade e políticas de crescimento não se colocava. Em pri-

Atividade económica

Riscos de recessão acentuam-se



Desemprego ao nível mais elevado desde 1997



A promessa do fim da austeridade não parece agradar a todos



Quadro de previsões

	Atual	Jun-12	Set-12	Dez-12	Mar-13
PIB (tvh)	0,0 ^(a)	-0,5	-0,2	0,0	0,1
Taxa desemp.	10,9 ^(b)	11,2	11,4	11,5	11,3
Inflação (tvh)	2,6 ^(c)	2,7	3,0	3,3	3,1
Inflação subj. (tvh)	1,6 ^(b)	1,7	2,0	2,4	2,3
Taxa refi	1,00 ^(d)	1,00	1,00	1,00	1,00
Taxa 3 meses	0,7 ^(d)	0,8	1,0	1,1	1,2
Taxa Swap 2 anos	1,0 ^(d)	1,2	1,4	1,8	2,0
Taxa Swap 10 anos	2,0 ^(d)	2,2	2,5	2,9	3,2
Eur/Usd	1,28 ^(d)	1,33	1,36	1,43	1,47

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

Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

...bonjour crescimento. Será?

meiro lugar, porque a insustentabilidade dos níveis de endividamento de alguns Estados-membros da área do euro não deixava outra alternativa que não a adoção de políticas de austeridade. Em segundo lugar, porque as políticas de austeridade e as de crescimento não são antagónicas, como o coro de vozes que se juntou a François Hollande quer fazer entender. Pelo contrário, só o rigor orçamental conduzirá ao crescimento sustentado. Mas agora que François Hollande passou do estatuto de candidato a Presidente de França, cabe-lhe o papel de conduzir, em conjunto com a Alemanha, a estratégia de combate à crise, o que implica que as suas posições terão de convergir para uma estratégia comum. Durante este processo de negociação, a margem de manobra de François Hollande deverá estar, porém, muito limitada. Por um lado, o passado bélico da Alemanha já está demasiado distante para ser usado como elemento decisivo

para fazer valer a posição francesa, como o foi nas primeiras décadas do projeto europeu. Por outro lado, se o presidente francês continuar a insistir na rutura com as políticas de austeridade, corre o risco de fazer recair sobre si a totalidade dos custos de suporte aos países em graves dificuldades financeiras, visto que para a Alemanha, bem como para outros países como a Finlândia, as políticas de austeridade são condição *sine qua non* para a continuação dos atuais programas de assistência financeira.

Au revoir austeridade, bonjour crescimento. Será?

Como França não tem condições, nem financeiras, nem geopolíticas, para assumir essa posição, o cenário mais provável deverá ser a continuação das políticas de austeridade reforçadas por um maior enfoque no crescimento, mas nos termos que a Alemanha e o BCE têm vindo a defender. Isso significa que os Estados-membros que têm vindo a procurar "atalhos",

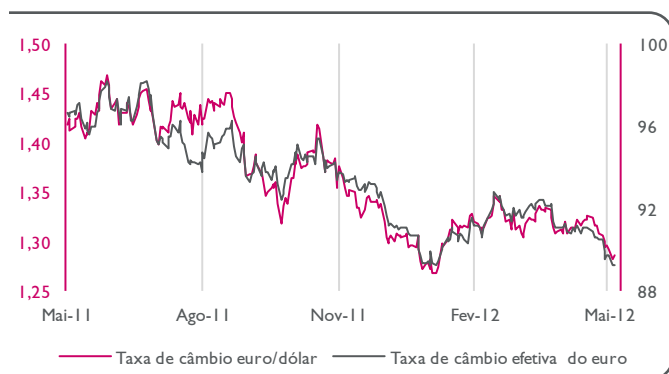
centrando o seu processo de consolidação orçamental em medidas extraordinárias do lado da receita, deverão reorientar o seu processo de ajustamento para a redução da despesa e para as reformas estruturais, promovendo desta forma o crescimento económico, como defendeu o presidente do BCE, Mario Draghi, na última reunião de política monetária. A par com um discurso muito claro acerca da necessidade da condução de políticas de austeridade para assegurar a estabilidade da área do euro, o BCE não deu qualquer indicação quanto a um eventual reforço da sua política monetária, com era esperado por alguns investidores, em sequência da forte deterioração dos indicadores de confiança e da subida da taxa de desemprego, que se situa já no nível mais elevado desde 1997 (10,9%). Este silêncio do BCE relativamente a um eventual reforço do grau de acomodação da política monetária, num contexto em que se an-

tevé um agravamento do ritmo de contração do PIB da área do euro no segundo trimestre (depois da estagnação observada nos três primeiros meses do ano), foi, provavelmente, mais uma forma do banco central responder aos políticos que procuram na política monetária um meio de aliviar a dureza do caminho que terão inevitavelmente de percorrer se almejam conduzir as suas economias a um crescimento sustentado. Sem alternativa às medidas de austeridade, esta discussão entre o fim da austeridade e a implementação de políticas de estímulo ao crescimento toma-se estéril e mais não serviu — para além dos votos obtidos — do que para aumentar a incerteza quanto à estabilidade do projeto europeu.

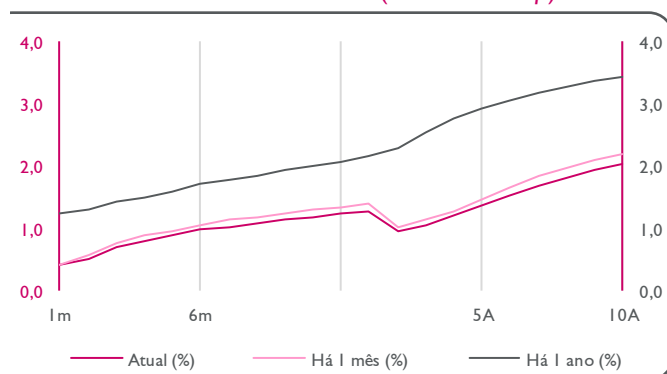
Márcia Rodrigues
marcia.duarterodrigues@millenniumbcp.pt

Mercados financeiros

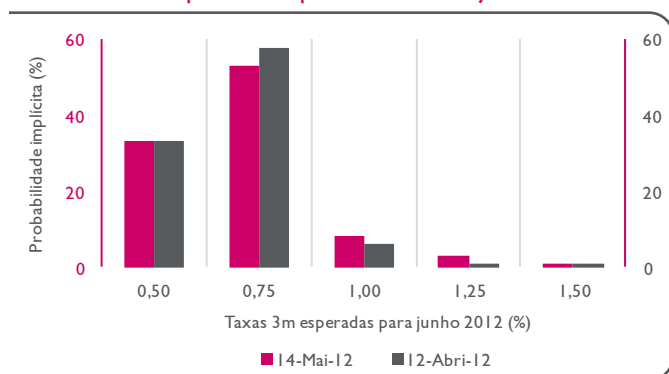
Câmbios



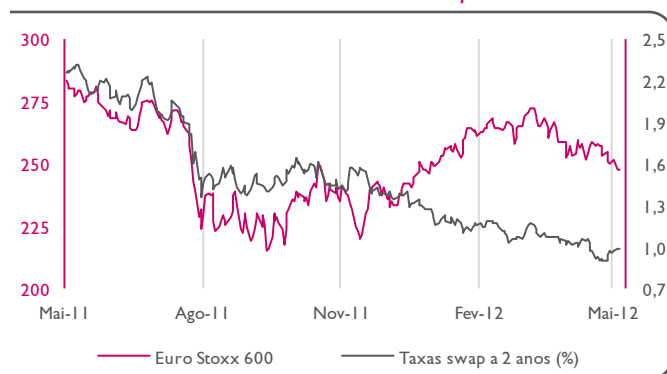
Curva de rendimentos (euribor e swap)



Expectativas para as taxas de juro



Mercados acionistas e taxas swap a 2 anos



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

A “recuperação estagnada” da economia norte-americana...

Crescimento económico insuficiente...

O PIB do primeiro trimestre surpreendeu pela negativa, não só por ter apresentado um abrandamento mais acentuado do que o esperado, como também, por algumas componentes terem sido impulsionadas por fatores temporários ou exógenos que sugerem que o atual dinamismo poderá não ser sustentável nos próximos trimestres. Para um crescimento trimestral anualizado de 2,2% contribuiu a evolução favorável do consumo privado em 2,9%, o ritmo de expansão mais significativo desde o final de 2010 que incidiu na procura por bens duradouros como veículos, equipamento de jardim e construção que beneficiaram do inverno atipicamente ameno. Também no que respeita ao investimento, a expansão da componente referente aos gastos de bens de capital destinados ao setor residencial foi estimulada por essas

mesmas condições climáticas favoráveis, o que contribuiu para mitigar o comportamento anémico dos gastos em equipamento e *software* que foram antecipados no fim do ano passado no âmbito dos benefícios fiscais destinados à contabilização das amortizações. Do ponto de vista mais estrutural, a variação líquida das existências que também concorreu para reduzir o efeito negativo da contração de outras componentes do investimento, como a das estruturas, poderá no próximo trimestre reduzir o seu contributo. Para tal, aponta a desaceleração das encomendas sugeridas pelos índices de sentimento dos empresários, assim como o abrandamento das importações oriundas da China correlacionadas com o andamento das encomendas de bens duradouros. Ainda de referir que o atual nível do rácio entre encomendas e existências sugere uma diminuição da produção (ver gráfico: "...sugere um recuo

da produção"). À luz dos dados do PIB do primeiro trimestre e dos indicadores de abril, o crescimento nos EUA parece estar a cair numa situação de "recuperação estagnada", cuja dinâmica voltou a estar assente em características que estiveram presentes no período da retoma, entre finais de 2009 e 2010. Para além do processo muito vincado, dessa altura, da reposição das existências, a indústria mostrava ser o principal motor da expansão. Em abril, pela primeira vez desde o início do ano, o índice de sentimento dos empresários da indústria apontou para um ritmo de crescimento da atividade superior ao dos serviços, cuja dinamização a partir de 2011, a par com a aceleração dos salários neste setor, parecia confirmar a maturidade do crescimento da economia.

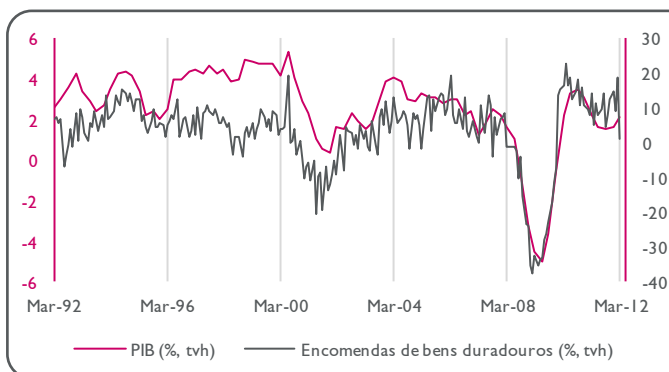
...para alterar o rumo de política monetária...

Apesar da desaceleração do

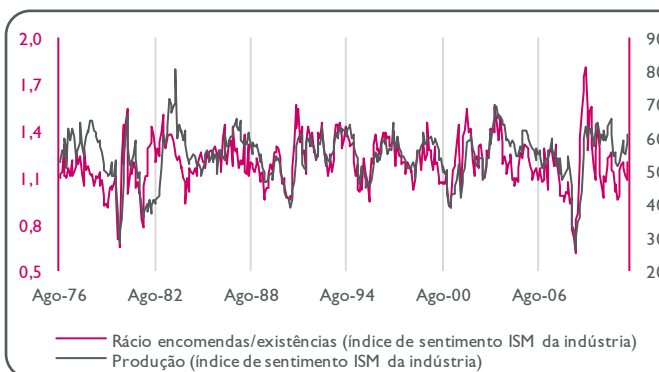
ritmo da expansão do PIB no primeiro trimestre, a Fed, na última reunião de política monetária, mostrou um maior otimismo na recuperação da economia, não só expresso no comunicado, como nas suas projeções para 2012, 2013 e 2014, que revelaram um crescimento de 2,6% (contra 2,1% do FMI), 2,9% (contra 2,4% do FMI) e 3,3% (contra 2,9% do FMI), respetivamente. Ainda segundo a autoridade monetária, nos últimos dois anos do período em análise, o dinamismo da economia deverá ser superior ao crescimento potencial de longo prazo, situado entre os 2,3% e 2,6%. A par com o reconhecimento da subida recente da inflação, motivada pela subida do preço do petróleo e da gasolina, esta informação parecia sugerir o início do processo de normalização da política monetária. As projeções dos 17 membros da Fed para a evolução da taxa da *Fed Funds* também pareciam apontar nesse

Atividade económica

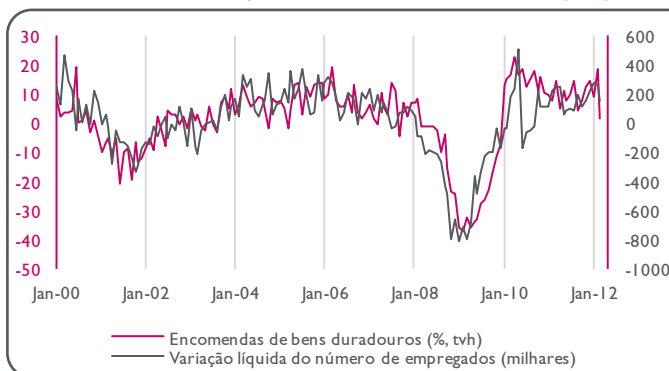
Crescimento anémico com encomendas a abrandarem...



...sugere um recuo da produção



Do investimento dependerá a sustentação do emprego?



Quadro de previsões

	Atual	Jun-12	Set-12	Dez-12	Mar-13
PIB (tvh)	0,5 ^(a)	0,0	0,0	-0,4	0,2
Taxa desemp.	8,1 ^(b)	8,0	7,9	7,8	7,7
Inflação (tvh)	2,3 ^(b)	2,2	3,0	3,7	4,2
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)	0,8	1,2	1,5	1,7
Taxa swap 10 anos	1,9 ^(c)	2,2	2,8	3,3	3,7
Eur/Usd	1,28 ^(c)	1,33	1,36	1,43	1,47

Nota: Valores fim de período. (a) 1º trim. 12; (b) abril; (c) maio

...coloca a Fed numa postura dúbia quanto ao rumo da política monetária

sentido. Em comparação com a informação de janeiro, passou a haver mais dois membros a favor da primeira subida de taxas em 2014 e os dois membros que defendiam a primeira subida em 2016 anteciparam as suas projeções, possivelmente para 2015. Contudo, apesar deste cenário não estar em cima da mesa para os tempos mais próximos, o presidente da Fed na conferência de imprensa não descartou a possibilidade dum terceiro programa de compra de ativos no caso dos fundamentais da economia voltarem a deteriorar-se. Por um lado, os riscos descendentes continuam a ser o desemprego elevado e o mercado imobiliário, por outro, mantém-se a preocupação com a crise do sobre-endividamento que, depois da Europa, poderá chegar aos EUA. Com o FMI a prever para os EUA um endividamento acima dos 106% e dos 110% do PIB em 2012 e 2013, respetivamente, o que compara

com os 90% e 91% estimados para a zona euro, mantém-se premente o risco de *sell-off* das *treasuries* num contexto de desaceleração da economia e após o término do *Operation Twist* por parte da Fed, a partir de junho. Esta situação toma-se ainda mais premente dado os níveis das *yields* se encontrarem em níveis extremamente baixos, próximos dos mínimos históricos, tanto no prazo dos dois anos como dos dez anos. A materializar-se este cenário, a Fed terá que estar munida dos seus derradeiros instrumentos que deverão voltar a incidir na compra de títulos de dívida.

...que se mantém condicionada à evolução do emprego

Ainda que a taxa de desemprego tenha, nos últimos meses, apresentado uma tendência de queda a um ritmo superior ao esperado pela Fed, a autoridade monetária mantém o enfoque do cariz acomodatório associado à subutilização dos fatores pro-

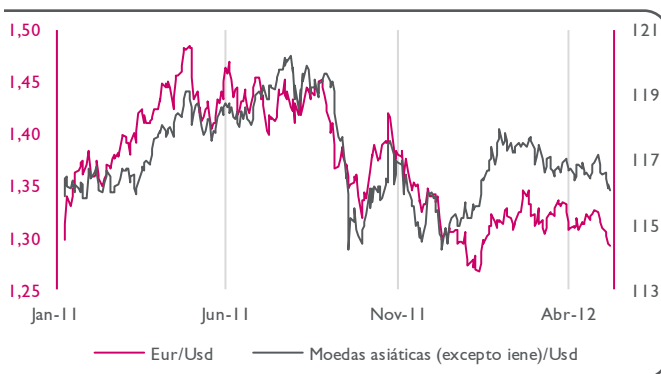
ductivos, em especial do trabalho. Segundo o presidente da Fed, esta evolução positiva que, em abril, ficou a dever-se à redução da população ativa, tenderá a dissipar-se. De facto, pese embora as distorções provocadas pelo clima e pela época festiva da Páscoa, o ritmo das contratações parece estar a desacelerar desde janeiro. Poderá esta inversão ser a resposta à perda recente do dinamismo do investimento? (ver gráfico: "Do investimento dependerá a sustentação do emprego?"). Se caso disso for, daqui surge a confirmação que a ausência da sustentação da recuperação do mercado laboral se tornou estrutural, uma vez que com taxas de crescimento robustas do investimento, na ordem dos dois dígitos, em 2011, o ritmo das novas contratações foi sempre moderado, não tendo ultrapassado os 1,5%. A verificar-se um eventual enfraquecimento das contratações, a produtividade que tem vindo a

cair de forma pronunciada desde o início de 2010, situando-se atualmente em patamares de 2009, poderá vir a aumentar. Contudo, num contexto global de redução da procura, os ganhos daqui decorrentes poderão ser canalizados para o consumo, por via dos dividendos, em detrimento das despesas em bens de capital. Esta realidade, a materializar-se, poderá acentuar a atual situação aparentemente contraditória dum consumo robusto num clima de desemprego elevado que se traduz no reforço duma clivagem entre pequenos e grandes consumidores. A atual indefinição do grau de sustentação do crescimento económico, a par com uma atípica incerteza global, tem vindo a prejudicar a clarificação do rumo da política monetária. Esta incerteza, não totalmente descontada pelos mercados, deverá a prazo prejudicar o dólar face ao euro.

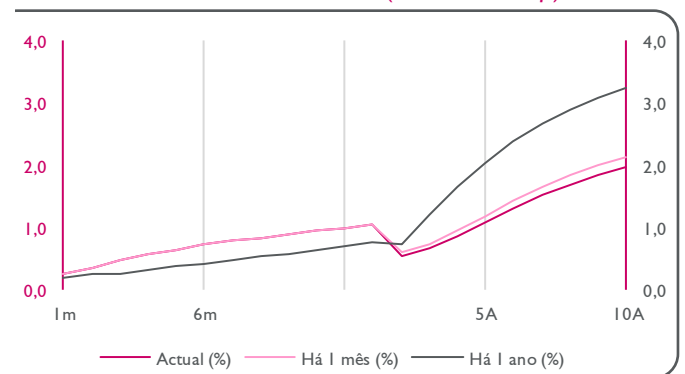
Maria Luís Borges de Castro
maria.borgescastro@millenniumbcp.pt

Mercados financeiros

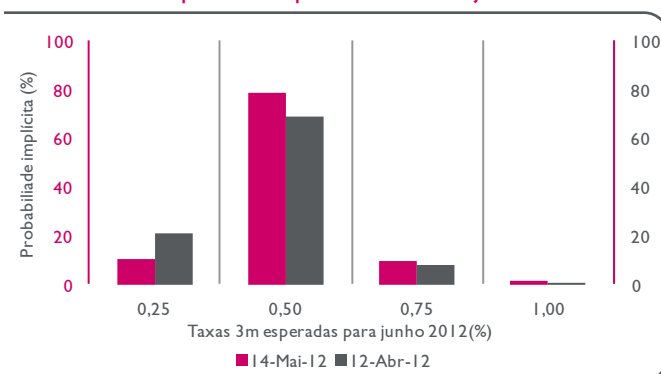
Câmbios



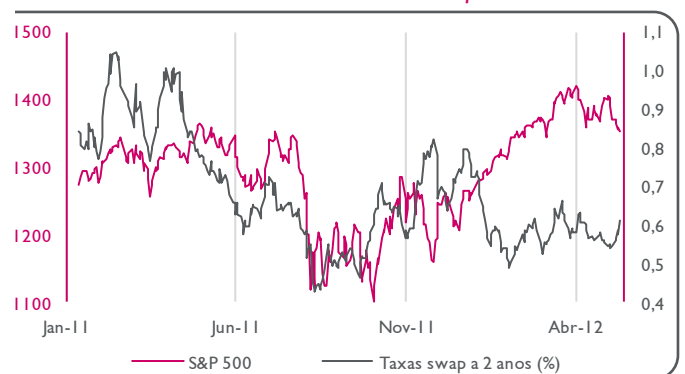
Curva de rendimentos (euribor e swap)



Expectativas para as taxas de juro



Mercados acionistas e taxas swap a 2 anos



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Revolução silenciosa

“Não receie mudar lentamente;...”

A timidez com que os líderes chineses avançaram na abertura do mercado financeiro, ao longo dos últimos anos, parece espelhar o seu desconforto com o tema de “reforma”; um tabu para o partido comunista. Desde o incidente de Tiananmen, em 1989, a que se seguiu um período de liberalização económica e política, as preocupações com a ordem social perturbam a gestão do país, principalmente depois da primavera árabe ter exposto a fragilidade dos regimes autoritários, marcados por corrupção e restrições de liberdade. A garantia de um constante aumento do nível de vida da população chinesa é, portanto, a base para a legitimidade do governo comunista, que agora trabalha para mitigar os efeitos do abrandamento da economia, cujo período áureo de crescimento — a taxas de dois dígitos — parece ter ficado para trás. A

produção industrial, nos últimos meses, continuou a perder vigor, uma tendência que o índice PMI de confiança no setor industrial sugere que se deverá manter. Em abril, quando tradicionalmente o índice atinge o nível máximo do ano, o PMI ficou num dos níveis mais baixos já registados neste mês, deixando, para o resto do ano, fracas perspectivas para a evolução da indústria.

...receie, apenas, ficar parado”

Esta deterioração do cenário macroeconómico ocorre num contexto de esgotamento do ciclo de expansão do crédito e da valorização dos ativos fixos, como os imóveis. Sem margem para alterar a orientação da política monetária no sentido de uma acomodação generalizada, devido à presença de pressões inflacionistas estruturais, os líderes parecem coagidos a encarar o tema da liberalização do mercado financeiro, uma mudança de paradigma essencial para sustentar o investimento, com-

ponente responsável por cerca de metade do crescimento económico do país. As preocupações com este tema (ver gráfico “Desaceleração do investimento é motivo de preocupação”) levaram as autoridades a flexibilizarem, na margem, as condições monetárias, como, por exemplo, através do corte no rácio de reserva de capital dos bancos, sem apelar, entretanto, a ajustes nas taxas de referência. A parcimónia no uso de instrumentos cíclicos contrasta com a intensificação da agenda de reformas no mercado financeiro, principalmente desde março. Muitas destas passam relativamente despercebidas pelos mercados, mas refletem uma mudança crítica da postura dos líderes chineses que, antes de deixarem os seus cargos, na segunda metade deste ano, parecem determinados em avançar com o processo, politicamente controverso, de abertura financeira. Entre as várias decisões anunciadas nas últimas

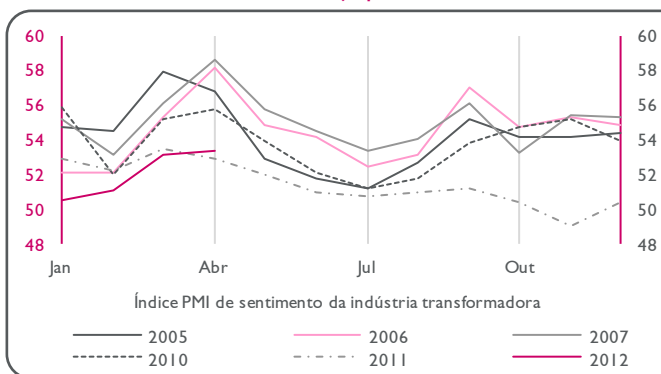
semanas estiveram medidas para incentivar transações internacionais de crédito, a redução das tarifas de importação (para incentivar o consumo de bens como matérias-primas e equipamentos de tecnologia avançada) e o alargamento da margem de flutuação do *renminbi*, cujo câmbio é administrado pelo banco central. Em conjunto, estas mudanças subtis constituem passos decisivos em direção à abertura do mercado de capitais e à internacionalização do *renminbi*. Perante os riscos à estabilidade financeira e económica, que são o resultado do modelo de crescimento prosseguido nos últimos anos, os próprios líderes do partido comunista parecem reconhecer que a maior ameaça à harmonia social e à manutenção do poder político não é a mudança, mas sim a inércia.

Joana Freire

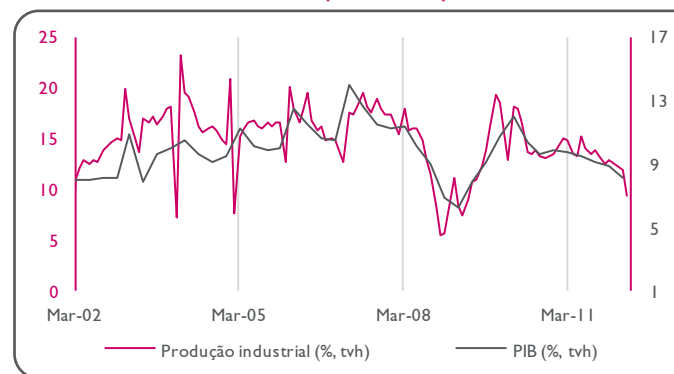
joana.freire@millenniumbcp.pt

Atividade económica e mercados financeiros

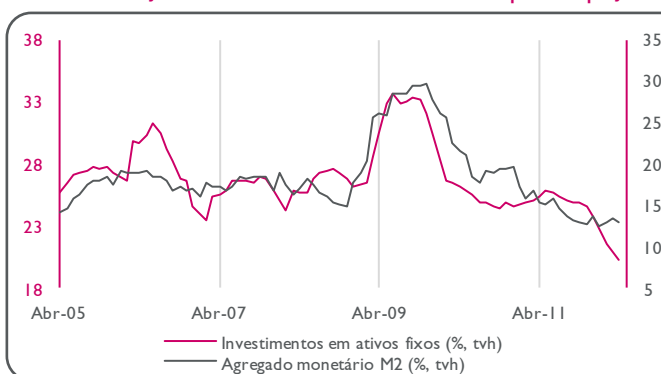
O melhor já passou?



Economia perde o vapor



Desaceleração do investimento é motivo de preocupação



Quadro de previsões

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

Nota: Valores fim de período. (a) 1º trim. 12; (b) abril; (c) maio

Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Circunstâncias normais, políticas extremas?

Uma ação vale mais que mil palavras

Apesar de apregoarem o sucesso da economia brasileira, ostentando com otimismo as perspectivas de crescimento, todas as ações que vêm sendo tomadas no plano da política econômica refletem uma convergência de esforços para estimular, a qualquer custo, o dinamismo econômico. Desde o segundo semestre de 2011, o banco central reduziu em 350 pontos base a taxa de referência, para próximo do nível verificado na época da crise financeira, e diversas medidas direcionadas à indústria foram implementadas, como barreiras comerciais e subsídios. Ainda assim, o governo já demonstrou pretensões de ir além destas medidas, com a presidente, Dilma Rousseff, a estabelecer como meta para o seu mandato o fim do que o governo chama de "cultura de elevados juros". Talvez o aspecto mais interessante desta "campanha" seja a dis-

ponibilidade do executivo em prosseguir esta estratégia a qualquer custo, e com bastante urgência. O que ocorre é que o banco central enfrenta um limite técnico para a redução da taxa de juro de referência, a Selic, pois no Brasil as poupanças têm uma componente de remuneração fixa, de 6%, e são isentos do pagamento do imposto sobre o rendimento. Consequentemente, a diminuição da taxa Selic corrói a atratividade dos fundos de rendimento fixo, sem entretanto impactar o retorno das poupanças. Isto significa que a política monetária tem um limite, que, caso ultrapassado, provocaria uma migração desordenada de recursos dos fundos de rendimento fixo para as poupanças, desestabilizando o mercado de capitais (e dificultando o financiamento da dívida pública). Foi nesse contexto que assistimos, em abril, a uma mobilização tumultuada das autoridades para angariar apoio político para alte-

rar, antes da próxima reunião do banco central, as regras de funcionamento da poupança, uma opção que certamente implicou um elevado custo político. Com este obstáculo ultrapassado (agora a remuneração da poupança será de 70% da taxa Selic, sempre que esta cruzar o patamar de 8,50%), o banco central passa a ter margem de manobra para cortar a taxa de juro para níveis inéditos.

Políticas extremas para circunstâncias normais?

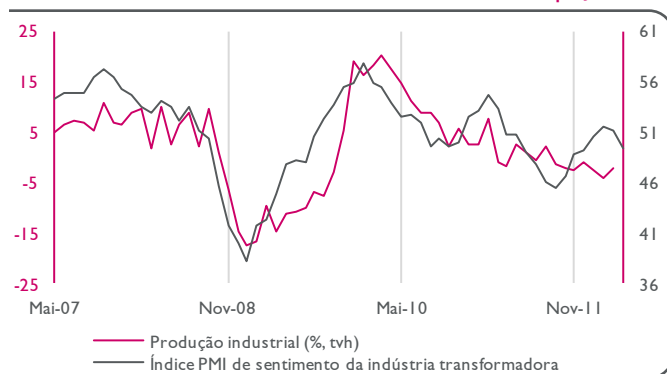
Fica, assim, um paradoxo entre o extremismo na orientação da política econômica, no sentido de uma maior acomodação, e a postura dos líderes relativamente às perspectivas para a economia brasileira. Ainda a acentuar esta contradição está a persistência da inflação, que afeta de maneira evidente o custo de vida no país, e cujo principal índice, o IPCA, registou o maior aumento mensal desde abril de 2011, de 0,64%, corroborando o

caráter estrutural, e não efêmero, da ameaça à estabilidade de preços. Reflexo disso é o encarecimento dos serviços (a um ritmo de cerca de 8% ao ano) e a extraordinária valorização dos ativos e bens não transacionáveis, como é o caso dos imóveis, no Brasil. Assim, ao desafiar as pressões inflacionistas e a legislação da poupança, para reforçar os estímulos à economia, na verdade a mensagem que os líderes parecem passar são de que existem graves ameaças ao crescimento. Estes riscos, que se espelham na crise no setor industrial (cuja produção continuou a contrair-se em abril), devem também estar associados ao esgotamento do ciclo do crédito, que cresceu a um ritmo extraordinário nos últimos anos, passando a representar 50% do PIB (de 25% em 2005), e que agora começam a pressionar o nível de incumprimento.

Joana Freire
joana.freire@millenniumbcp.pt

Atividade económica e mercados financeiros

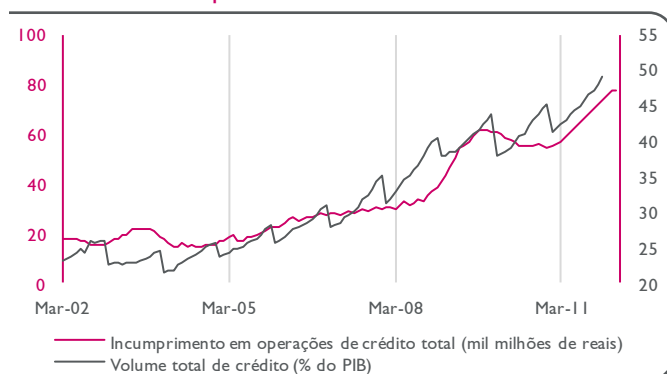
Problemas na indústria não dão sinais de dissipação



Depreciação do real poderá pressionar em alta a inflação



Ritmo de expansão do crédito será sustentável?



Quadro de previsões

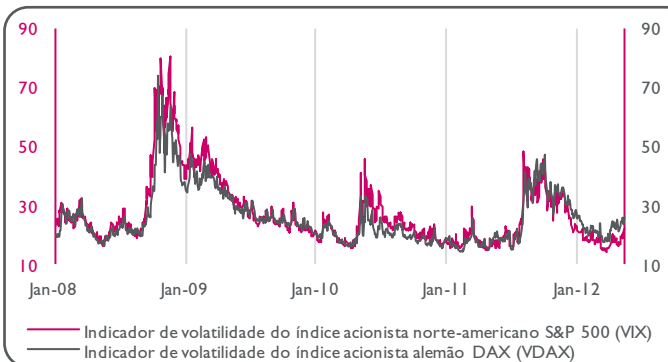
	Atual	Jun-12	Set-12	Dez-12	Mar-13
PIB (tvv)	0,3 ^(a)	0,7	0,2	0,1	0,2
Taxa desemp.	6,2 ^(b)	6,3	6,5	7,0	7,1
Inflação (tvh)	5,1 ^(c)	5,5	6,0	6,3	6,6
Taxa Selic	9,00 ^(d)	8,50	8,00	7,50	7,50
Taxa 3m (BM&F)	8,2 ^(d)	8,1	7,8	7,6	7,6
Swap 1 ano	7,9 ^(d)	7,8	7,6	7,5	7,5
Swap 2 anos	8,6 ^(d)	8,2	8,0	7,9	7,9
Eur/Brl	2,5 ^(d)	2,5	2,6	2,9	2,9

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

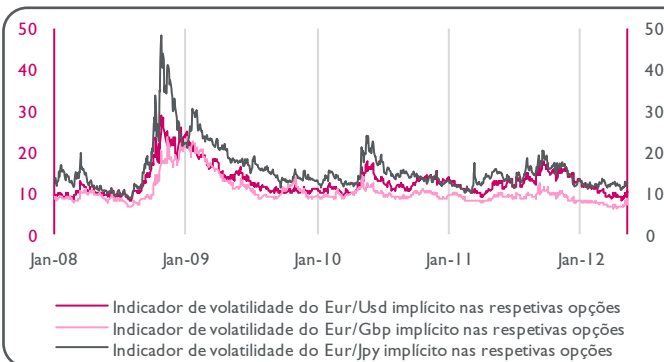
Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Prémios de risco dos mercados financeiros

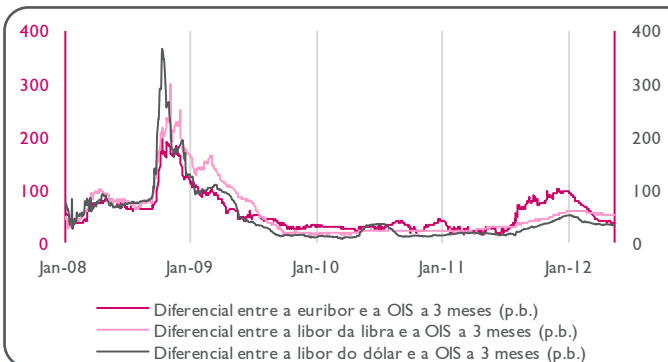
Mercado acionista



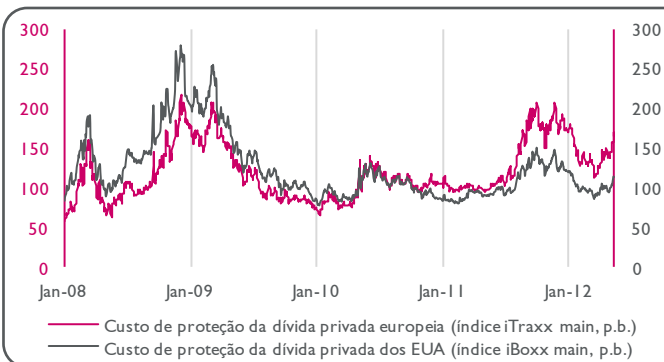
Mercado cambial



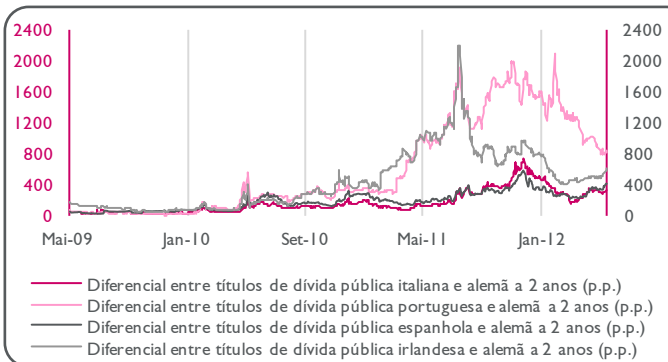
Mercado monetário



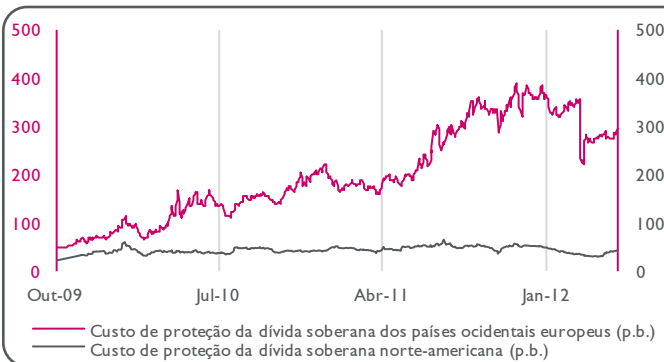
Mercado de crédito



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)	I T	-0,3	-0,3	0,0
	UEM - CPI (% , y/y)	Abr	2,7	2,6	2,6
	UEM - CPI Core (% , y/y)	Mar	1,5	1,6	1,6
	UEM - Unemployment Rate (%)	Mar	10,8	10,9	10,9
	UEM - Money Supply M3 (% , y/y)	Mar	2,8	2,5	3,2
	UEM - Industrial Production wda (% , y/y)	Mar	-1,8	-1,4	-2,2
	UEM - Retail Sales (% , y/y)	Mar	-2,0	-1,1	0,1
	UEM - PMI Manufacturing	Abr	47,7	47,9	45,9
	UEM - PMI Services	Abr	49,2	49,3	46,9
	UEM - EC Survey - Consumer Sentiment	Abr	-19	-20	-20
	ALE - GDP sa (% , q/q)	I T	-0,2	-0,1	0,5
	FRA - GDP sa (% , q/q)	I T	0,1	-0,1	0,0
	ITA - GDP sa (% , q/q)	I T	-0,7	-0,8	-0,8
	ESP - GDP sa (% , q/q)	I T	-0,3	-0,4	-0,3
	E.U.A.	GDP (q/q, annualized)	I T	3,0	2,2
CPI (% , y/y)		Abr	2,7	2,3	2,3
PCE Core (% , y/y)		Mar	1,9	2,0	2,0
Unemployment Rate sa		Abr	8,2	8,2	8,1
Change in Non-Farm Payrolls (000)		Abr	154	160	115
Capacity Utilization (%)		Mar	78,7	78,5	78,6
Advance Retail Sales (% , y/y)		Abr	6,6	6,4	6,4
ISM Manufacturing		Abr	53,4	53,0	54,8
ISM Non-Manufacturing Composite		Abr	56,0	55,3	53,5
Leading Indicator (% , y/y)		Mar	2,9	2,2	2,1
Durable Goods Orders (% , y/y)		Mar	18,9	3,2	1,3
Conf. Board Consumer Confidence		Abr	69,5	69,2	69,2
Housing Starts (000)		Mar	694	660	654
NAHB Housing Market Index		Mai	24	26	29
China e Brasil		CHI - GDP (% , y/y)	I T	8,9	8,0
	CHI - CPI (% , y/y)	Abr	3,6	3,4	3,4
	CHI - Unemployment Rate (%)	I T	4,1	4,1	4,1
	CHI - Money Supply M2 (% , y/y)	Abr	13,4	13,3	12,8
	CHI - Industrial production (% , y/y)	Abr	11,9	11,5	9,3
	CHI - Retail Sales (% , y/y)	Abr	15,2	15,0	14,1
	CHI - PMI Manufacturing	Abr	53,1	52,5	53,3
	BRA - GDP (% , q/q)	4 T	-0,1	0,2	0,3
	BRA - CPI (IPCA, % , y/y)	Abr	5,2	5,3	5,1
	BRA - Unemployment Rate (%)	Mar	5,7	6,0	6,2
	BRA - Industrial Production (% , y/y)	Mar	-4,0	-1,5	-2,1
	BRA - Retail Sales Volume (% , y/y)	Fev	7,8	9,1	9,6
BRA - PMI Manufacturing	Abr	51,1	49,5	49,3	

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	-	-	-	-7	-36	-67	-23	-29	-41	PSI 20	-4,5	-11,9	-9,3
USD	-2,8	-2,2	-1,5	0	-3	-12	-15	-6	-8	DAX	-2,8	-5,3	8,5
GBP	-3,6	-4,3	-4,4	-1	-7	-7	-7	-11	-2	Stoxx EMU	-4,7	-10,6	-2,6
JPY	-3,2	-0,2	2,6	0	0	0	-6	-8	-10	Stoxx Europe	-3,0	-7,0	0,5
CHF	-0,1	-0,5	-1,3	0	3	6	-14	-14	-29	FTSE 100	-3,8	-7,7	-2,4
NOK	1,2	1,1	-1,3	0	-36	-58	-20	-27	-23	WSE WIG	-6,2	-9,6	-1,6
SEK	2,4	3,6	2,1	-4	-32	-50	-25	-21	-6	S&P 500	-2,0	0,0	6,8
CAD	-2,5	-1,9	-3,2	0	-4	0	-16	0	11	Dow Jones	-0,7	-0,2	4,4
AUD	0,9	4,8	0,8	-51	-51	-47	-50	-66	-51	Nasdaq	-2,7	0,5	12,4
BRL	4,8	12,7	5,3	-1	-71	-71	-	-	-	Nikkei 225	-7,6	-3,9	5,3
CZK	3,4	1,5	0,1	1	6	8	-29	-26	-26	Hang Seng	-3,9	-6,9	7,9
PLN	4,1	3,5	-2,4	12	8	7	-13	3	0	ASX All Ord.	-2,0	-0,3	5,0
HUF	-1,4	0,5	-6,9	-3	-22	-3	-	-	-	Bovespa	-7,2	-11,8	1,6
ZAR	1,2	4,1	0,7	0	0	1	-7	12	3	México	-2,4	0,9	3,0
CNY	-1,1	-2,0	-0,2	-31	-76	-95	-20	-5	15	OMX 30	-2,8	-7,7	1,2
										OBX	-2,7	-3,9	4,0

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, nº 27, 1º 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.