

A crise ganha balanço para 2012

2011: um ano de equívocos

O ano passado não foi de retoma nem de recessão, de cicatrização financeira ou de colapso, de avanços decisivos de política ou de capitulação. Antes, foi um ano atípico, volátil e pleno de equívocos, entre os quais pontifica a interpretação generalizada de que a *debacle* da dívida soberana da área do euro é um fenómeno local, o que gerou a impressão de que a crise financeira global tinha ficado circunscrita a um punhado de casos patológicos. Tal leitura, contudo, escamoteia o facto da principal fragilidade dos países europeus sob maior pressão — excesso de dívida — ser uma condição que afeta transversalmente a economia mundial.

2012: crise do euro propaga-se

Na esmagadora maioria, os exercícios de previsão já disponíveis apontam para uma aceleração moderada da atividade global, uma diminuição das pressões inflacionistas e um desempenho sólido dos mercados financeiros. Com a ressalva da área do euro, aplica-se a já estafada fórmula de suave retorno a uma normalidade estatística que, mostra a história, só por acaso se concretiza. Contudo, em vista dos problemas globais de dívida prevaletentes, em 2012 tão brando desfecho deve ser visto como risco (positivo) e não como cenário central. Na nossa opinião, a dinâmica principal consiste na replicação da crise da área do euro, ainda que em matizes diferenciadas. Entre os países mais desenvolvidos em que o problema de dívida é endémico, como os EUA, o Japão e o Reino Unido, a negligência sistemática dos hiperbólicos défices orçamentais em favor do crescimento económico e do emprego corre o risco de conhecer um desenlace desastroso, possivelmente já em

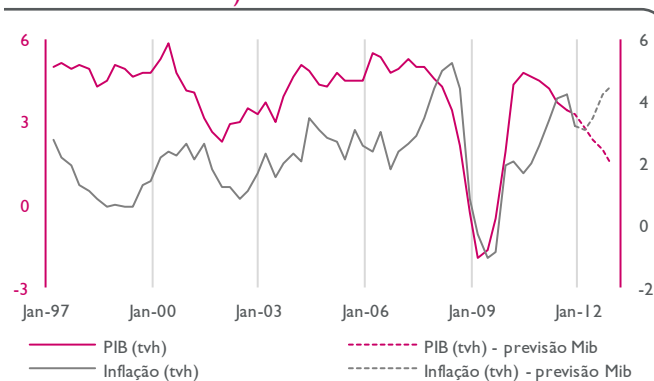
2012. Se a experiência da área da euro serve de guia, a materialização destes riscos daria origem a um *cocktail* de austeridade orçamental e monetização de dívida. A consequente perspectiva de subida de impostos e da inflação conspirarão contra a recuperação do investimento e do emprego, numa espiral de fraco crescimento e insolvência. Os mercados emergentes têm maior folga para gerir os respetivos problemas de dívida e outros desequilíbrios; porém, não estão imunes à previsível deterioração da conjuntura global.

Avisos à navegação

Pese embora a disparidade de perspectivas, um elemento parece agremiar o sentimento da maioria dos analistas: 2012 será afetado por uma estirpe de incerteza particularmente nóxia. A prevalência universal de dívida excessiva e a tendência dos bancos centrais para a sua monetização cria um acréscimo dramático de oferta de moeda, conduzindo à inevitável perda de valor das moedas fiduciárias. Daqui decorre que a exposição a dívida pública, tipicamente tida como supremo ativo de refúgio, deve ser limitada. Este alerta adquire particular acuidade no caso das obrigações governamentais dos EUA, Japão ou Reino Unido, cujas *yields* se apresentam demasiado baixas para os riscos de crédito e de inflação que comportam. Neste contexto, o estatuto de "porto seguro" transfere-se para os ativos reais, como as ações e as *commodities*. Quanto às últimas, admitindo como maior receio uma perturbação do sistema monetário, o ouro e a prata merecem destaque pelo longo e profícuo histórico que têm como moeda.

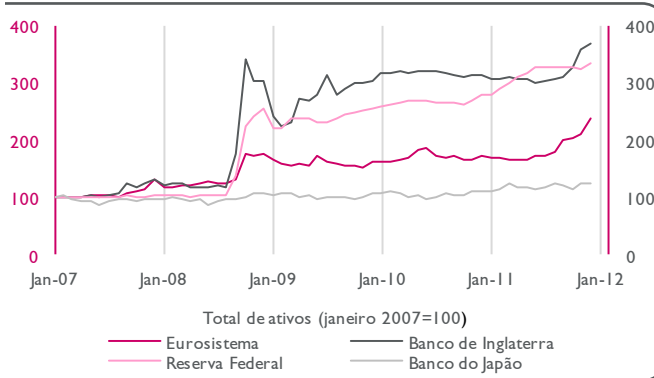
20 de janeiro de 2012

Previsões Millennium bcp para o PIB e inflação no G3 (EUA, área do euro e China)



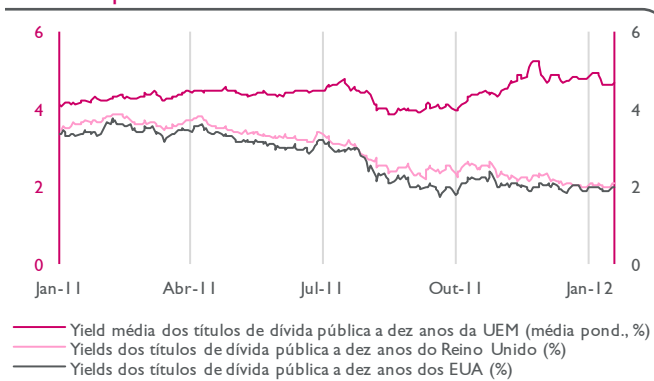
Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

A estratégia universal de monetização da dívida excessiva...



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

...deverá provocar uma subida das taxas de juro, sobretudo onde elas persistem artificialmente baixas



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Crise ganha fôlego em 2011...

2011: um ano de equívocos...

O ano passado ficou mais marcado por o que não se passou do que por aquilo que aconteceu. Ao contrário das previsões dos areópagos da finança, 2011 não foi de retoma nem de recessão, de cicatrização financeira ou de colapso, de avanços decisivos de política ou de capitulação; antes, foi um ano atípico, de avanços e recuos e pontilhado por episódios traumáticos — uns de origem natural, outros de criação humana. Tão volátil sequência de eventos gerou uma realidade caótica que ofuscou a dinâmica que lhe subjaz de confronto entre a tendência natural de ajustamento da economia e a tentativa desesperada das autoridades em contrariar esse processo, o qual tem tanto de necessário quanto de doloroso. A síntese resultante gerou desempenhos contrastantes nas diferentes economias, passíveis de sugerir uma delimitação da crise aos elos mais fracos. Mas essa é uma interpretação otimista. Na verdade, a atipicidade do contexto limitou-se a camuflar o facto de 2011 nada ter trazido de novo para a resolução da crise. Poder-se-ia concluir que tudo ficou na mesma; mas o mais certo é que a situação global se tenha degradado ainda mais.

...e paradoxos

Este entorno gerou um conjunto de paradoxos, entre os quais figura a combinação de abrandamento da atividade mundial e de recrudescimento da inflação. A visão de que tão improvável binómio radicava em fatores exógenos e temporários motivou a

extensão das políticas monetárias acomodatórias. O resultado, inédito na escala global em que se manifestou, foi a conjugação de crescimento débil, inflação elevada e taxas de juro muito baixas. Paradoxal foi também o comportamento dos mercados financeiros. Não obstante a ubiquidade planetária de dívida e as pressões inflacionistas decorrentes das injeções massivas de liquidez pelos bancos centrais, os investidores privilegiaram as classes de ativos de rendimento fixo, tipicamente, obrigações e instrumentos de tesouraria. Em contrapartida, os ativos mais cíclicos, como as ações, progrediram de forma genericamente medíocre, especialmente nos países emergentes, indiciando que os receios de implosão financeira destes mercados se sobrepuseram ao seu razoável dinamismo económico.

Crise do euro: o álbi perfeito

Na aparência, o ano passado ficou refém da crise de dívida soberana da área do euro, cuja extensão, magnificada pela propagação dos problemas da "periferia" ao "centro", foi por muitos apontada como o fator decisivo na debilitação da retoma trazida de 2010. Na realidade, esse episódio corresponde tão só à mais recente manifestação da crise global atual. Porém, as agruras do velho continente foram aproveitadas como bode expiatório para a fraqueza de economias a braços com problemas tão graves como os dos países europeus soçobrantos, conferindo o álbi perfeito ao reforço do teor expansionista da política económica

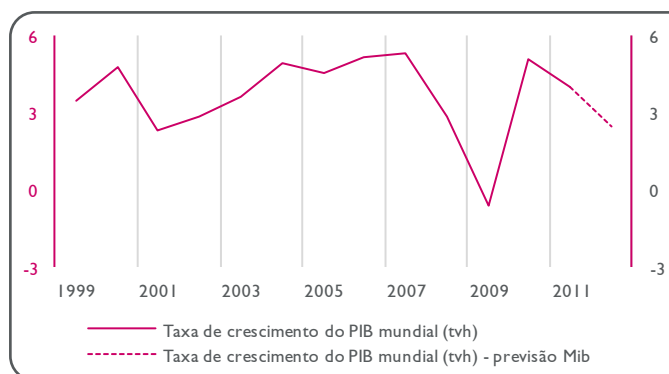
global. Ignorando a ineficácia das iniciativas de cariz semelhante adotadas em anos anteriores, o *modus operandi* das autoridades manteve-se reativo. Do lado orçamental, o trilho da contenção só vingou nos países ostracizados pelos mercados de dívida; nas demais circunstâncias, onde os investidores mostraram indulgência, o esforço de consolidação resumiu-se a promessas difusas dirigidas a um futuro suficientemente próspero para aguentar as fragosidades da austeridade. Em contraste, no esteio da ortodoxia económica que condena o desregramento orçamental mas abençoa a prodigalidade do uso de instrumentos monetários, a política monetária foi despendida de forma bem mais liberal. Por razões óbvias, o BCE foi o mais prolífico dos bancos centrais na criação de liquidez; mas não o único: o Banco de Inglaterra renovou os votos de inflacionista militante com mais uma ronda de *quantitative easing*; a Reserva Federal aproveitou a retoma conjuntural da economia dos EUA para poupar as "munições" para as vésperas das eleições presidenciais do outono; o Banco Popular da China suavizou a política de controlo da inflação perante a implosão iminente do setor imobiliário; e os restantes bancos centrais seguiram linhas semelhantes. Mas a estratégia de afogar as "desgraças" em liquidez está longe de prevenir a globalização da crise de dívida europeia.

2012: a crise dissemina-se...

A diferença de desempenho entre as economias ocidentais não

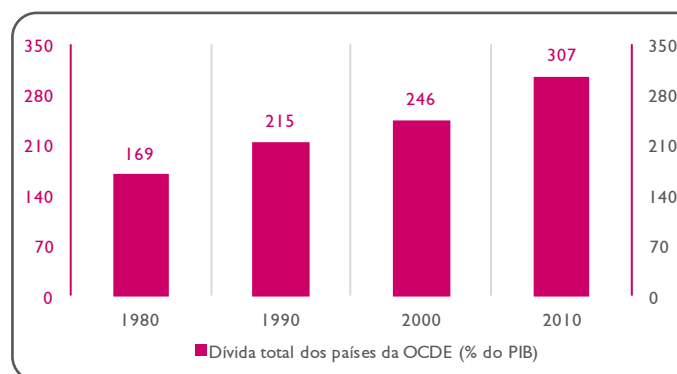
traduz apenas a respetiva condição económica; é, fundamentalmente, um testemunho de graus diversos de tolerância a montantes patológicos de dívida. Mas tolerância não significa imunidade. Ironicamente, os casos tomados mais críticos ao longo de 2011, nomeadamente na área do euro, são aqueles onde a mudança que se impõe já está em curso. Para estes, a redenção é ainda uma miragem; mas aos demais países falta ainda o penoso passo de admitir que o pior está para vir. Na esmagadora maioria, os exercícios de previsão já disponíveis apontam para uma aceleração moderada da atividade global, uma diminuição das pressões inflacionistas e um desempenho razoável das classes dos ativos mais cíclicos. Com a ressalva da área do euro, aplica-se a já estafada fórmula de retoma gradual a uma normalidade estatística que, mostra a história, só por acaso se concretiza. Contudo, em vista dos problemas globais de dívida prevaletentes, em 2012 tão brando desfecho deve ser visto como risco (positivo) e não como cenário central. Na nossa opinião, a dinâmica principal consiste na replicação da crise europeia, ainda que em matizes diferenciadas. Entre os países mais desenvolvidos em que o problema de dívida é endémico, como os EUA, o Japão e o Reino Unido, a negligência sistemática dos hiperbólicos défices orçamentais em favor do crescimento económico e do emprego — que ironicamente persistem recalcitrantes — corre o risco de provocar

O ano de 2011 não foi de retoma nem de colapso



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

O excesso de endividamento poderá provocar...



...para o assalto final em 2012

um desenlace desastroso, possivelmente já em 2012. A este respeito, a magnanimidade com que os mercados financeiros têm encarado o sobre-endividamento de alguns países pouco conforto aporta: basta atender à rapidez com que a confiança dos investidores desertou alguns países europeus em 2010/11. Se a experiência da área da euro serve de guia, a eventual materialização destes riscos deverá dar origem a um *cocktail* de austeridade orçamental e monetização massiva de dívida pública e privada. A consequente perspetiva de subida de impostos e, provavelmente, da inflação, conspirarão contra a recuperação do investimento e do emprego, numa espiral de crescimento fraco, inflação e insolvência: o espelho da situação presente na área do euro.

...para além das fronteiras naturais

Se o destino dos principais países desenvolvidos permanece sombrio, já o dos mercados emergentes transige um módico de otimismo em razão do vigor das respetivas economias, bem como do respaldo que a probidade orçamental sistematicamente prosseguida e a poupança privada acumulada lhes conferem; mas não há lugar para complacências. A relação cambial ao dólar ou ao euro que todos os mercados emergentes mantêm, em maior ou menor grau, determina um vínculo da política monetária à atuação dos bancos centrais de ambos os lados do Atlântico, pelo que a massiva expansão de liquidez que se espera por parte

da Fed e do BCE, a concretizar-se, implicaria condições monetárias totalmente desadequadas para a generalidade das economias emergentes, grande parte das quais afetada por situações de sobre-aquecimento e de bolhas imobiliárias. Daqui decorre uma necessidade pungente de rompimento da relação umbilical que liga as economias emergentes ao sistema monetário vigente sob pena de se verem transformados desequilíbrios macroeconómicos ainda geríveis em crises financeiras descontroladas. A decisão não é fácil e a tentação de preservação do *status quo* atraente, pois a mudança de política que se impõe causaria uma recessão temporária necessária para purgar os excessos passados; mas, em contrapartida, permitiria circundar o risco de sucção pela espiral de destruição financeira que ameaça propagar-se da área do euro ao resto do globo. Para tanto basta quebrar o elo de contágio do ocidente aos mercados emergentes, o que significa dotar os últimos de políticas monetárias independentes.

Temer o presente...

As perspetivas para 2012 enunciadas em cima e desenvolvidas nas páginas seguintes são compatíveis com cenários mais desfavoráveis do que os implícitos na generalidade dos exercícios equivalentes já disponíveis. Qual das visões vingará logo se esclarecerá. Mas mais do que debater as diferenças de leituras talvez seja relevante salientar um elemento que parece agremiar o sentimento da esmagadora maioria dos a-

nalistas: o de que os próximos trimestres serão afetados por uma estirpe de incerteza particularmente nóxia, o que implica a possibilidade de desfechos extremos. Isto coloca desafios importantes ao nível da gestão do património financeiro, uma vez que a existência de riscos atípicos reclama estratégias de preservação do património também elas menos canónicas, ainda que sempre sob o pontificado do princípio da diversificação. A prevalência global de endividamento excessivo e a tentativa de monetização da dívida por parte dos bancos centrais, ao criar um acréscimo dramático de oferta de moeda, conduzirá, mais tarde ou mais cedo, a uma substancial perda de valor das moedas fiduciárias que constituem o sistema monetário internacional, em particular o dólar e o euro. Esta possibilidade não deve ser desprezada, independentemente da probabilidade de ocorrência que lhe seja atribuída, dados os efeitos nefastos que criaria para uma das mais importantes classes de ativos de refúgio: dívida pública das principais economias. O alerta adquire particular acuidade no caso das obrigações governamentais dos EUA, Japão ou Reino Unido, cujas taxas de rentabilidade se apresentam ridículamente baixas para os riscos de crédito e de inflação que comportam. Dentro do universo dos ativos nominais, geografias como os países escandinavos, a Suíça ou a Austrália surgem como alternativas mais seguras, uma vez que os pequenos níveis de dívida

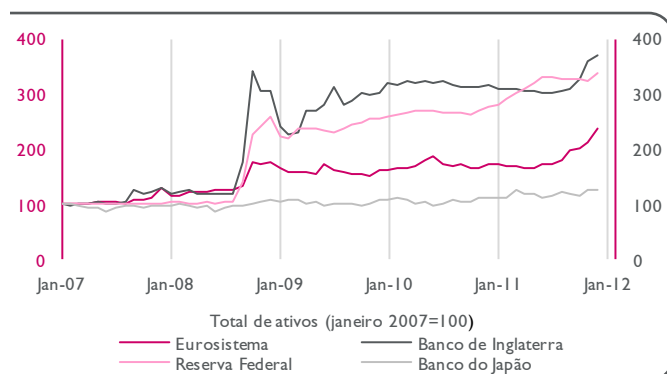
pública que detêm implicam riscos de insolvência menores e tentações inflacionistas mais brandas. Se a conjuntura que se apresenta é de grande risco e o principal refúgio deixou de o ser, terão ficado os investidores desprovidos de opções? Longe disso, mas perante o risco de perda dramática de valor das moedas fiduciárias, o "porto seguro" passam a ser os ativos reais, como as ações e as *commodities*. Quanto às primeiras, as empresas que melhor protegem do risco identificado exibem valores mínimos de dívida, apresentam uma estrutura de negócio geograficamente diferenciada e têm exposição irrisória ao setor público. Relativamente às *commodities*, num contexto em que o maior receio consiste numa perturbação séria do sistema monetário, dois ativos merecem destaque pelo longo e profícuo historial que têm como moeda: o ouro e a prata.

...para abraçar o futuro

Os paradigmas económicos, como outros sistemas humanos, estão sujeitos à inexorável dinâmica de vida e morte. A crise financeira que grassa imparável desde 2007 corresponde ao derradeiro estertor do regime vigente desde meados do século XX, pelo que 2012 tenderá a ser um ano de transição. Nada impede que a mudança que se adivinha seja globalmente benéfica; mas certamente não o será para todos. A diferença far-se-á na prontidão com que cada um abraçar — ou resistir — a evolução inevitável.

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

...danos irreparáveis no sistema monetário mundial



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Quadro de previsões

		Mar-12	Jun-12	Set-12	Dez-12	2011	2012
UEM	PIB (tv)	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	1,6	-0,8
	Inflação (tvh)	2,4	2,8	3,3	3,6	2,7	3,0
EUA	PIB (tv)	0,3	0,0	0,0	-0,4	1,7	1,1
	Inflação (tvh)	2,7	3,1	3,7	3,9	3,2	3,3
China	PIB (tvh)	8,0	7,5	7,5	7,0	9,2	7,5
	Inflação (tvh)	4,5	5,0	6,0	6,5	5,4	5,5
Brasil	PIB (tv)	0,6	0,7	0,2	0,1	2,8	1,6
	Inflação (tvh)	6,5	6,6	6,9	7,0	6,6	6,8

Em 2011, os bancos centrais juntaram esforços para mitigar o agravamento das condições do mercado monetário

A crise da dívida provocou desconfiança no mercado monetário da zona euro...

O ano de 2011 foi marcado por um agravamento das condições do mercado monetário espoleado pela crise da dívida soberana dos países "periféricos" da zona euro, despicientemente da robustez financeira das instituições financeiras. O gráfico "Em 2011, a Grécia acabou por contagiar a banca europeia" mostra que, à medida que as *yields* dos títulos de dívida grega a 10 anos foram aumentando com a escalada das necessidades de financiamento do governo, o custo da proteção da dívida (CDS) do setor financeiro foi aumentando, refletindo que a exposição a estes títulos teve consequências na degradação da qualidade creditícia das instituições em causa. Ao longo do ano, este problema foi-se generalizando às dificuldades de financiamento de outros países da zona euro, em especial Itália e Espanha. Deste fenómeno surtiu a diluição da

diferenciação que identificámos em 2010 entre bancos da "periferia" e do "centro". A redução da concessão de fundos entre instituições financeiras traduziu-se, assim, num aumento dos prémios de liquidez, que voltaram a atingir níveis de 2009 (ver gráfico "Os prémios de liquidez voltaram a subir na zona euro"). A jusante da atividade bancária, a dificuldade em obter financiamentos traduziu-se num aumento substancial, tanto das taxas dos empréstimos a empresas e particulares como nas taxas dos depósitos, num sinal duma maior valorização do dinheiro associada à sua escassez.

...o que levou a critérios mais exigentes de capital...

Perante a elevada possibilidade de incumprimento da dívida soberana grega, que por via da exposição da banca, se consubstanciou no risco de agravamento dos desequilíbrios orçamentais dos estados europeus, os seus líderes acordaram critérios mais exigentes no que se refere à

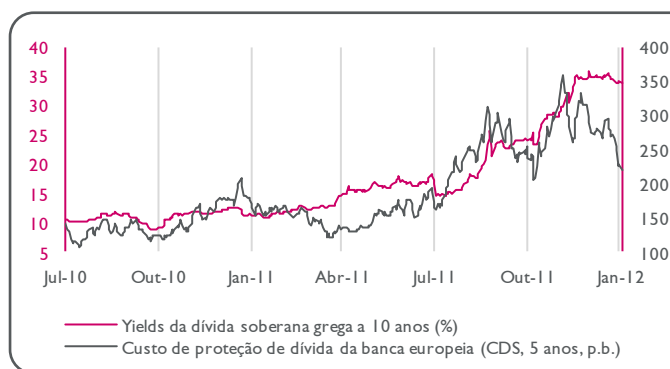
robustez dos rácios de capital das instituições financeiras (*core tier 1* de 9% até junho de 2012) que terão, assim, de se precaver de situações extremas. Neste contexto, a cimeira europeia de 26 de outubro foi especialmente decisiva pela imposição desses critérios que pressupõem, ainda, a contabilização dos títulos de dívida pública dos estados europeus a valores de mercado (*mark to market*) de 30 de setembro e não pelo seu valor nominal, que seria mais favorável aos bancos. Contudo, já este ano, o organismo que supervisiona o sistema financeiro europeu o *European Banking Authority* (EBA) parece ter optado por um recuo (por enquanto não oficial) desta postura mais exigente no que respeita às medidas de capital e à necessidade da realização de testes à robustez financeira (*stress tests*).

...e a uma forte intervenção conjunta dos bancos centrais

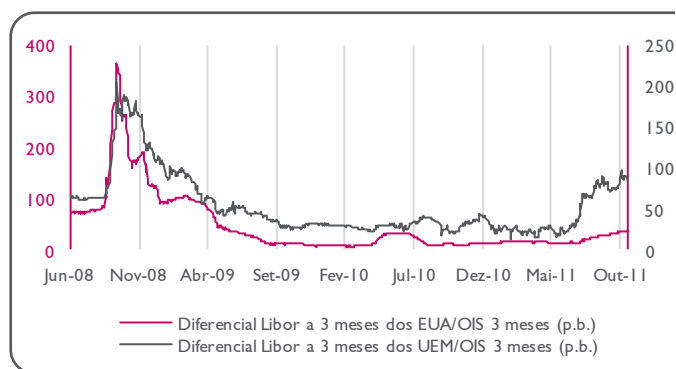
Neste contexto de elevada incerteza e de desconfiança entre

intervenientes do mercado monetário, o BCE reforçou a separação dos seus princípios de intervenção entre o pilar tradicional de política monetária, cujo instrumento principal é a manipulação da taxa diretora e o pilar da estabilização do sistema financeiro, que visa assegurar liquidez ao sistema. Nesta última vertente, os instrumentos têm sido alargados através de operações extraordinárias de cedência de liquidez de várias maturidades, incluindo as de um ano e de forma inédita a três anos, assim como a reedição do programa de compra de obrigações hipotecárias que tinha sido terminado em junho de 2010. De referir o aumento da dependência de alguns países europeus que, até ao ano passado, não eram considerados "periféricos" como Espanha e, até França, e que agora parecem ter um estatuto híbrido (ver gráfico: "O recurso ao BCE aumentou e generalizou-se"). A escassez de fundos na área do euro também se traduziu nou-

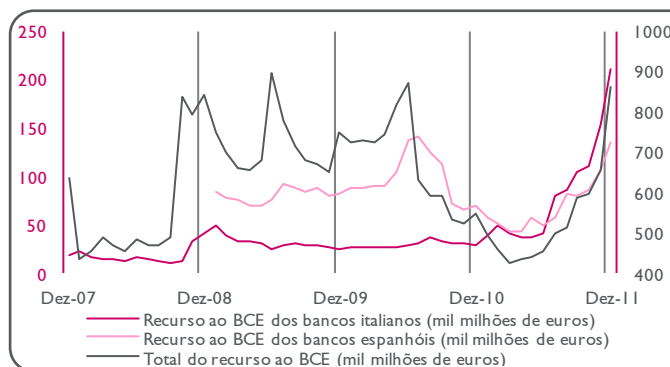
Em 2011, a Grécia acabou por contagiar a banca europeia



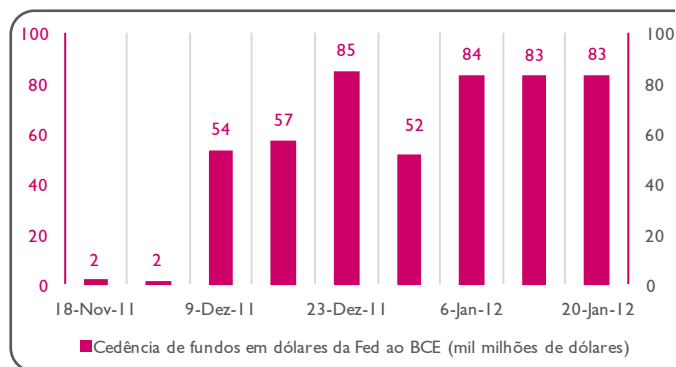
Os prémios de liquidez voltaram a subir na zona euro



O recurso ao BCE aumentou e generalizou-se



Escassez de fundos, mesmo em dólares



Fonte: Bloomberg, BCE, Banco de Itália, Banco de Espanha, Research Mercados Financieros Mib e Millennium bcp

Em 2012, as políticas monetárias expansionistas deverão globalizar-se

tras moedas, visível por exemplo, pelo aumento dos fundos cedidos em dólares da Fed ao BCE (ver gráfico "Escassez de fundos, mesmo em dólares"), num contexto concertado com outros bancos centrais, entre os quais o Banco do Canadá, o Banco do Japão, o Banco da Suíça e o Banco de Inglaterra.

Estratégias diferentes para um mesmo objetivo

Em 2012, a liquidez deverá continuar abundante no sistema financeiro devido às políticas monetárias expansionistas dos principais bancos centrais. Contudo, a abordagem do BCE e da Fed deverão ser diferentes. O primeiro deverá centrar a sua intervenção na cedência de liquidez ao setor bancário em detrimento do programa de compra de dívida pública, que deverá ir perdendo relevância pelo seu carácter explícito e mal aceite (que contraria os tratados europeus) de monetização da dívida. O estímulo às operações de *carry-trade* por parte dos bancos,

que consiste no financiamento junto do BCE à taxa *refi* (atualmente em 1%) para aplicar em títulos de dívida pública com as mesmas maturidades a taxas significativamente superiores deverá, desta maneira, manter-se. A monetização da dívida continuará, assim, a fazer-se de forma velada por via dos bancos. Uma vez que os mecanismos de transmissão de política monetária não estão a funcionar na normalidade, a manipulação da taxa *refi* para baixo do patamar de 1% poderá eventualmente colocar-se no caso dum agravamento do clima de incerteza, com o objetivo do BCE sinalizar que está a utilizar todos os meios que tem à disposição para estabilizar o sistema financeiro. Já no caso da Reserva Federal, as linhas de crédito que foram muito variadas entre 2008 e 2010 deixaram de fazer parte da estratégia de intervenção da Fed, com a autoridade monetária a focar-se essencialmente na compra de ativos que em 2012 de-

verá incidir não em *Treasuries*, como foi o caso entre 2010 e de 2011, mas em *Mortgage Backed Securities* (MBS), ativos titularizados por créditos hipotecários, com os objetivos conjugados de injetar liquidez e estimular o mercado imobiliário. A generalização de políticas monetárias expansionistas que, pela terceira vez, também poderá ser adotada pelo Banco de Inglaterra no primeiro trimestre deste ano, traduz-se num aumento dos riscos inflacionistas, a nível global. De forma contraproducente, a materialização destes riscos de cariz restritivo poderá pôr em causa a reconvalescença da economia global.

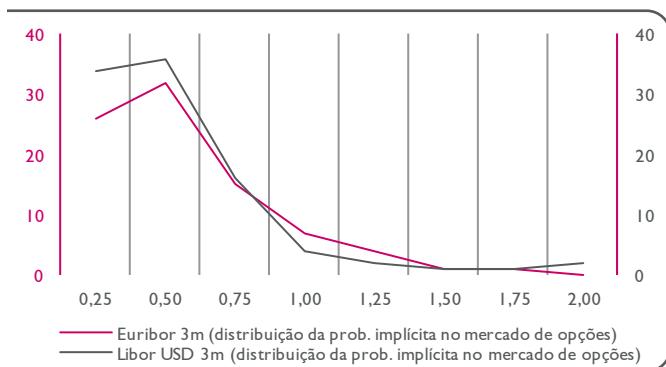
Banco da China, mais cuidadoso em apanhar a boleia expansionista

A recorrência de programas de *quantitative easing* (QE) por parte da Fed parece ter "convencido" as autoridades chinesas em adotar uma maior abertura à flexibilização do regime cambial do *renminbi* no sentido duma

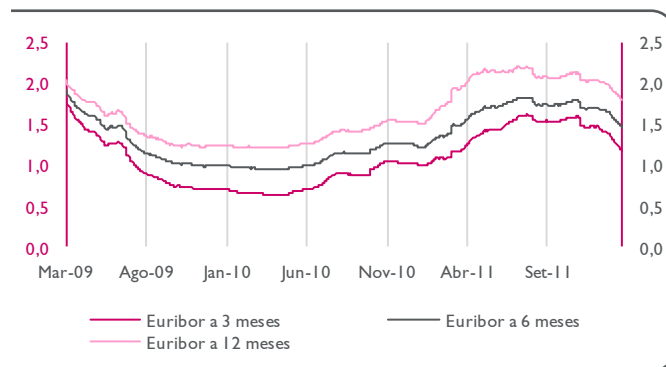
maior apreciação face ao dólar. Por esta via a autoridade monetária chinesa ganha uma maior autonomia em gerir os riscos de sobreaquecimento da economia e em limitar a formação de bolhas especulativas, como aconteceu no início de 2011, na vigência do segundo programa de compra de ativos da Fed. Assim, pela via cambial, em que uma abundância de liquidez proveniente do exterior não se refletirá numa tão grande "multiplicação" de *renminbis*, o efeito expansionista dum eventual QE da Fed deverá ter um efeito mais limitado na economia chinesa. Este ano, a intensidade do estímulo monetário à economia, em ciclo de abrandamento, deverá ser regulado pela política das reservas obrigatórias dos bancos junto do banco central (atualmente em 21% dos depósitos), atendendo às perspetivas para a evolução da inflação.

Maria Luís Borges Castro
maria.borgescastro@millenniumbcp.pt

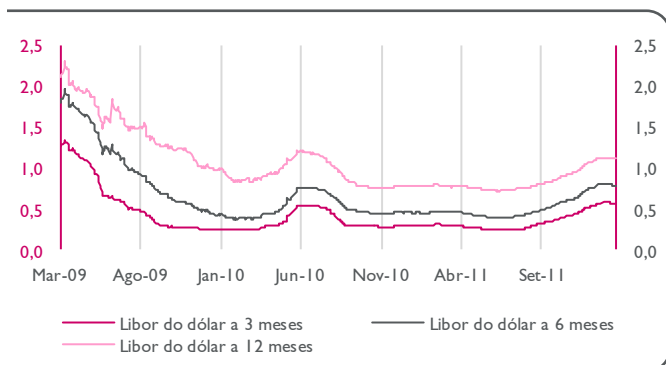
As taxas a 3 meses deverão permanecer baixas...



...devido à liquidez abundante,...



...e generalizada



Quadro de previsões

		Dez-11	Mar-12	Jun-12	Set-12	Dez-12
UEM	Taxa <i>refi</i>	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75
	Taxa 3m	1,4	1,0	1,0	1,1	1,1
EUA	Taxa <i>fed funds</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Taxa 3m	0,6	0,3	0,5	0,5	0,5
China	Taxa dep. 1 ano	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
	Taxa 3m (Shibor)	5,5	5,3	5,3	5,2	5,2
Brasil	Taxa Selic	11,00	10,00	9,00	9,00	9,00
	Taxa 3m (BM&F)	10,4	9,3	8,8	8,8	8,8

Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Os riscos de monetização de dívida...

O risco soberano galgou a "periferia" da área do euro...

O ano de 2011 até parecia ter começado bem no mercado de dívida. Os esforços das autoridades europeias para delimitar o perímetro da crise da dívida soberana a um punhado de países pareciam ter sido logrados e, como tal, as *yields* dos títulos de dívida pública italiana e espanhola estabilizaram nos primeiros meses do ano e as obrigações governamentais alemãs desvalorizaram-se, num movimento que foi igualmente notório nos mercados de dívida pública além área do euro. No que à dívida privada diz respeito, a estabilidade reinante permitiu a realização de emissões de dívida significativas, que no setor financeiro europeu ultrapassaram os 150 mil milhões de euros, logo no primeiro mês do ano. Mas esta realidade acabou por ser "sol de pouca dura", e à medida que os meses foram avançando o céu foi enegrecendo. Com o governo grego a falhar sucessivamente

as metas impostas pelas autoridades europeias e pelo FMI, a densaram-se os receios de que o tesouro grego não conseguisse honrar os compromissos assumidos para com os seus credores. Mediante a possibilidade de incumprimento de um país desenvolvido — situação até então impensável — gerou-se um clima de suspeição generalizada sobre os Estados-membros da área do euro com elevados níveis de endividamento, que se repercutiu na subida dos prémios de risco da sua dívida soberana, ainda que de forma diferenciada, em função da situação financeira de cada país.

...e foi-se disseminando pelo setor privado

Daí a suspeição seguiu para o setor privado, onde o estigma do risco soberano passou a ser o fator determinante no acesso aos mercados de capitais, que se foi tomando cada vez mais restrito, sobretudo para o setor financeiro europeu, cujos prémios de risco atingiram um

máximo histórico no passado mês de novembro.

Houve, no entanto, quem permanecesse intocável,...

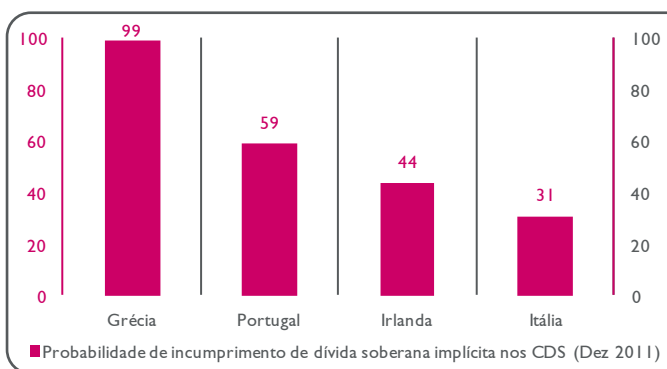
Desta deterioração do mercado de dívida da área do euro resultou um refluxo para as obrigações governamentais dos EUA, do Japão e do Reino Unido, que possibilitou que as suas *yields* permanecessem em níveis muito baixos, alheias à dinâmica de endividamento que tem vindo a ser perpetuada pelos respetivos governos. Mas será que esta situação se manterá? Provavelmente não.

...mas será que esse estatuto se manterá em 2012?

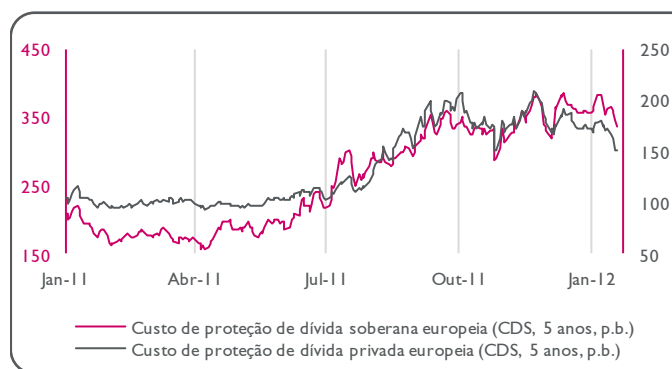
Até agora, a crise da dívida da área do euro parece estar a ser encarada como um problema inerente ao projeto europeu e não como um sintoma de um mal maior — o excesso de endividamento global —, do qual os EUA, Japão e Reino Unido são parte ativa do processo. Com efeito, enquanto a pressão exercida pelos mercados financeiros

não deixou alternativa aos governos da área do euro que não a prossecução de políticas de consolidação orçamental, nestes países prosseguem-se políticas orçamentais expansionistas. O problema é que, mais tarde ou mais cedo, estas políticas revelar-se-ão insustentáveis. Não só porque à medida que a crise da área do euro se for dissipando, o movimento de refluxo que tem vindo a beneficiar os títulos de dívida pública dos EUA e do Japão desaparecerá, mas, sobretudo, porque as suas métricas de endividamento se aproximam de níveis cada vez mais in comportáveis. Note-se que, para 2012, o FMI prevê que a dívida pública dos EUA ascenda a 105% do PIB, no Japão a 238%, enquanto na área do euro será 90%. A consequência inevitável da materialização de qualquer um destes cenários será a subida dos seus custos de financiamento para níveis que poderão nada ter que ver com os atuais, que de tão baixos são só por si já um fator

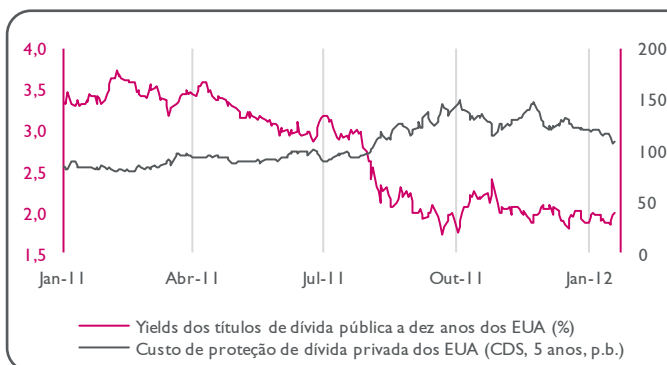
O aumento do risco de incumprimento de dívida...



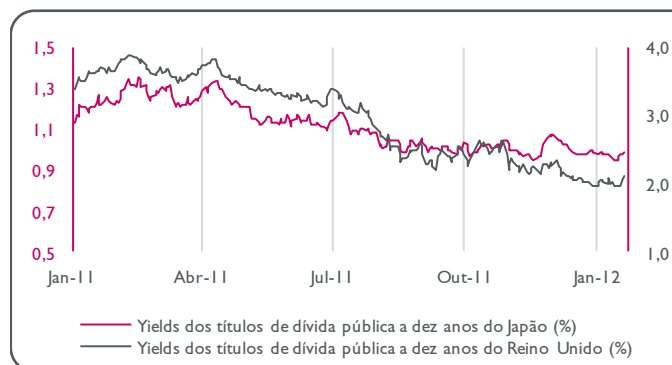
...propagou-se pelo mercado de dívida europeia...



...mas manteve-se afastado da dívida dos EUA,...



...do Japão e do Reino Unido



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

...resultarão numa trajectória ascendente das taxas de juro

de risco, pois dificilmente os investidores estarão dispostos a aceitar de forma indefinida rendimentos negativos, em termos reais.

A monetização de dívida deverá ser uma inevitabilidade...

Dados os elevados níveis de endividamento destes países, qualquer subida das *yields* das suas obrigações governamentais, tenderá a agravar significativamente o seu serviço de dívida e, com efeito, o seu défice público. Para evitar esta espiral, o remédio será a monetização de dívida, tal como aconteceu na área do euro, onde nem mesmo a ortodoxia anti-inflacionista alemã conseguiu evitar que o BCE recorresse à criação de moeda (através da flexibilização da sua política de cedência de liquidez ao setor financeiro) para repor a estabilidade nos mercados financeiros. Para além de que, como a história recente demonstra, é muito difícil reunir os consensos políticos necessários para adotar medidas de austeridade

em “tempos de paz” nos mercados financeiros (sobretudo em período de eleições, como será o caso dos EUA, em 2012), o que fará com que estas políticas sejam adiadas reiteradamente até ao momento em que os prémios de risco da dívida soberana deem o alerta. E aí, a austeridade poderá já não ser suficiente e a monetização de dívida tornar-se-á uma inevitabilidade.

...que irá elevar as taxas de juro

Mediante este quadro em que os principais países desenvolvidos estão embrenhados em teias de endividamento e em políticas de monetização de dívida, a única forma dos detentores de títulos de rendimento fixo se precaverem é através da incorporação de um prémio de inflação nas taxas de juro, por forma a assegurar que, caso a inflação suba, os seus rendimentos reais não se tomarão negativos. Como consequência, as taxas de médio e longo prazo destes países tenderão a delinear

uma trajetória ascendente no próximo ano, em especial nos prazos mais longos. A avaliar pelo que se sucedeu na “periferia” da área do euro, existem fortes riscos de que este movimento não seja gradual, mas sim abrupto e de difícil reversão.

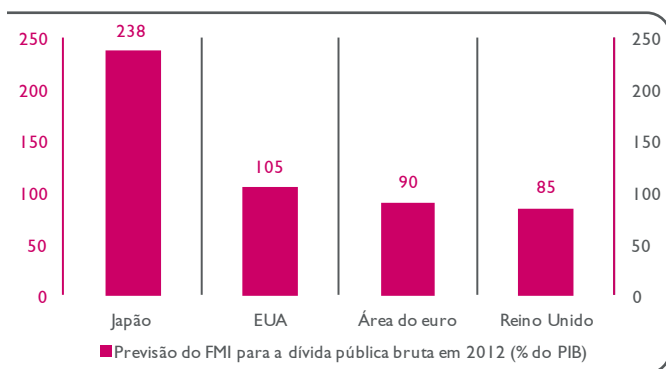
“Quem não deve, não teme”

Neste contexto em que os riscos para a evolução das taxas de juro estão intrinsecamente ligados aos níveis de endividamento do emitente, os redutos serão os países e as empresas que apresentem sinais inequívocos de robustez financeira e económica. Entre os países que melhor cumprem estes requisitos estão, por exemplo, a Suécia, a Noruega, a Suíça e a Austrália, onde o rácio da dívida pública bruta no PIB se situa entre 25% e 55% e o grau de liberalização económica é dos mais elevados, pelo que, pese embora as *yields* dos seus títulos de dívida pública estejam em níveis muito baixos, numa lógica de diversificação de investimentos, estes poderão ser possíveis

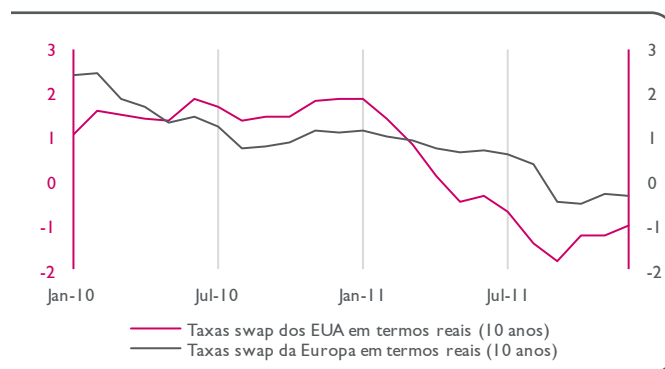
refúgios. No complexo dos mercados emergentes, é também possível encontrar países com reduzidos níveis de endividamento; no entanto, devido à sua vulnerabilidade à evolução da economia global e aos riscos de que em alguns deles se estejam a gerar desequilíbrios macroeconómicos significativos, a maioria dos países emergentes não configura, em nosso entender, uma alternativa muito atractiva. No segmento da dívida privada deverão privilegiar-se empresas diversificadas geograficamente e com uma exposição muito reduzida ao setor público. Ainda no domínio da dívida privada, a China poderá ser um mercado a explorar, dada a aposta das autoridades chinesas em desenvolver o seu mercado de capitais, tendo em vista a afirmação do estatuto internacional do *renminbi* e a redução da dependência das suas empresas dos mercados e das moedas ocidentais.

Márcia Rodrigues
marcia.duarterodrigues@millenniumbcp.pt

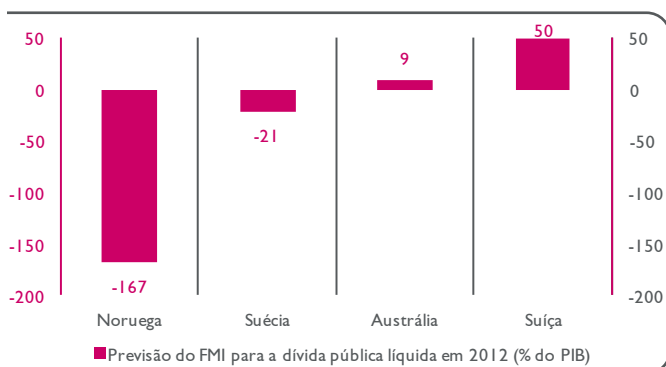
Para tamanha dívida, só monetização



Por quanto mais tempo se tolerarão taxas reais negativas?



Possíveis refúgios



Quadro de previsões

		Dez-11	Mar-12	Jun-12	Set-12	Dez-12
UEM	Swap 2 anos	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0
	Swap 10 anos	2,4	3,0	3,4	3,8	4,0
EUA	Swap 2 anos	0,8	1,0	1,2	1,7	2,2
	Swap 10 anos	2,2	3,0	3,5	4,0	4,5
China	Swap 2 anos	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4
	Swap 10 anos	2,9	2,9	3,0	2,9	2,9
Brasil	Swap 1 ano	10,0	9,1	8,6	8,6	8,6
	Swap 2 anos	10,5	9,6	9,0	9,0	9,0

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

A crise da área do euro...

Refúgio: tradição...

O aprofundamento da crise da área do euro marcou a evolução dos mercados cambiais ao longo do passado ano. Com o sentimento de mercado à deriva das grandes decisões políticas no plano europeu, este ambiente nebuloso pareceu justificar a fuga para ativos que oferecessem proteção contra o risco da área do euro. Entre todos os refúgios tradicionalmente procurados em momentos de maior incerteza, os que mais se destacaram foram o franco suíço e o ouro, que atingiram um pico de valorização de cerca de 30% em comparação com o início do ano, com o preço do ouro a aproximar-se de 2000 dólares por onça. Estes movimentos, que pareceram retratar o ambiente de medo que se instalou nos mercados, contrastaram com uma valorização bastante mais moderada do iene, da libra e do dólar, em termos efetivos — também percecionados como moedas de baixo risco. A

extraordinária apreciação do franco suíço acabou por levar o banco central a anunciar, em setembro, um teto para a flutuação cambial contra o euro, passos que também foram adotados (mas de maneira pontual) no Japão. No entanto, com a exceção da moeda suíça, onde o governo mantém um superavit orçamental, as demais tradicionais moedas de refúgio, como o dólar, o iene ou a libra, pouco ou nada têm de virtuosas face ao euro, a não ser a própria tradição. Com métricas de dívida que pouco se distanciam daquelas observadas em diversos países do euro, os EUA, o Japão e o Reino Unido — que em 2011 terão mantido défices próximos de 10% do PIB — deverão enfrentar maiores dificuldades para assegurar o financiamento das suas dívidas públicas. Na prática, as enormes necessidades de financiamento destes governos deverão forçar as respetivas autoridades monetárias a participarem cada vez mais ativamente

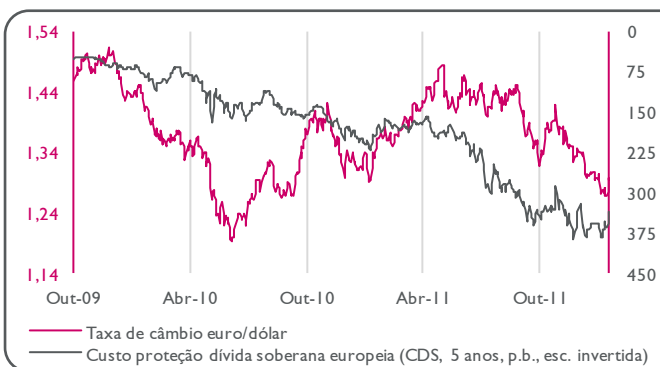
na compra de títulos de dívida pública, o que até hoje tem ocorrido sistematicamente através de programas de *quantitative easing*. Esta estratégia, que constitui, em essência, uma forma de monetização de dívida, deverá pesar sobre as cotações do dólar, da libra e do iene ao longo do ano. Particularmente nos EUA, com a corrida para as eleições presidenciais no outono, todo e qualquer avanço na questão do equilíbrio orçamental deverá ser adiado pelo menos até 2013, o que, em conjunto com a perda de vigor da economia, aumentará as pressões sobre a Reserva Federal norte-americana para manter uma política monetária expansionista. Estas expectativas, em conjunto com as nossas perspetivas de gradual dissipação das incertezas na área do euro — após o que poderá ser um primeiro trimestre bastante turbulento no plano europeu —, deverão favorecer a recuperação do euro face ao dólar a partir do segundo tri-

mestre. A resiliência do euro ao longo de 2011, que contrasta com a subida exponencial dos custos de financiamento de alguns Estados-membros, parece sugerir que, apesar do agravamento da crise, o projeto europeu não perdeu a sua credibilidade junto dos mercados cambiais. É certo que o euro enfrentará ainda um longo e sinuoso caminho para sanar os desequilíbrios acumulados no passado. No entanto, as reformas estruturais, implementadas à força e com carácter de urgência no velho continente, parecem impor um caminho mais virtuoso para a resolução da crise. Assim, enquanto a área do euro dá os primeiros passos para reparar as frechas na sua estrutura, algumas das principais economias mundiais mantêm-se alheias a estes mesmos riscos, aprofundando os desequilíbrios que estiveram na raiz desta crise.

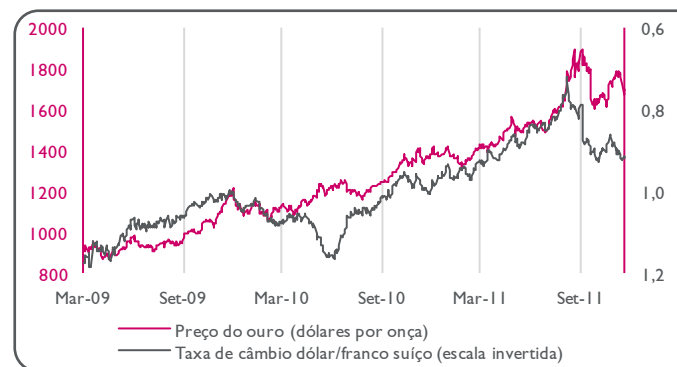
...ou virtude?

Neste sentido, se o precedente da crise da área do euro, que

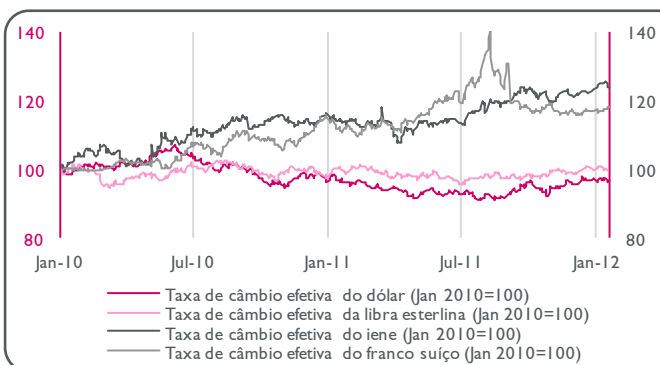
Confiança à deriva, mas o euro resiste



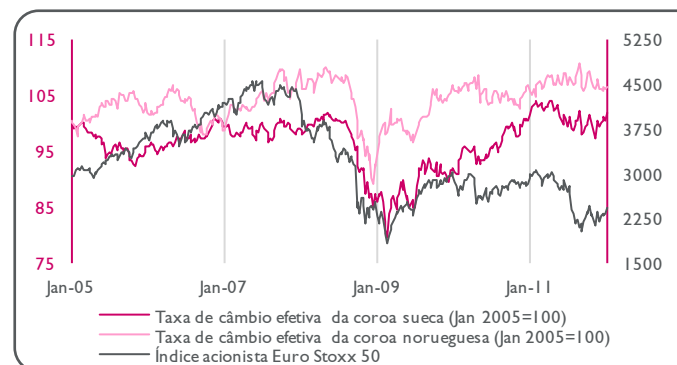
Medo gera debandada para a qualidade...



...mas não para alguns dos refúgios tradicionais



Crise poderá ajudar a definir o que é virtude



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

...poderá redefinir a percepção de moedas de refúgio

escancarou as consequências do modelo de crescimento baseado num excessivo nível de endividamento, contribuir para redefinir os paradigmas de percepção de risco, poderão emergir alternativas fundamentalmente mais virtuosas para a preservação de valor e para a gestão de risco. Entre estas estão as moedas de países com contas públicas mais robustas, como é o caso das coroas escandinavas e dos dólares australiano e neozelandês, que, diferentemente das maiores economias avançadas, poderão prescindir de políticas monetárias ultra-expansionistas. Apesar da histórica correlação destas moedas com o sentimento de mercado, em 2011 as coroas sueca e norueguesa apresentaram uma notável resiliência face às perdas nos mercados acionistas. As moedas destes países — que, no caso da Noruega, Austrália e Nova Zelândia, exportam *commodities* — poderão ser adicionalmente beneficiadas por uma nova onda de valorização

das matérias-primas — um cenário provável caso os principais bancos centrais voltem a introduzir novos programas de compras de ativos, impulsionando o nível de liquidez nos mercados financeiros internacionais. Estas políticas de expansão da massa monetária nas principais economias avançadas, que se traduzem na desvalorização das respetivas moedas, poderão também favorecer o ouro e a prata, que emergem como ativos reais e alternativas para a preservação de valor neste ambiente de incerteza.

Mercados emergentes: da crista da onda à espuma

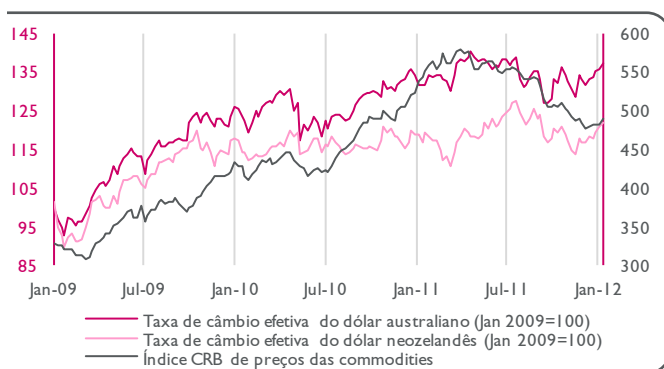
Esta eventual subida dos preços das matérias-primas também deveria favorecer as moedas dos mercados emergentes, grande parte dos quais exportam produtos primários. No entanto, apesar de serem influenciados pelo ciclo das *commodities*, os câmbios destes países deverão estar sujeitos, sobretudo, à movimentação internacional de capi-

tais. Estes fluxos foram os principais responsáveis pela excessiva apreciação destas moedas nos últimos dois anos, já que, face às baixas taxas de retorno em todo o mundo, estes mercados altamente dinâmicos eram um destino relativamente atraente para os investimentos. No entanto, com o acumular dos desequilíbrios internos — nomeadamente a inflação, a perda de competitividade e a formação de bolhas imobiliárias — e com o abrandamento da economia mundial, as perspetivas para estas regiões parecem tornar-se bastante mais sombrias. A eterna vulnerabilidade destas economias às flutuações do sentimento global de mercado foi reafirmada, na segunda metade de 2011, pela inversão dos fluxos internacionais de capitais, o que provocou grandes perdas nos mercados acionistas locais e uma rápida depreciação dos respetivos câmbios. Assim, os mercados emergentes, estrelas em 2010 e até meados de 2011,

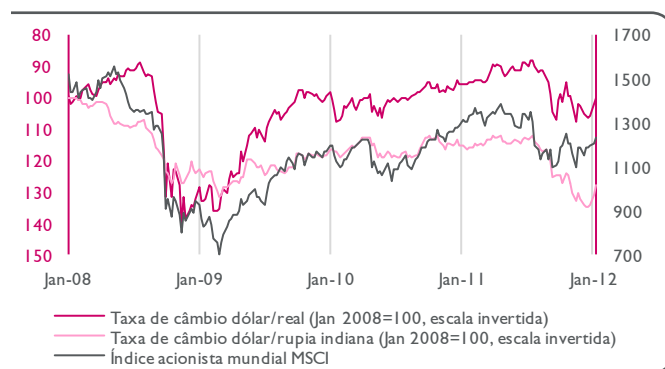
parecem rapidamente perder o seu brilho. A exceção será a China, que deverá continuar a promover a revalorização do *renminbi*, essencial tanto para a estratégia de internacionalização da moeda quanto para assegurar o aumento do poder de consumo da população. A atratividade do *renminbi* chinês deverá ser ainda reforçada pela difusão do uso desta moeda no comércio internacional e no mercado global de rendimento fixo, uma transformação já em curso, e que acompanhará o aprofundamento do mercado de capitais do país. Neste cenário sombrio de 2012, as incertezas e a procura pela preservação de valor deverão marcar os movimentos nos mercados cambiais, já que, apesar do precedente da crise do euro, nada foi feito no resto do mundo para corrigir os mesmos desequilíbrios que provocaram a atual crise.

Joana Freire
joana.freire@millenniumbcp.pt

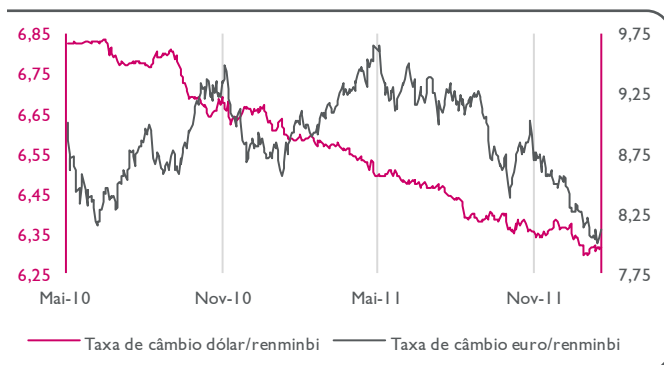
Na boleia das *commodities*



Mercados emergentes: estrelas cadentes



Renminbi: a conquistar espaço nos mercados internacionais



Quadro de previsões

	Dez-11	Mar-12	Jun-12	Set-12	Dez-12
Eur/Usd	1,30	1,25	1,30	1,35	1,43
Eur/Cny	8,1	7,9	8,1	8,2	8,4
Eur/JPY	100	94	100	105	114
Eur/Gbp	0,83	0,86	0,88	0,90	0,92
Eur/Brl	2,4	2,3	2,5	2,6	2,9
Usd/Cny	6,3	6,3	6,2	6,1	5,9
Usd/JPY	77	75	77	78	80

Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

O caminho para a resolução da crise é penoso,...

De obstáculo em obstáculo...

“Só se aceita a mudança em caso de necessidade, e só se reconhece a necessidade perante uma crise”. Esta afirmação proferida há várias décadas por Jean Monnet — político francês e um dos fundadores da União Europeia —, retrata fielmente o desenrolar da crise da área do euro. A partir da crise de finanças públicas que implodiu na Grécia nos primeiros meses de 2010 começaram-se a esmiuçar os volumes de dívida que alguns Estados-membros da área do euro acumularam na última década. Assim, a instabilidade inicialmente gerada na Grécia foi-se propagando a outras paragens. Primeiro Irlanda e Portugal, depois Itália e Espanha, até que chegou aos países do “centro” da área do euro. O roteiro foi-se definindo em função dos níveis de endividamento de cada país e da exposição das suas instituições financeiras à dívida soberana grega, cujos riscos de incumprimento se foram acentu-

ando. À medida que a instabilidade ia povoando um território cada vez maior, decisões que anteriormente pareciam impossíveis passaram a ser realidade. E quando estas decisões não surgiram não terá sido por uma questão de falta de liderança — opinião por muitos partilhada — mas sim, porque o susto não era suficiente para fazer confluir os interesses dos vários Estados-membros e das instituições das quais também depende a resolução da crise (Comissão Europeia, BCE e FMI).

...foi-se definindo a matriz de combate à crise

Das decisões tomadas ao longo deste processo resultou uma matriz de combate à crise assente em três pilares: disciplina orçamental, mutualização dos riscos de insolvência e monetização de dívida. Concretamente, esta matriz traduz-se (i) na implementação de processos de consolidação orçamental nos vários Estados-membros e na criação de mecanismos que asse-

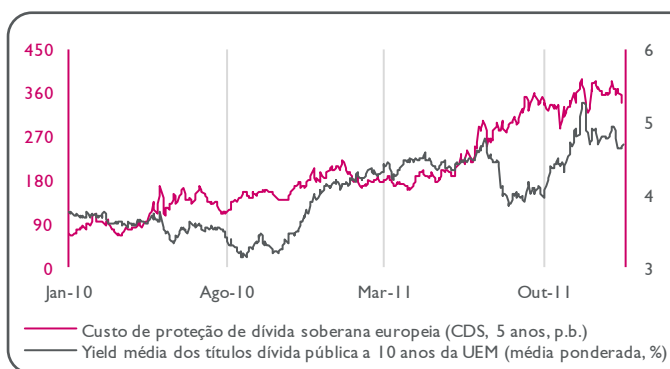
gurem que as políticas orçamentais se encaminharão para o cumprimento permanente dos critérios de Maastricht, sob pena da aplicação das devidas sanções; (ii) na partilha de recursos entre os Estados-membros, por via do reforço e flexibilização dos mecanismos de estabilidade financeira da área do euro e do FMI; e, por último, (iii) numa maior acomodação da política monetária, quer seja nos seus domínios convencionais — manipulação das taxas de juro —, quer seja através de condições extraordinárias de financiamento do setor bancário e de intervenção nos mercados de dívida pública e privada.

O caminho pode ser virtuoso, mas é, sem dúvida, penoso

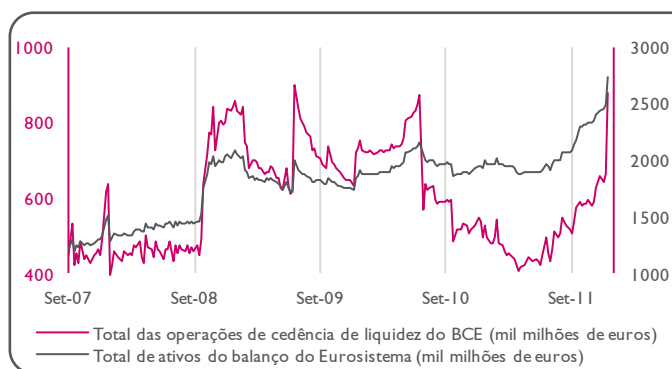
Neste momento, estas medidas estão já em curso. No entanto, os trilhos a percorrer para as implementar são penosos e durante o percurso vários obstáculos poderão surgir, sobretudo no domínio político. A este respeito, os primeiros três meses des-

te ano poderão ser um importante teste à robustez desta estratégia. Nestes meses, os tesouros nacionais e as instituições financeiras terão de fazer face ao vencimento de avultados montantes de dívida de médio e longo prazo (250 e 200 mil milhões de euros, respetivamente para cada setor). Por seu turno, os líderes europeus terão de finalizar o acordo intergovernamental, com o qual se pretende reforçar a disciplina orçamental dos Estados-membros, e o governo grego terá de negociar um segundo programa de assistência financeira com o FMI e com a União Europeia para poder continuar a assegurar os seus compromissos financeiros. Se estes obstáculos forem ultrapassados e se se lograr atingir o final do percurso, o seu virtuosismo emergirá sob a forma da inversão das trajetórias de endividamento dos Estados-membros e do aprofundamento do processo de integração europeu, no sentido em que a União Económica e

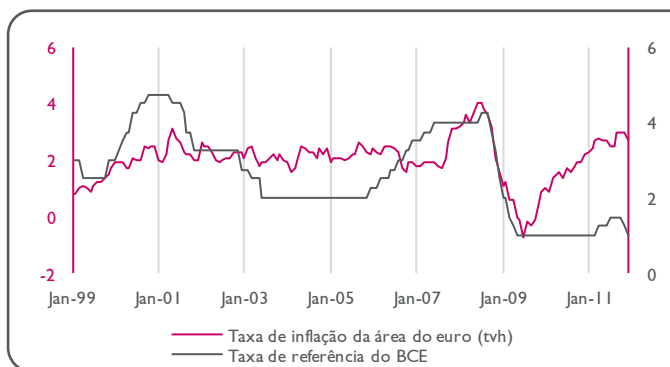
Enquanto não for restituída a estabilidade,...



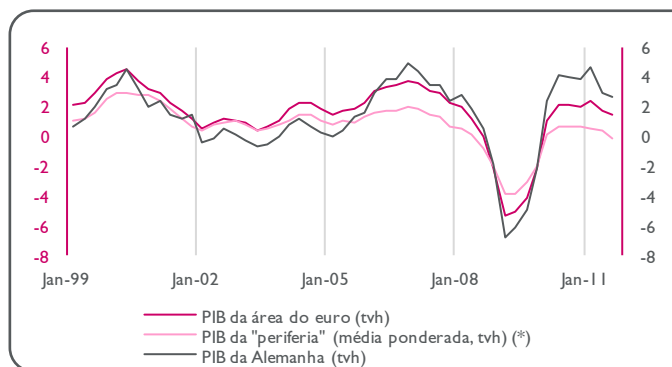
...a política de expansão monetária deverá prosseguir...



...e a inflação continuará a ser relegada para segundo plano



Será a robustez alemã suficiente para evitar uma recessão?



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

(*) Inclui Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Itália

...mas o seu resultado pode ser virtuoso

Monetária passará a estar dotada de um conjunto de mecanismos que minimizam a possibilidade de ocorrência de futuras crises.

Recessão: maior onde maiores forem os problemas de dívida

Porém, no curto prazo, o esforço de redução dos volumes de dívida que uma boa parte dos Estados-membros foram acumulando deverá penalizar a sua capacidade de crescimento e, com efeito, o andamento da economia da área do euro. No entanto, enquanto países como Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Itália (que representam cerca de 35% do PIB da área do euro) envidam esforços para reduzir os seus níveis de dívida pública e privada e para implementar reformas estruturais, países como a Alemanha, Holanda e Áustria, que em conjunto representam igual parte do PIB da área do euro, mantiveram nos últimos anos as suas economias domésticas menos maculadas pelo pecado da dívida, o que lhes poderá permitir acomodar parte dos e-

feitos do processo de desalavancagem que está a ser levado a cabo nos restantes Estados-membros. Com um pé em cada um destes grupos está França — a segunda maior economia da área do euro — onde a aproximação da sua dívida pública de cerca de 90% do PIB poderá obrigar a maior austeridade. Mediante este quadro, e dependendo da evolução da procura externa, a área do euro no seu todo poderá evitar quedas pronunciadas da atividade ao longo deste ano, após um crescimento, em 2011, que se prevê ter sido em torno de 1,6%.

Inflação: a necessária para dar tempo ao tempo

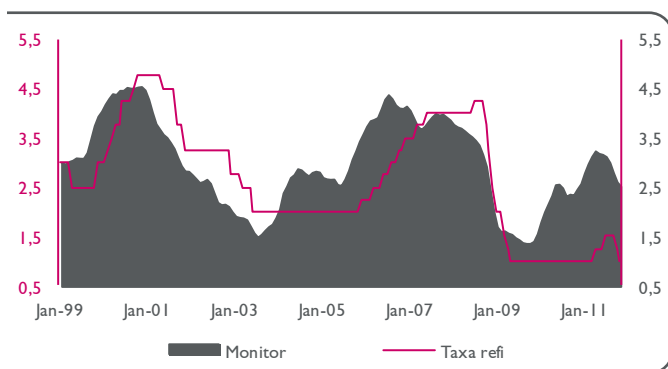
Contudo, enquanto os riscos de colapso da atividade não estiverem dissipados e a instabilidade nos mercados de dívida persistir, a política monetária deverá manter o seu pendor expansionista. Sempre que for possível, as operações de cedência de liquidez deverão continuar a ser o meio privilegiado pela autoridade

de monetária para repor a estabilidade nos mercados financeiros. Para além de garantirem as necessidades de liquidez do sistema bancário, minimizando os riscos de ocorrência de uma crise financeira, estas operações dão ao BCE a possibilidade de monetizar dívida sem atentar, do ponto vista formal, contra o seu mandato que, além da estabilidade de preços, lhe atribui funções de guardião da estabilidade financeira. Adicionalmente, caso a instabilidade nos mercados de dívida perdure, o BCE poderá voltar a considerar reduções adicionais da taxa *refi*. No entanto, neste domínio a sua margem de manobra estará limitada pelo facto da taxa estar já muito próximo de zero (1,0%, atualmente) e pela inoperância dos mecanismos de transmissão da política monetária, em virtude da disfuncionalidade dos mercados de crédito. Na prática, seja por intervenção direta no mercado de dívida, seja através de cedência de liquidez aos bancos a taxas

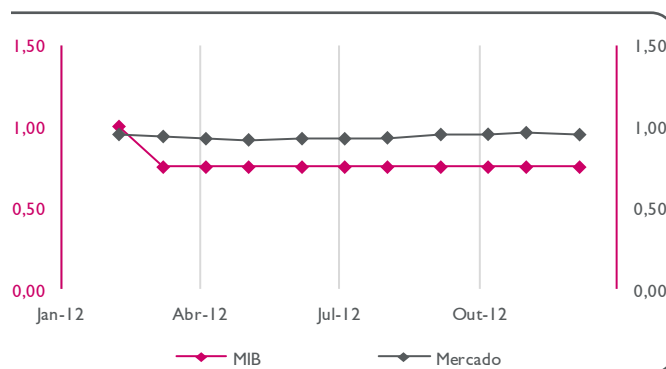
cada vez mais reduzidas — para que sejam estes a financiar os estados através da compra de obrigações governamentais —, o que está em causa é a criação de moeda, que inevitavelmente terá como consequência a subida da inflação. E os efeitos começam já a ser visíveis. No último ano, o balanço do Eurosistema atingiu o valor mais elevado desde a criação da área do euro (cerca de 2,7 biliões de euros, o que corresponde a aproximadamente 30% do PIB da área do euro), e a taxa de inflação ficou além do objetivo do BCE, ao subir de 1,6%, em 2010, para 2,7% em 2011. Neste contexto, o esforço da autoridade monetária será tentar limitar o aumento da inflação ao estritamente necessário para dar tempo ao tempo — o aliado que encaminhará os Estados-membros pelos rumos que definirão o futuro da área do euro.

Márcia Rodrigues
marcia.duarterodrigues@millenniumbcp.pt

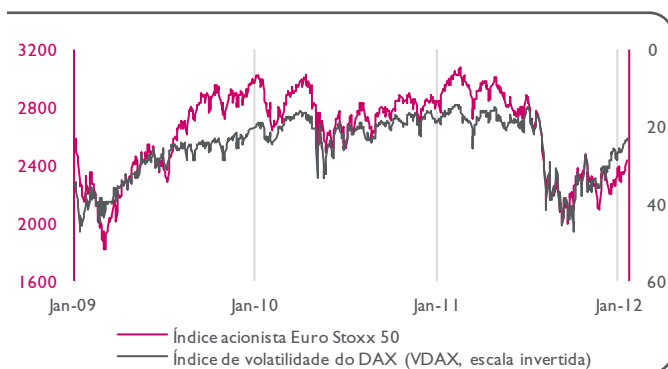
Monitor do Banco Central Europeu



Expectativas para a taxa refi



Mercados acionistas e volatilidade



Quadro de previsões

	Mar-12	Jun-12	Set-12	Dez-12	2011	2012
PIB (tvf)	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	1,6	-0,8
Taxa desemp.	10,6	10,8	11,1	11,0	10,1	10,8
Inflação (tvh)	2,4	2,8	3,3	3,6	2,7	3,0
Inflação subj. (tvh)	2,0	2,2	2,6	2,8	1,4	2,3
Taxa refi	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00 (*)	-
Taxa 3m	1,0	1,0	1,1	1,1	1,4 (*)	-
Swap 2 anos	1,5	1,7	1,9	2,0	1,3 (*)	-
Swap 10 anos	3,0	3,4	3,8	4,0	2,4 (*)	-
Eur/Usd	1,25	1,30	1,35	1,43	1,30 (*)	-

Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Nota: (*) Valores a 31 de dezembro de 2011

Em 2011, a economia continuou a assentar numa dinâmica circular que esteve na origem da crise

O parasita,...

Agosto de 2007 marcou o início da crise do *suprime*. Na origem esteve o incumprimento dos créditos imobiliários avaliados como sendo de maior risco para as instituições financeiras que concederam este tipo de crédito e que, numa grande maioria dos casos, através da sua titularização por via de empresas especializadas (Fannie Mae e Freddie Mac) foi vendido a investidores sob formas financeiramente mais ou menos complexas. Pela sua vertente real (com base no ativo das casas) e pela sua vertente "imaterial" (pela via dos ativos financeiros intangíveis), surgiram consequências, tanto a nível da economia real, como a nível do sistema financeiro. Nessa dupla vertente, com origem numa bolha imobiliária, estiveram as condições para a formação dum ciclo vicioso que provocou uma das crises mais graves dos últimos 70 anos, apelidada de "grande recessão", em referência indireta à grande depressão dos

anos 30, e que nos últimos quatro anos continuou a alimentar-se a ele próprio.

...o seu ciclo de vida...

Os incumprimentos dos créditos à habitação (atualmente em mais de 30%), ao se traduzirem na grande maioria em execuções de hipotecas, fizeram aumentar a oferta de casas em segunda mão fazendo cair os preços com efeitos dramáticos no património das famílias que nalguns casos passaram a ter montantes em dívida superiores ao valor do imóvel dado em garantia (ver gráfico "O ciclo vicioso que originou a crise persiste..."). Tal desmotivou não só o pagamento do serviço da dívida como, por via do aumento do risco, a propensão dos bancos em refinarciar as hipotecas já contratadas no passado. Este excesso de oferta depressiu a construção, com um efeito recessivo na economia, que num efeito de *feedback loop*, através dum agravamento do desemprego, voltou a alimentar a fraqueza do mercado

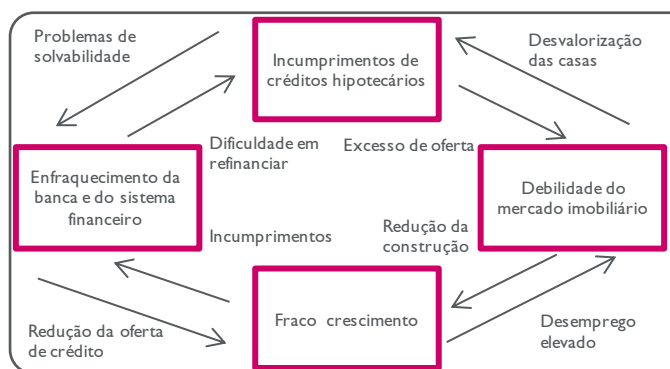
imobiliário, que por sua vez voltou a fomentar incumprimentos dos créditos à habitação por delapidação do património, desta vez também nos segmentos de devedores menos arriscados. A questão da rápida desvalorização das casas com valores inferiores aos empréstimos contraídos (em 15% dos créditos) teve ainda como consequência uma redução da mobilidade das famílias para encontrar emprego. Do lado das instituições financeiras, as faltas e os atrasos de pagamento, ao gerarem problemas de solvabilidade e de capital, implicam uma diminuição da concessão de crédito, o que reforça o ambiente recessivo. Num efeito circular, este ambiente, ao proporcionar mais incumprimentos noutros segmentos, também condicionou os refinanciamentos dos créditos hipotecários, voltando a reforçar os incumprimentos por parte das famílias.

...e a terapia pouco eficaz

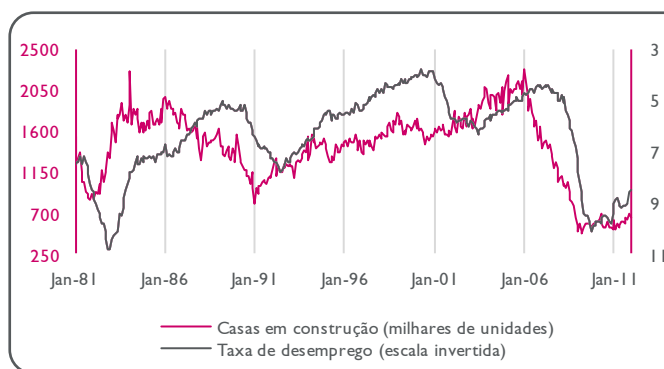
A operação de remover o elo infectado e contaminador revela

-se delicada por induzir efeitos colaterais. Os esforços da Reserva Federal incidiram, em grande parte, no reavivar do mercado imobiliário através da manipulação das taxas de juro da dívida pública (mais recentemente as de longo prazo) e dos activos titularizados (*Mortgage Backed Securities*), o que de forma conjunta visou exercer pressões descendentes nas taxas hipotecárias. Do lado do executivo, os programas governamentais, como o *Making Home Affordable*, têm visado agilizar o crédito à habitação, em especial no que respeita à promoção da revisão dos contratos hipotecários em curso para condições mais favoráveis. A questão é que os efeitos destas medidas têm sido parcimoniosos: se por um lado, aumentaram os refinanciamentos, por outro, não tem havido um aumento significativo de novos créditos (ver gráfico: "Este é um elo difícil de remover"), e consequentemente da construção.

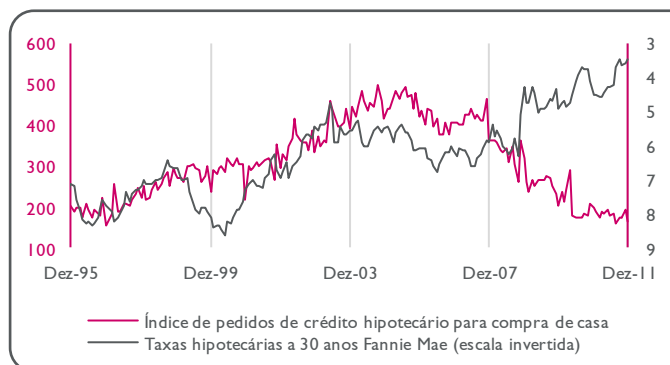
O ciclo vicioso que originou a crise persiste...



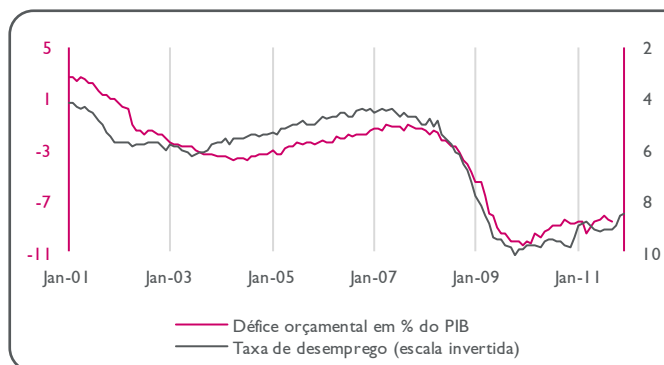
...devido à debilidade do mercado imobiliário



Este é um elo difícil de remover...



...apesar dos esforços das autoridades



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Em 2012, a reconverscência deverá ficar ameaçada por problemas e soluções recorrentes

2012: uma reconverscência...

Apesar dos esforços das autoridades não se terem limitado ao “elo mais fraco”, e terem incidido em mais vertentes, em especial no desemprego, a economia cresceu em média 1,7%, em 2011, contra 3,0% em 2010. Uma das características desta expansão anémica traduziu-se num desequilíbrio tanto a nível da produção como do consumo. Por um lado, os pequenos empresários, com menor acesso ao crédito, mostraram mais dificuldades em recuperar do que as grandes empresas (com bons resultados); por outro, o consumo de artigos de luxo como joalharia (no primeiro trimestre durante a vigência do programa de *quantitative easing* — QE) e veículos (a partir do 2º semestre, depois da dissipação do efeito do terramoto do Japão) superou o dos restantes bens. Em 2012, esse dinamismo do investimento e do consumo deverá ficar comprometido mediante o abrandamento global, em especial da

China, e uma elevada taxa de desemprego, acima dos 8%, que reflete a dificuldade da realocação dos trabalhadores dos setores que deixaram de ser tão dinâmicos para os setores mais produtivos. Esta fraca mobilidade intersetorial deverá continuar a reforçar as discrepâncias nos salários. O consumo também poderá ser afetado no caso da redução da taxa de desconto para a segurança social por parte dos trabalhadores deixar de ser bonificada em 2012.

...ameaçada

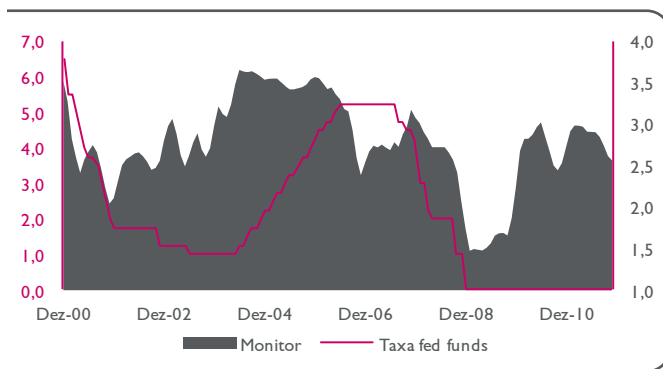
Para além dos desequilíbrios estruturais inerentes à própria economia, a principal ameaça à atividade consiste na evolução da crise da área do euro. Para os EUA, esta questão não se coloca tanto ao nível das repercussões económicas, tendo em conta que o peso das exportações dos EUA para a zona euro não chega a 14% do total das exportações, mas torna-se mais relevante a nível financeiro não só no que respeita à exposição da

banca norte-americana à dívida europeia (em 1,4 biliões de dólares) como na capacidade das empresas europeias e bancos estrangeiros nos EUA em obter financiamento. Estes riscos deverão contribuir para a Fed voltar a implementar um terceiro QE visando a injeção de liquidez, o que tendo em conta a ausência de recuperação do mercado imobiliário deverá voltar a incidir nos *Mortgage Backed Securities* (ativos titularizados por créditos hipotecários), tal como foi o caso em 2009. A ser implementado em meados de março, e no caso dos receios mais pessimistas em relação à zona euro se terem dissipado, esperamos que esta decisão leve a uma depreciação do dólar face ao euro. Tal como no segundo QE, a abundância de liquidez poderá voltar a ser canalizada para as *commodities* o que, a verificar-se, concorre para uma subida da inflação que, caso a Fed não estivesse a intervir no mercado, resultaria numa subida das *yields*. A

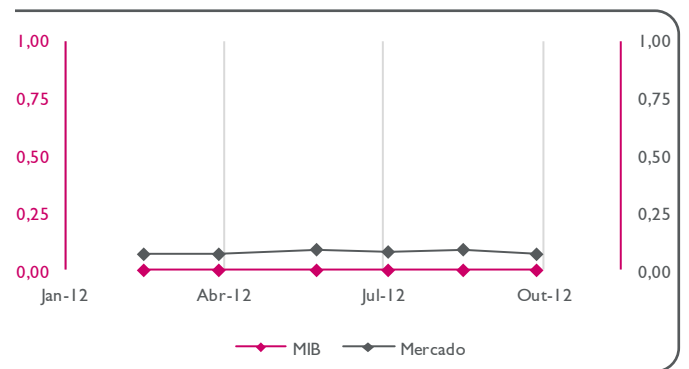
questão é que uma vez terminado esse programa (provavelmente a partir do terceiro trimestre) e num clima de eleições presidenciais e de previsível esgotamento do tema da crise europeia, os mercados poderão passar a revelar grande preocupação com a dívida pública norte-americana, que deverá atingir 105% do PIB em 2012. Com a possibilidade da história da crise da área do euro vir a ser contada em cenário norte-americano, a par com aumentos da inflação, as condições para uma subida significativa das *yields* deverão estar reunidas. Numa economia de estrutura ainda frágil, o comportamento das *yields* poderá ameaçar o processo de reconverscência dos últimos dois anos, levando a Fed a voltar a cair na tentação de intervir, num ciclo vicioso dos mesmos problemas e soluções.

Maria Luís Borges Castro
maria.borgescastro@millenniumbcp.pt

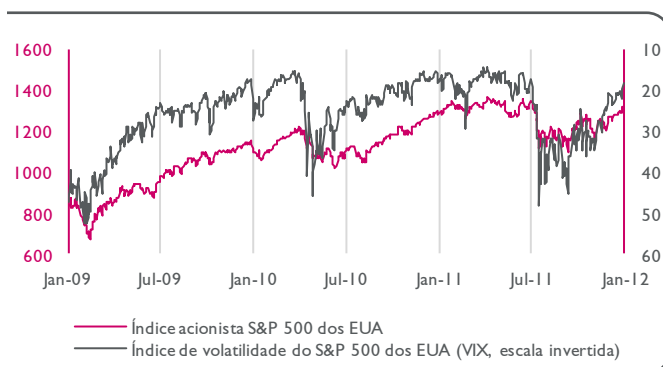
Monitor da Reserva Federal



Expectativas para a taxa da fed funds



Mercados acionistas e volatilidade



Quadro de previsões

	Mar-12	Jun-12	Set-12	Dez-12	2011	2012
PIB (tvt)	0,3	0,0	0,0	-0,4	1,7	1,1
T. desemp. (%)	8,3	8,5	8,5	8,5	9,0	8,4
Inflação (tvh)	2,7	3,1	3,7	3,9	3,2	3,3
Inflação subj. (tvh)	2,2	2,4	2,9	3,2	1,7	2,7
Taxa fed funds	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0 (*)	-
Taxa 3m (%)	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6 (*)	-
Swap 2 anos	1,0	1,2	1,7	2,2	0,8 (*)	-
Swap 10 anos	3,0	3,5	4,0	4,5	2,2 (*)	-
Eur/Usd	1,25	1,30	1,35	1,43	1,30 (*)	-

Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Nota: (*) Valores a 31 de dezembro de 2011

Não há que ser forte; há que ser flexível

Embriguez de sucesso

Até meados de 2011, a economia chinesa avançava a velocidade de cruzeiro, ainda impulsionada pelo pacote de estímulos que garantiu, em 2010, uma taxa de crescimento de dois dígitos. A combinação de (i) uma política monetária de fomento ao crédito; (ii) um regime cambial de subvalorização do *renminbi*; (iii) e os enormes investimentos, por parte dos governos locais em infraestrutura, garantiu uma rápida recuperação após a crise financeira. No entanto, o subproduto deste modelo foi a inflação, que ao ameaçar o nível de vida da população, obrigou a uma inversão da política económica acomodatória. Entre os diversos instrumentos utilizados para diminuir as pressões inflacionistas estiveram subidas das taxas de juro, restrições quantitativas à cedência de crédito e aumentos das reservas de capital exigidas aos bancos. Mas, se por um lado as autoridades procuravam condicionar a circulação de

liquidez, por outro mantiveram a política de subvalorização do *renminbi*, o que implicava uma constante conversão dos vastos excedentes comerciais em moeda local. Com esta injeção de recursos na economia por via cambial, com a ineficiência da gestão da política monetária (que impunha uma remuneração dos depósitos a taxas inferiores à inflação), e com a imensa procura, tanto por financiamento, quanto por produtos de investimento para as poupanças, estavam criadas as condições para o florescimento de um mercado paralelo de serviços financeiros. As mudanças drásticas nas condições de financiamento — com muitas empresas a ficarem privadas do acesso ao crédito ou a sujeitarem-se a elevadas taxas no setor paralelo — e o esgotamento dos estímulos orçamentais por parte dos governos locais (que contraíram níveis insustentáveis de dívida) acabaram por abalar o crescimento económico no final do segundo semes-

tre, determinando uma inversão do ciclo do mercado imobiliário.

Governo solta as amarras

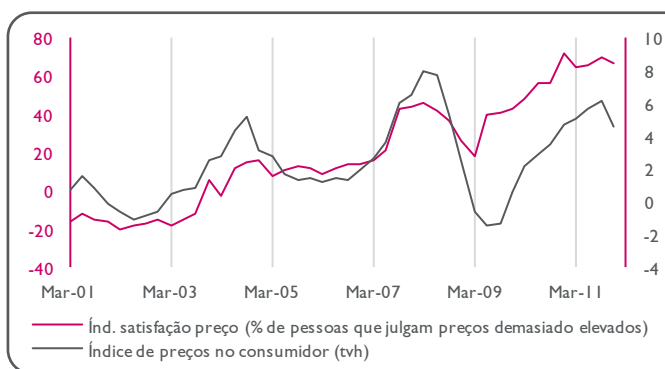
Esta desaceleração do crescimento e a queda dos preços dos imóveis colocou em causa a viabilidade financeira de muitos projetos, acentuando os riscos sistémicos. Tais evoluções, secura da estratégia escolhida para enfrentar a crise de 2009, deixam assim um cenário sombrio para 2012, ano que contará, ainda, com uma crucial transição da liderança política. Medidas pontuais deverão ser implementadas para suportar o crescimento, mas a persistência da inflação, um fenómeno secular na China devido ao encarecimento da mão-de-obra, inviabilizará um pacote macroeconómico de estímulo. O principal desafio será a promoção de um equilíbrio entre a estabilidade de preços e o crescimento, para o qual será fundamental a flexibilização das políticas monetária e cambial e o aprofundamento do mercado de capitais.

Reformas consolidarão o progresso da China

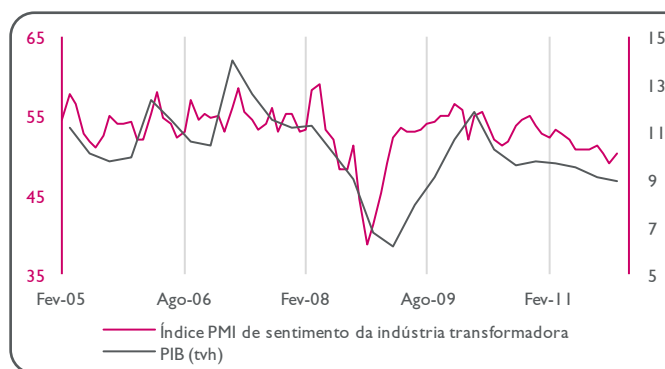
Para além de contribuir para uma gestão mais eficaz do nível de liquidez, a revalorização do *renminbi* se traduzirá num efeito riqueza para a economia chinesa, reduzindo os custos de produção (por exemplo, através das importações mais baratas de energia) e alavancando o poder de compra do mercado interno. Este ajuste, que impulsionará o consumo em massa e reduzirá as pressões inflacionistas, aumentará o nível de vida da população, um dos principais pilares da legitimidade do poder político. Além disso, esta transição é essencial para a estratégia de internacionalização do *renminbi*. O processo de reequilíbrio da economia chinesa resultará em taxas de crescimento mais baixas, mas será fundamental para assegurar a estabilidade do poder político e para consolidar o progresso da China.

Joana Freire
joana.freire@millenniumbcp.pt

A procura do equilíbrio entre a inflação...



...e o crescimento



Reforma cambial no centro da questão



Quadro de previsões

	Mar-12	Jun-12	Set-12	Dez-12	2011	2012
PIB (tvh)	8,0	7,5	7,5	7,0	9,2	7,5
Taxa desemp.	4,1	4,2	4,3	4,3	4,1	4,2
Inflação (tvh)	4,5	5,0	6,0	6,5	5,4	5,5
Taxa ced. 1 ano	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56 ^(*)	-
Taxa dep. 1 ano	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50 ^(*)	-
Taxa 3m (Shibor)	5,3	5,3	5,2	5,2	5,5 ^(*)	-
Swap 2 anos NDIR	2,5	2,5	2,4	2,4	2,6 ^(*)	-
Swap 10 anos NDIR	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9 ^(*)	-
Usd/Cny	6,3	6,2	6,1	5,9	6,3 ^(*)	-

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

Nota: (*) Valores a 31 de dezembro de 2011

Dois anos de carnaval

Euforia no começo...

Há pelo menos dois anos a economia brasileira tem estado em festa, tendo alcançado, em 2010, um ritmo de crescimento que fazia lembrar os tempos do "milagre económico" da década de 70. A imagem que mais reflete o sucesso destes últimos anos parece ser a prosperidade das classes economicamente menos favorecidas. A queda para mínimos históricos da taxa de desemprego foi acompanhada por um aumento real dos rendimentos, que no caso do salário mínimo acumulou ganhos de cerca de 50% desde a crise financeira (em contraste com uma taxa de inflação média em torno dos 6% ao ano), uma evolução significativa, que suportou uma enorme expansão do consumo. Por trás deste rápido avanço da economia brasileira esteve uma combinação de políticas monetária e orçamental excepcionalmente acomodáticas, introduzidas desde a crise financeira global e reforçadas em 2010, com a

corrida para as eleições presidenciais. Para além do aumento dos gastos públicos, através dos investimentos das empresas estatais, da distribuição de subsídios e do programa de aceleração do crescimento, na base deste extraordinário ritmo de crescimento esteve a expansão do crédito (cerca de 60% em relação ao final de 2008) direcionado, sobretudo, às famílias e a sectores específicos da indústria (no caso do crédito imobiliário a expansão foi de quase 200%). A isto se somou uma conjuntura internacional bastante favorável, com uma valorização das *commodities* e com um excessivo nível de liquidez nos mercados financeiros, o que impulsionou a entrada de capitais no Brasil, fomentando o dinamismo da economia e uma apreciação do real para o nível máximo desde a década de 90 face ao dólar.

...cinzas no final

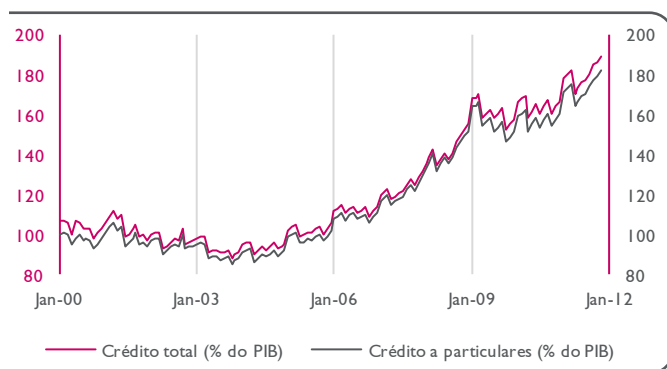
Apesar da euforia ter preponderado durante esta longa festa, a

reviravolta do sentimento de mercado, no segundo semestre de 2011, pareceu desmascarar a realidade por trás deste carnaval. Este modelo, que de facto garantiu um fantástico aumento do consumo, esteve associado a elevados custos, entre os quais estão a inflação e a perda de competitividade da indústria nacional, o que se refletiu na contração da produção no final do ano passado. A escalada dos custos de produção (pelo aumento dos salários, pelas deficientes redes de infraestrutura, pelos obstáculos institucionais e pela complexa e onerosa estrutura tributária) corroe a competitividade da indústria nacional. Este processo é acentuado (e não aliviado) pela política industrial brasileira que, ao proteger a indústria da concorrência internacional, retira os incentivos à promoção de modelos de produção mais eficientes e cria barreiras à importação de bens intermédios e de capital mais competitivos. A nosso ver, este

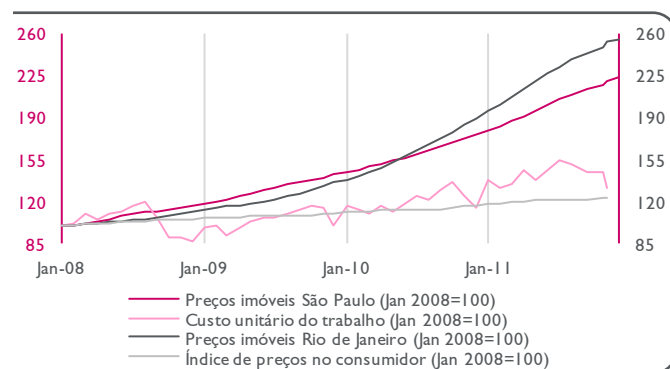
processo de perda de competitividade (e de paulatina desindustrialização) e a elevada inflação são os principais sintomas do acúmulo de desequilíbrios macroeconómicos, e põem em causa a sustentabilidade do crescimento da economia brasileira no médio e longo prazo. Com o cenário de desaceleração da atividade e de aumento da inflação que prevemos para 2012, o nível de emprego poderá cair, pressionando em baixa os rendimentos reais, legitimando um conjunto de políticas orçamental e monetária ainda mais acomodáticas. Estas respostas, que acentuam as consequências, ao invés de enfrentarem as causas dos desequilíbrios estruturais, deverão continuar a fomentar a inflação, que já evolui a um ritmo preocupante. Esta conjuntura, muito diferente daquela dos últimos dois anos, não será favorável ao financiamento externo, ao câmbio ou ao investimento.

Joana Freire
joana.freire@millenniumbcp.pt

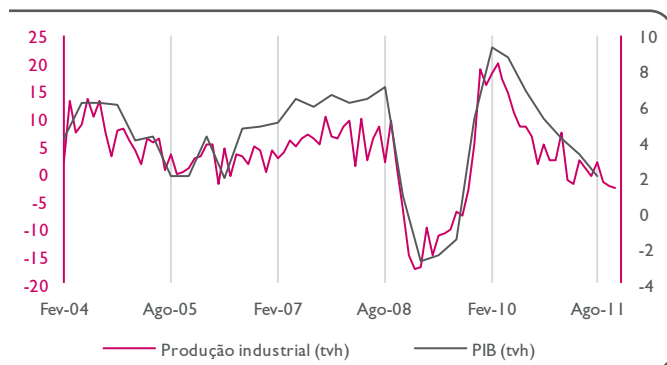
Expansão do crédito fomenta a festa



Subida desenfreada dos preços...



...corrói a competitividade



Quadro de previsões

	Mar-12	Jun-12	Set-12	Dez-12	2011	2012
PIB (tvv)	0,6	0,7	0,2	0,1	2,8	1,6
Taxa desemp.	6,1	6,3	6,5	7,0	6,1	6,5
Inflação (tvh)	6,5	6,6	6,9	7,0	6,6	6,8
Taxa Selic	10,00	9,00	9,00	9,00	11,00 (*)	-
Taxa 3m (BM&F)	9,3	8,8	8,8	8,8	10,4 (*)	-
Swap 1 ano	9,1	8,6	8,6	8,6	10,0 (*)	-
Swap 2 anos	9,6	9,0	9,0	9,0	10,5 (*)	-
Eur/Brl	2,3	2,5	2,6	2,9	2,4 (*)	-

Fonte: Bloomberg, Datastream, Banco Central do Brasil, Fundação Instituto de Pesquisas Económicas (FipeZap), Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Nota: (*) Valores a 31 de dezembro de 2011

	Câmbios	Taxas 3 meses	Swap 2 anos	Swap 5 anos	Swap 10 anos
Var.	EUR/... (Var. %)	Var. (p.b.)	Var. (p.b.)	Var. (p.b.)	Var. (p.b.)
	2011	2011	2011	2011	2011
EUR	-	36	-30	-75	-94
USD	-2,0	28	-8	-93	-136
GBP	-1,5	32	-24	-120	-141
JPY	-6,8	1	-2	-11	-20
CHF	-2,6	-12	-43	-82	-92
NOK	-0,6	30	-42	-69	-86
SEK	-0,8	69	-74	-122	-136
CAD	-0,1	12	-69	-118	-121
AUD	-1,6	-30	-134	-165	-164
BRL	8,9	-109	-184	-	-
CZK	1,8	-5	-73	-90	-85
PLN	11,1	104	-13	-66	-66
HUF	11,0	139	103	54	48
ZAR	20,3	5	-11	-35	-22
CNY	-6,2	85	-85	-109	-134

	Ações
Var. %	2011
PSI 20	-29,3
DAX	-16,4
Stoxx EMU	-19,7
Stoxx Europe	-13,6
FTSE 100	-7,2
WSE WIG	-22,1
S&P 500	0,3
Dow Jones	6,1
Nasdaq	-2,0
Nikkei 225	-18,8
Hang Seng	-19,9
ASX All Ord.	-15,4
Bovespa	-17,7
México	-2,7
OMX 30	-16,1
OBX	-11,5

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. TESOURARIA

Pedro Aires de Almeida

João Bernardino (apoio às vendas)

Empresas

Helena Margarida, Luz Coelho, Bárbara Carvalho, Luís Leal, Pedro Vasconcelos e António Pereira Pinto (Norte)
Paulo Rosa, Ana Bentes, João Seborro, Paulo Ferreira e Carlos Morita (Sul)

Anabela Santos e Heinz Heimann (Estruturados)

Grandes Empresas

Gonçalo Oliveira, Filipa Bragança e Maria do Carmo Lourenço

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.