



Análise Económica e de Mercados

Outubro/Dezembro 2009

DPE - Departamento de Estudos

Índice	
Editorial	1
Estados Unidos – Aceleração do crescimento no 4ºT2009	2
Zona Euro – PIB do 4ºT2009 deverá ter confirmado processo de recuperação iniciado no trimestre anterior	19
Portugal – Economia portuguesa deverá ter recuado, ligeiramente, no 4ºT2009	32
Espanha – Luz ao fim do túnel?	41
Reino Unido – Finalmente, o regresso ao crescimento.....	47
Japão – Expectativas de crescimento no 4ºT2009.	58
Brasil – PIB no 3ºT2009 abaixo do esperado, mas boas perspectivas para o 4ºT2009 e para 2010	68
Índia – PIB acelera no 3ºT2009, com boas indicações para o 4ºT2009	76
China – China lidera retoma mundial, com crescimento de dois dígitos no 4ºT2009.....	81
Rússia – Sinais contraditórios de retoma	86
Taxas de Juro – Taxas do MMI caem, mas Yields da Dívida Pública avançam.....	91
Acções - Subida moderada e generalizada dos índices mundiais	94
Spreads de Crédito – Consolidação do Estreitamento	98
Cambial – Dólar avança, em Dezembro, face ao Euro, registando uma apreciação no total do trimestre	100
Commodities – Petróleo fecha trimestre a rondar os 80 dólares e Ouro volta a valorizar	102
Previsões de Indicadores Económicos.....	106
Siglas Utilizadas.....	110

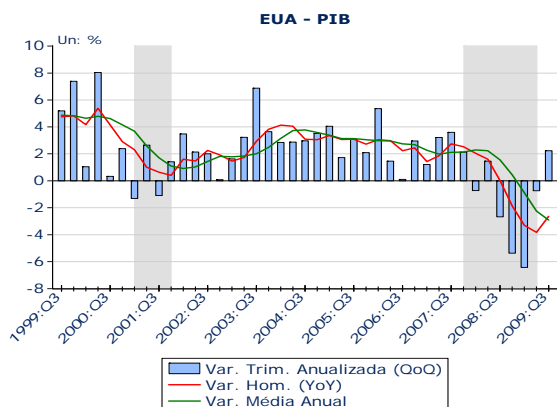
Síntese

Nos **Estados Unidos**, ter-se-á observado uma aceleração do crescimento, no 4ºT2009, esperando-se que o Investimento Residencial, o Investimento Empresarial em Equipamentos e em Stocks tenham contribuído positivamente para o crescimento, enquanto o contributo das Exportações Líquidas deverá ter sido menos negativo do que no trimestre anterior. Já o crescimento do Consumo Privado terá sido inferior ao do 3ºT2009, mas corresponderá ao 2º acréscimo consecutivo, algo que nunca sucedeu durante a recessão. Também a economia **Japonesa** terá continuado a crescer, no 4ºT2009, impulsionada pela recuperação do Sector Industrial, que está a ser particularmente beneficiada pela forte procura dos países asiáticos e, de um modo geral, pela recuperação do Comércio Internacional, após o colapso de finais de 2008. Já a Procura Interna Privada tem-se revelado relativamente anémica, constituindo um importante risco para uma recuperação sustentada da economia, num momento em que a margem de manobra do Governo vai diminuindo, por conta do elevado Endividamento Público. Na **Zona Euro**, o PIB terá confirmado processo de recuperação iniciado no 3ºT2009, pese embora com o Consumo Privado a manter-se como uma das componentes da actividade, na óptica da Despesa, com maiores dificuldades em aderir à recuperação, situação que não pode ser dissociada da actual situação do mercado laboral, o mesmo se passando, na óptica da Produção, com o sector da Construção. A economia **Portuguesa** deverá ter recuado, ligeiramente, no 4ºT2009, atendendo à informação já disponível, com o nosso Indicador Compósito para o PIB português, actualmente, a apontar para uma ligeira contracção (-0.1%), contrariando, de certa forma, os valores mais optimistas apresentados pelo Banco de Portugal nas suas últimas previsões económicas.

Estados Unidos – Aceleração do crescimento no 4ºT2009

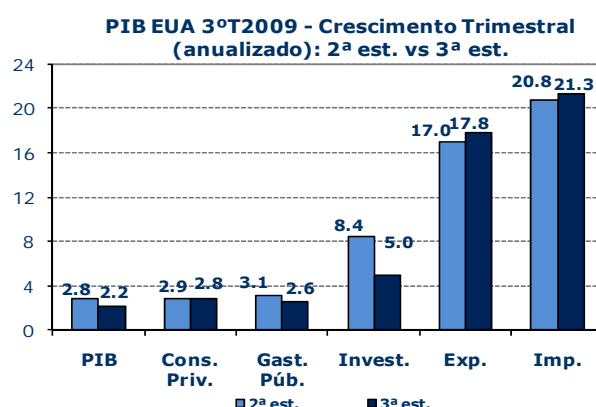
Os últimos dados divulgados para a economia americana deram conta de uma aceleração do crescimento no último trimestre de 2009. O crescimento terá sido impulsionado pelo Investimento Residencial, pelo Investimento Empresarial em Equipamentos e em Stocks, enquanto o Investimento em Estruturas (Construção Não-Residencial) deverá ter contraído. Já o contributo das Exportações Líquidas para o crescimento deverá ter sido menos negativo do que no trimestre anterior, enquanto o Consumo Privado terá crescido menos do que no 3ºT2009. No Imobiliário, os sinais revelaram-se mistos, demonstrando uma certa dependência do programa governamental de apoio à aquisição da 1ª casa, estando a recuperação sustentada do sector dependente dos desenvolvimentos ao nível do Mercado Laboral.

Começando ainda pelos dados relativos ao 3ºT2009, no final de Dezembro, foi conhecida a 3ª estimativa (final) para o PIB americano, que veio rever o crescimento trimestral (anualizado) em baixa, em 0.6 p.p., face ao que fora avançado na 2ª estimativa (-1.3 p.p., face à 1ª estimativa), para 2.2%, quando o mercado esperava uma manutenção da anterior estimativa. Em todo o caso, foi confirmado o regresso ao crescimento, após 4 trimestres consecutivos de contracção (-0.7%, no 2ºT2009), pondo termo à recessão iniciada em 2007, que provocou uma perda de 3.8% do PIB, a mais severa desde, pelo menos, 1947, ano em que se iniciam as séries trimestrais para a economia americana.

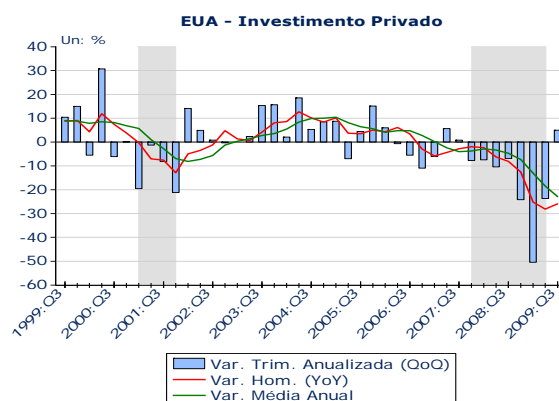


Esta revisão em baixa do PIB acabou por reflectir

as revisões efectuadas nas suas principais componentes, nomeadamente nos contributos do Investimento (-0.37 p.p., sendo que -0.18 p.p. se deveu à Variação de Existências), do Consumo Privado (-0.11 p.p.) e dos Gastos Públicos (-0.08 p.p.). Já o contributo das Exportações Líquidas foi revisto em alta, porquanto a revisão do contributo das Importações (-0.06 p.p.) foi mais do que anulada pela do das Exportações (+0.07 p.p.). Em todo o caso, mantiveram-se os sinais das variações das principais componentes.



Assim, no 3ºT2009, o Consumo Privado subiu 2.8% (-0.9%, no 2ºT2009), onde a componente de Bens Duradouros avançou 20.4% (+20.1%, na 2ª estimativa, e -5.6%, no 2ºT2009), suportada pelo aumento das Vendas de Automóveis, no âmbito do programa "cash for clunkers", de substituição de carros usados por veículos energeticamente mais eficientes. De resto, o comportamento das restantes componentes também acaba por reflectir os efeitos das políticas monetária e orçamental implementadas no 1º semestre com vista a evitar a entrada da economia numa depressão.



Na verdade, pela primeira vez em 8 trimestres, o

Investimento contribuiu positivamente para o crescimento da economia americana (+5.0% vs -23.7%, no 2ºT2009), destacando-se, nomeadamente, a componente de **Investimento Residencial**, que subiu 18.9% (+19.5%, na 2ª estimativa), após 14 trimestres consecutivos de contracção, um valor que confirma o cenário de recuperação no Imobiliário Residencial, que temos vindo a defender nos últimos meses.

Já a componente **Não-Residencial do Investimento em Capital Fixo** continuou a contribuir negativamente para o crescimento do PIB, tendo descido 5.9% face ao trimestre anterior (-4.1%, na 2ª estimativa), nomeadamente devido à queda do Investimento em Estruturas (essencialmente Imobiliário Não-Residencial), que caiu 18.4% (-15.1%, na 1ª estimativa), já que o Investimento das empresas em Equipamentos e *Software* subiu 1.5 (+2.3%, na 2ª estimativa), um sinal de que os próprios empresários também estão mais confiantes relativamente ao crescimento da Procura, podendo, no entanto, também estar a reflectir os efeitos de base favoráveis, porquanto esta componente do Investimento tinha caído durante 6 trimestres consecutivos, não sendo, todavia, de esperar uma forte recuperação, atendendo aos baixos níveis de Utilização da Capacidade Instalada.

EUA - Crescimento: Consumo e Investimento

	2ºT2009	3ºT2009		
		2ª est.	3ª est.	Δ (p.p.)
Cons. Priv.	-0.9	2.9	2.8	-0.1
Dur	-5.6	20.1	20.4	0.3
N. Dur	-1.9	1.7	1.5	-0.2
Serv	0.2	1.0	0.8	-0.2
Invest.	-23.7	8.4	5.0	-3.4
Fixo	-12.5	0.3	-1.3	-1.6
Fixo N Res.	-9.6	-4.1	-5.9	-1.8
Fixo Res.	-23.3	19.5	18.9	-0.6

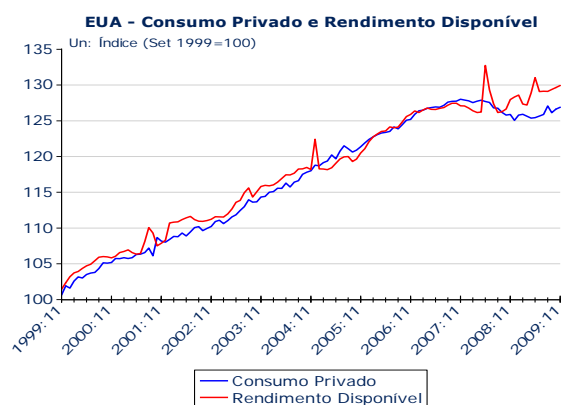
Fonte: BEA.

Destaque para o **Investimento em Stocks** (Variação de Existências), que embora tivesse sido negativo (pelo 6º trimestre consecutivo) e, dessa forma, concorresse negativamente para a formação do PIB, teve uma queda inferior à do trimestre anterior, pelo que o seu impacto no crescimento da economia americana acabou por ser positivo, pela 2ª vez nos últimos 8 trimestres (contribuindo com +0.69 p.p. para o crescimento do PIB, menos 0.18 p.p. do que na 2ª estimativa). Também em linha com o que já tínhamos sugerido

anteriormente, a propósito da evolução que se tinha observado na Balança Comercial, as Exportações Líquidas contribuíram negativamente para o crescimento (-0.81 p.p. vs -0.83 p.p., na 2ª estimativa), contrariamente ao sucedido nos três anteriores trimestres (+1.65 p.p., no 2ºT2009). Em todo o caso, observou-se uma forte recuperação das **Exportações** (+17.8% vs -4.1%, no 2ºT2009), mas com um crescimento inferior ao das **Importações** (+21.3% vs -14.7%, no 2ºT2009). Os **Gastos Públicos** continuaram a crescer (+2.6%), depois de já terem avançado 6.7% no trimestre anterior, sendo a única componente que atingiu máximos históricos.

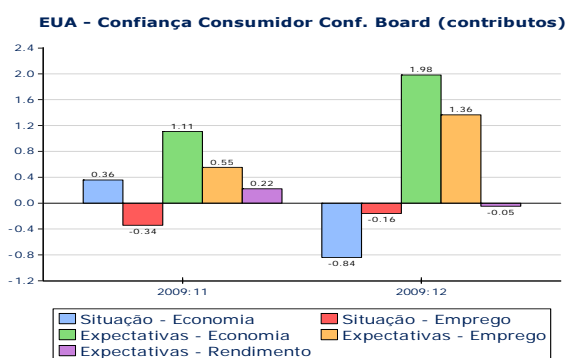
Entrando já no 4ºT2009, e começando pela análise do **Consumo Privado**, os dados mensais já disponíveis colocam, quase certa, uma nova expansão, no 4ºT2009, a 2ª consecutiva, algo que já não sucede desde o 4ºT2007.

Efectivamente, o **Consumo Privado**, em termos reais, subiu 0.2%, em Novembro, quando no mês anterior tinha crescido 0.4%. O Consumo de Bens Duradouros subiu 1.2% (+2.5%, em Outubro), reflectindo, nomeadamente, uma certa recuperação do mercado automóvel, agora que já não existem efeitos de base – nem favoráveis, nem desfavoráveis – associados aos benefícios fiscais, que terminaram no passado mês de Agosto. Assistiu-se, igualmente, a aumentos nos Bens Não-Duradouros (+0.6% vs +0.0%, em Outubro), mas nos Serviços registou-se uma ligeira descida (-0.1%), algo que acaba por até ser consistente com a queda do *ISM Non-Manufacturing* desse mês, mas também revela uma correcção face ao crescimento do mês anterior (+0.2%), o mais elevado desde Setembro de 2008.



Já no mês de Dezembro, os dados relativos à Confiança dos Consumidores apontaram para uma subida da Confiança.

Com efeito, em Dezembro, o **Índice de Confiança dos Consumidores**, medido pela **Conference Board**, subiu, pelo 2º mês consecutivo, 2.3 pontos, para 52.9 pontos. A melhoria das Expectativas sobre a evolução da Economia (para um máximo desde Julho de 2007, i.e., antes do início da crise do *sub-prime*) e sobre o Emprego foi determinante para o avanço da Confiança, já que os restantes três sub-índices tiveram um contributo negativo (muito marginal, no caso das Expectativas sobre o Rendimento). Na verdade, os sub-índices relativos à Situação da Economia e ao Emprego desceram para mínimos de Março de 2009 e Fevereiro de 1983, respectivamente.



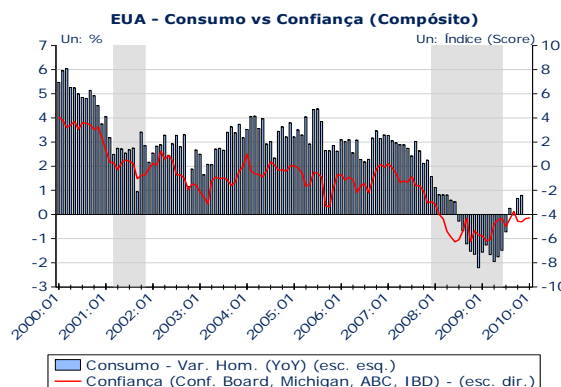
A descida da Confiança relativamente ao rendimento deverá estar a resultar não tanto da evolução recente do Rendimento Privado, mas, eventualmente, do ritmo dessa recuperação, que ainda não permitiu repor o rendimento perdido durante a recessão. Efectivamente, o **Rendimento Privado**, em Novembro, avançou 0.4%, depois de ter crescido 0.3% no mês anterior. Os Rendimentos do Trabalho subiram 0.3%, mais 0.2 p.p. do que em Outubro, um comportamento que já tínhamos admitido aquando da divulgação do Relatório do Emprego desse mês. Desde os mínimos do ciclo, atingidos no passado mês de Março, os Rendimentos do Trabalho já subiram 1.7%, pese embora, em termos homólogos, a variável ainda exiba uma queda de 2.8%, compreensível atendendo à forte perda de postos de trabalho na economia. O Rendimento Disponível Real manteve, em Novembro, o crescimento de 0.2%. A **Taxa de Poupança** permaneceu nos 4.7%, mas assistiu-se a uma revisão em alta dos dados de Outubro, em 0.3 p.p..

Em Dezembro, o **Indicador de Confiança dos Consumidores**, publicado pela **Universidade de Michigan**, também apontou para uma subida de 5.1 pontos, para 72.5 pontos, recuperando, assim, grande parte das descidas ocorridas nos dois meses anteriores, porquanto ficou, apenas, a 1 ponto do registo de Setembro, que corresponde ao valor mais elevado desde Janeiro de 2008.

EUA - Confiança dos Consumidores

Ind. Confiança	Valor		Variação	
	Nov-09	Dez-09	Nov-09	Dez-09
<i>Conference Board</i>	50.6	52.9	1.9	2.3
<i>ABC</i>	-45	-44	6	1
<i>IBD</i>	47.9	46.8	-0.8	-1.1
<i>Michigan</i>	67.4	72.5	-3.2	5.1

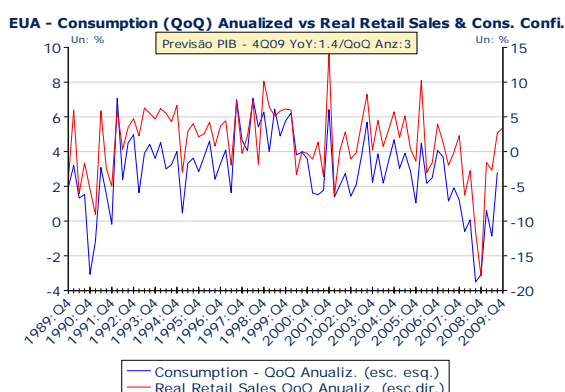
Assim, em Dezembro, dos quatro principais Indicadores de Confiança, três subiram (*Conference Board*, *Michigan* e *ABC*), tendo apenas o da *IBD/TIPP* caído, conduzindo o **Indicador Compósito para a Confiança dos Consumidores**, calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio (média standardizada dos indicadores), a subir para o valor mais elevado desde Setembro de 2009, mês em que atingiu os máximos desde Janeiro de 2008.



Para além dos indicadores qualitativos, foram já conhecidos indicadores quantitativos para o mês de Dezembro, tendo as Vendas de Carros (em número de unidades) surpreendido pela positiva, embora, acabasse por observar uma diminuição em valor, situação que também impulsionou uma queda nas **Vendas a Retalho**, que desceram 0.3%, após dois meses consecutivos de subidas e corrigindo do valor mais elevado desde Outubro de 2008, surpreendendo o mercado, pela negativa, porquanto esperava um crescimento de 0.5%. Todavia, a forte revisão em alta do crescimento dos dois meses anteriores, especialmente em

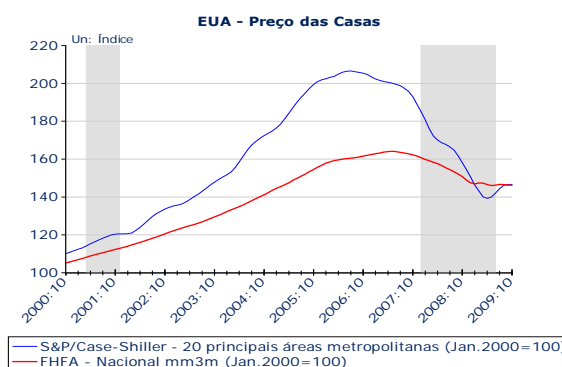
Novembro, de 1.3% para 1.8%, acaba por dar um toque bem mais positivo ao Relatório. Além disso, admite-se que as condições atmosféricas adversas sentidas nos EUA em grande parte do mês de Dezembro também possam ter pesado negativamente na performance do sector. Com efeito, as Vendas, no 4ºT2009, foram superiores em 0.1% às que teriam sido observadas caso: i) não tivesse ocorrido uma revisão em alta dos dados dos dois meses anteriores; ii) as Vendas de Dezembro tivessem saído em linha com o Consenso. Neste sentido, depois de, no 3ºT2009, as Vendas terem subido 6.4%, em termos anualizados, após quatro trimestres consecutivos de contracção, no 4ºT2009, as Vendas exibiram um crescimento anualizado de 7.0%, o mais elevado crescimento desde o 4ºT2007, o último trimestre do anterior período de expansão da economia americana.

Assim, não obstante a queda das Vendas, em Dezembro, não nos restam dúvidas relativamente ao cenário de recuperação do Consumo Privado, no 4ºT2009, pelo 2º trimestre consecutivo, algo que também só teve paralelo no anterior período de expansão. Com efeito, os dados das Vendas a Retalho e da Confiança do Consumidor sinalizam um crescimento na ordem dos 3.0%, um dado que consideramos um tanto excessivo tendo em consideração a informação já actualmente disponível para Outubro e Novembro, que, ainda assim, admitimos que possa ser revista em alta, como sucedeu com as Vendas a Retalho. Por conseguinte, continuamos a apontar para um crescimento trimestral anualizado do Consumo Privado, no 4ºT2009, entre 1.5% e 2.0%.



E no que diz respeito ao **Mercado Imobiliário**, os dados divulgados revelaram uma elevada volatilidade, tendo-se observado uma certa

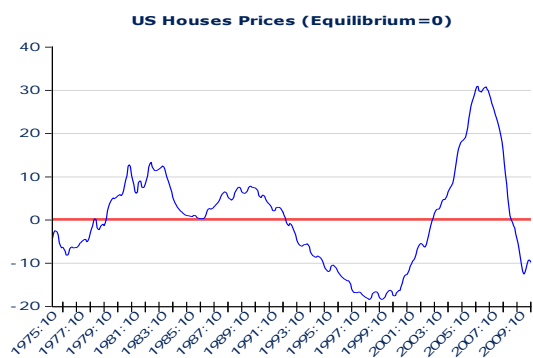
dependência do programa de incentivo à aquisição da 1ª casa. As transacções subiram, em termos médios, ao longo do 4ºT2009, mas os dados relativos a Novembro exibiram fortes quedas, com o aproximar do termo do Programa de Incentivo à aquisição da 1ª casa. A Confiança dos Construtores caiu, reflectindo os dados das transacções de Casas Novas, ainda que tal não os tenha impedido de prosseguir com o licenciamento de novas habitações, muitas delas ainda não iniciadas, devido às condições meteorológicas adversas ocorridas no 4ºT2009, ou reflectindo o referido cepticismo relativamente à evolução das Vendas. Os Gastos na Construção no segmento Residencial cresceram, em termos médios, devendo ter contribuído positivamente para o crescimento da economia, no 4ºT2009. Ao nível dos Preços, continuou-se a assistir a uma recuperação, contribuindo para corroborar o cenário de estabilização deste mercado.



Com efeito, os Preços das Casas nas 20 principais áreas metropolitanas dos EUA, segundo o **Índice de Preços de Casas (S&P/Case-Shiller)**, registaram, em Outubro, uma queda homóloga de 7.28% (-9.27%, em Setembro), a menor queda desde Outubro de 2007. Em termos mensais, o índice corrigido de sazonalidade avançou 0.4%, a 5ª subida consecutiva, quando, em Setembro, havia crescido 0.2%, colocando os preços (ajustados) no valor mais elevado desde Janeiro de 2009. O índice nacional da **FHFA**, que, geralmente, antecipa a variação mensal do **S&P/Case-Shiller** com um a dois meses, subiu 0.6%, contudo, precedida de uma queda de 0.4% no mês anterior. Ainda assim, recentemente, tem-se denotado uma certa descolagem entre as variações dos dois índices, visível, nomeadamente, através das variações homólogas: enquanto o **S&P/Case-Shiller** cai, ainda, 7.28%, o da **FHFA** desce, apenas, 1.9%. Tal resulta do facto da

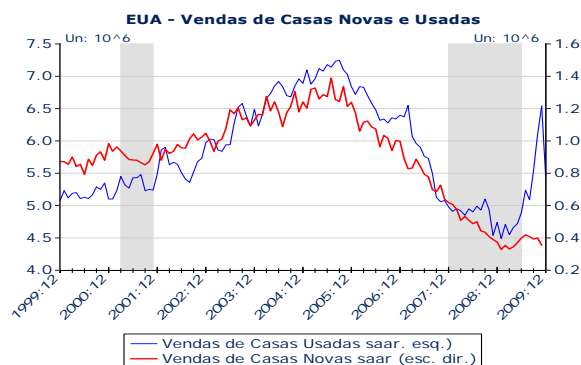
“bolha” ter sido bem mais evidente nas 20 principais áreas metropolitanas do que na média nacional, estando, agora, o valor dos dois índices em níveis relativamente semelhantes.

E como já temos vindo a afirmar em anteriores comentários, a estabilização dos preços é essencial para que, quer as famílias, quer os promotores, deixem de adiar as suas decisões, os primeiros, de aquisição de casa, os segundos, de investimento em novos projectos, sendo essencial para o crescimento do Investimento Residencial. Além disso, é fundamental, também, para o crescimento do Consumo Privado, quer por via do efeito riqueza, quer por via da utilização do imóvel como colateral em operações de crédito. Além disso, a subida dos preços revela-se fulcral para a própria estabilidade do Sistema Financeiro, por conta, nomeadamente, de uma redução das provisões associadas ao crédito hipotecário que, recorde-se, constituiu um dos factores que esteve na génese da crise financeira e da recessão económica. Assim, depois do mercado imobiliário ter apresentado um excesso de valorização na ordem dos 30%, as quedas sucessivas trouxeram os preços para valores que exibem uma subvalorização, a avaliar pelo modelo de longo-prazo desenvolvido pelo Departamento de Estudos do Montepio para o mercado imobiliário norte-americano, que, mesmo com as recentes subidas, sinaliza, para o caso do índice *S&P/Case-Shiller*, uma subvalorização na ordem dos 10%.

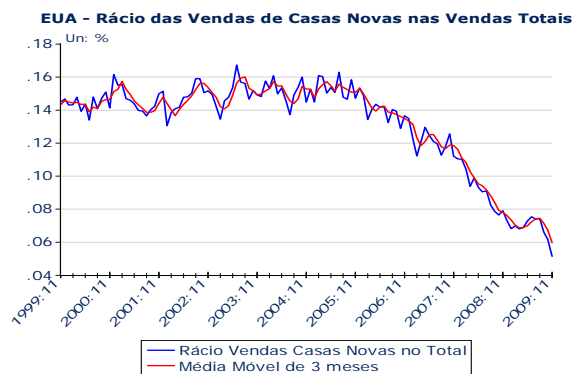


Ao nível das transacções, em Novembro, as **Vendas de Casas Usadas** registaram uma forte subida mensal (+7.4%), para um ritmo anual de 6.54 milhões de casas, o valor mais elevado desde Fevereiro de 2007, ficando 45.7% acima do observado em Março, que corresponde ao mínimo histórico da série. Igualmente positiva foi a descida de 1.3% do **Stock de Casas Usadas para Venda**, para 3.518 milhões de casas, o que

representa uma queda de 15.5%, em termos homólogos. Tendo por base os dados ajustados de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), o *Stock* recuou 0.2% face ao mês anterior, encontrando-se, actualmente, cerca de 23.4% abaixo dos máximos, que se estima que tenham sido atingidos no início de 2008, embora esteja, ainda, cerca de 23.1% acima da média histórica no período 1999-2009.



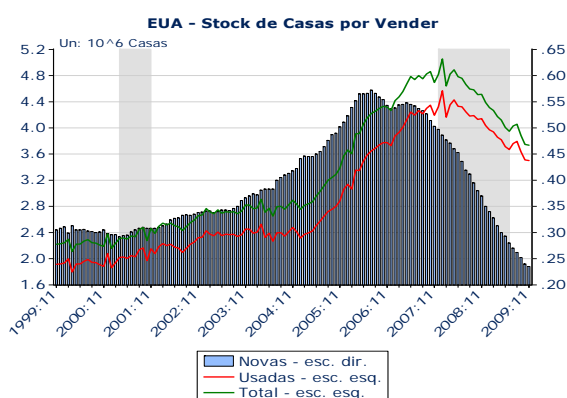
Todavia, as **Vendas de Casas Novas** registaram uma forte descida, em Novembro, de 11.3%, para 355 mil casas, o valor mais baixo desde Abril. A elevada volatilidade do mercado nos últimos meses não poderá ser dissociada do programa de incentivo à aquisição da primeira casa (crédito fiscal de 8 mil dólares), cujo término estava previsto para o final do mês de Novembro, e que, no início desse mês, viu o Congresso aprovar o seu prolongamento até Abril de 2010, bem como a sua extensão a outras aquisições. Daí o comportamento claramente distinto, em Novembro, entre as Vendas de Casas Novas e as de Casas Usadas, com as primeiras a descerem fortemente e as segundas a subirem.



Esta tendência pode ser explicada por dois factores. Por um lado, as execuções hipotecárias e o elevado *Stock* de Casas Usadas para Venda tem

pressionado mais intensamente em baixa os preços nas Casas Usadas do que nas Novas, o que acaba por atrair mais compradores, situação que se reflecte numa diminuição do peso das Vendas de Casas Novas no total das transacções.

Por outro lado, as Vendas de Casas Usadas dizem respeito a contratos previamente assinados (Outubro e Setembro), enquanto as Vendas de Casas Novas correspondem a contratos efectuados no próprio mês, pelo que um conjunto significativo de consumidores não terá deixado “para a última hora” a possibilidade de aproveitarem o referido crédito fiscal, podendo ter antecipado as aquisições. A prova disso é que o número de **Contratos Assinados para Venda de Casas Usadas** de Novembro registou uma forte descida de 16.0%, após 9 meses consecutivos de subidas, tendo acumulado um ganho de 42.2%, para o nível mais elevado desde Março de 2006. Trata-se de uma queda superior à que fora observada nas Vendas de Casas Novas (-11.3%), ademais porque a subida nos Contratos Assinados fora bem superior à que se tinha registado nas Vendas de Casas Novas, patente, nomeadamente, na variação homóloga dos primeiros (+19.3%), comparativamente à das segundas, que até registam uma queda homóloga (-9.0%). Neste sentido, este indicador sinaliza uma forte descida mensal das Vendas de Casas Usadas para o mês de Dezembro, sendo que a Associação Nacional de Mediadores Imobiliários americanos (NAR) espera um abrandamento das Vendas de Casas Usadas até ao início da Primavera, devendo nos últimos meses do programa assistir-se, de novo, a fortes subidas.

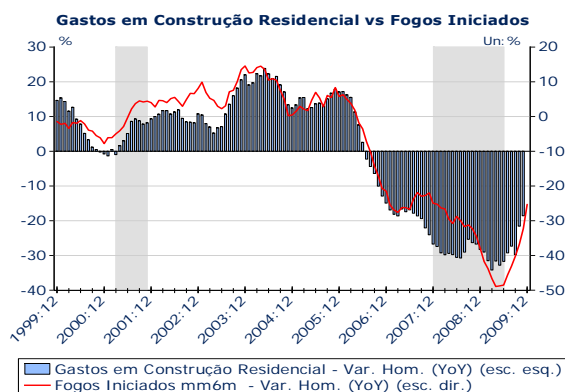


Apesar da forte retracção das Vendas, os **Stocks de Casas Novas** desceu 2.1%, pelo 31º mês consecutivo, para 235 mil casas, encontrando-se,

actualmente, em mínimos desde Abril de 1971 e abaixo da sua média histórica (327.8 mil, no período 1963-2009). Considerando o *Stock* total de Casas, este desceu para o valor mais baixo desde Março de 2006.

Esta queda nos *Stocks* favorece o **Investimento Residencial**, estando a informação actualmente disponível a apontar para uma subida trimestral, não obstante o número de Fogos Iniciados, no 4ºT2009, ter sido inferior ao do trimestre anterior, dado que, como dissemos, poderá estar associado a condições climáticas menos favoráveis. Já a Construção Não-Residencial terá registado mais um trimestre negativo.

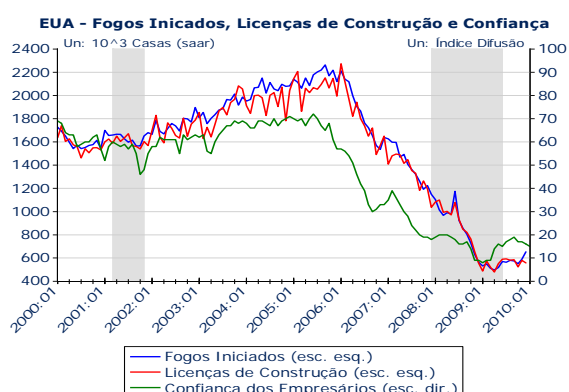
Assim, os **Gastos na Construção** caíram 0.6%, em Novembro, depois de já terem descido 0.5% no mês anterior. Os Projectos Residenciais desceram 1.6%, corrigindo, parcialmente, a forte subida do mês anterior (+4.5%), enquanto a componente Não-Residencial caiu 0.2% (-2.5%, no mês anterior). Em termos homólogos, a queda dos Projectos Residenciais continua a ser superior (-18.6%) à da componente Não-Residencial (-10.9%), não obstante, nos últimos meses, se ter observado uma recuperação no Imobiliário Residencial e uma quebra no Não-Residencial, com este último a ser penalizado pelos riscos que já tínhamos identificado ao nível do Imobiliário Comercial, atendendo à redução das taxas de ocupação destes espaços.



Também em consonância com o que tínhamos antecipado, mormente, depois de os Fogos Iniciados e as Licenças de Construção já terem atingido mínimos, durante o 1º semestre de 2009, seria expectável uma recuperação do Investimento Residencial, embora ainda subsistam dúvidas quanto ao *timing* dessa recuperação, o que significa que não será de excluir que esta

componente possa assumir, pontualmente, contracções, como, de resto, sucedeu no mês de Novembro. No 4ºT2009 (ainda com os dados de Dezembro em falta), os Gastos na Construção estão a cair 8.6%, em termos anualizados, depois de terem descido 13.8%, no 3ºT2009, mas com a componente Residencial a estar, agora, a crescer 18.6%, após uma descida de 2.4% no trimestre anterior. Já a componente Não-Residencial continua a cair, cerca de 17.4% (-17.6%, no 3ºT2009).

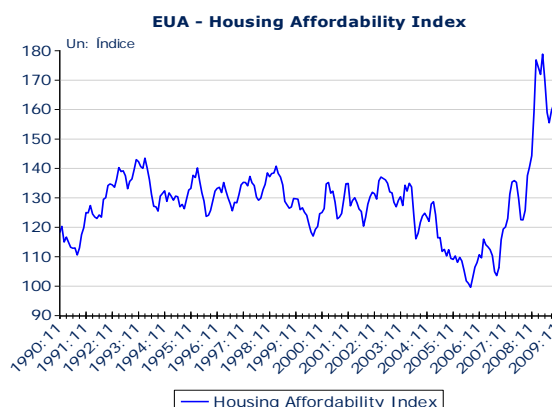
Na verdade, à semelhança de Novembro, também em Dezembro se pode assistir a uma redução dos Gastos na Construção Residencial, se os factores que estiverem por detrás do movimento observado no número de **Fogos Iniciados** se reflectirem, de um modo geral, nas construções já iniciadas. Com efeito, o número de Fogos Iniciados desceu 4.0%, para um valor anualizado de 557 mil. Todavia, assistiu-se a uma ligeira revisão em alta dos dados do mês anterior, de 574 mil para 580 mil. Os Fogos Iniciados caíram para o valor mais baixo desde Outubro, mas ainda ficaram 16.3% acima do registo de Abril (479 mil), que representa o mínimo desde, pelo menos, 1959. Este comportamento relativamente volátil no último trimestre poderá estar a reflectir as condições meteorológicas extremas: o mês de Outubro foi o mais chuvoso em 115 anos, o mês de Novembro o 3º mais quente e o mês de Dezembro o 14º mais frio e o 11º mais chuvoso. Comparando os registos do 4ºT2009 com a média do trimestre anterior, constata-se que os Fogos caíram 5.6%, depois de, no trimestre anterior, terem subido 8.6%.



Já as **Licenças de Construção** revelam um cenário mais animador do que o dos Fogos, até porque são menos dependentes das condições atmosféricas, tendo subido 10.9%, para um ritmo anual de 653 mil, o valor mais elevado desde

Outubro de 2008, ficando 31.1% acima do mínimo da série iniciada em 1960, que foi observado no mês de Abril (498 mil).

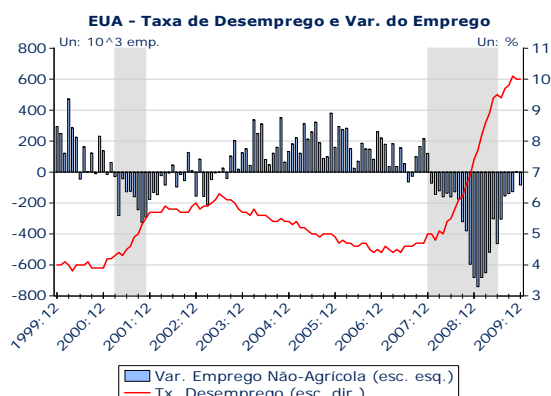
Os dados das Licenças sinalizam, assim, uma recuperação moderada do Mercado Imobiliário, revelando-se mais positivos do que o dado do **Índice de Confiança na Construção de Habitações**, publicado pela *NAHB (National Association of Home Builders)*, que, já no mês de Janeiro, caiu um ponto, para 15 pontos, um mínimo desde Junho de 2009, ficando 4 pontos abaixo do registo de Setembro, que corresponde a um máximo desde Maio de 2008. A *NAHB* continua a considerar que, do ponto de vista da capacidade de pagamento das prestações (*"affordability"*), o actual momento é dos melhores para avançar para a aquisição de uma casa, decorrente das baixas Taxas de Juros, dos Preços atractivos, bem como dos programas de incentivos à aquisição da 1ª casa (crédito fiscal de 8 mil dólares), que, em Novembro de 2009, foi estendido até Abril deste ano e expandido a outras aquisições.



Todavia, os consumidores mantêm-se cautelosos, aguardando por melhorias ao nível do Emprego e da Confiança. Além disso, a *NAHB* considera que a concorrência com as Casas Usadas, decorrente do aumento das execuções hipotecárias, continua a penalizar o mercado de Casas Novas. Na verdade, a recuperação sustentável do Mercado Imobiliário está bastante dependente da própria evolução do Mercado Laboral e do Mercado de Crédito, cuja inversão de ciclo poderá ocorrer nos próximos meses.

E foi justamente o **Relatório do Emprego**, o relatório mensal mais aguardado pelos investidores, que mereceu, como sempre, a maior atenção do mercado, tendo surpreendido, pela

negativa, essencialmente ao nível do seu número principal: a Variação do Emprego Não-Agrícola.



Assim, em Dezembro, de acordo com o Inquérito às Famílias, a **Taxa de Desemprego** manteve-se nos 10.0%, ficando, por isso, 0.1 p.p. abaixo do registo de Outubro, que foi revisto em baixa, em 0.1 p.p., constituindo, agora, um máximo desde Abril de 1983. Refira-se, contudo, que a contribuir para a manutenção da Taxa de Desemprego esteve a redução da População Activa, com a passagem de Desempregados que não procuraram emprego nas últimas 4 semanas para a População Inactiva.

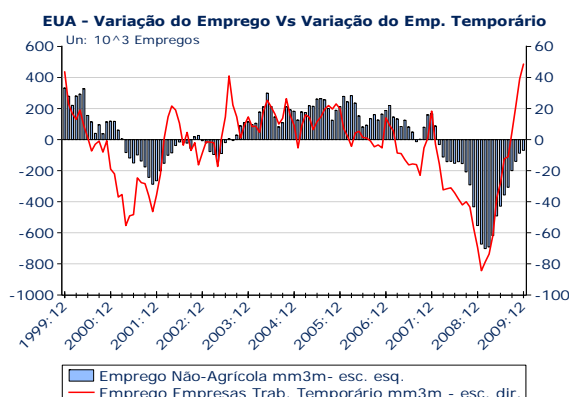
Todavia, mais do que no Inquérito às Famílias, os mercados acabam por concentrar a atenção no Inquérito aos Empregadores, porquanto tem um erro de amostragem inferior e porque não depende do conceito de População Activa. No Inquérito aos Empregadores, o principal número de todo o Relatório do Emprego, a **Variação do Emprego Não-Agrícola**, revelou-se pior do que o esperado, ao apontar para uma contracção do Emprego, no mês de Dezembro, de 85 mil postos de trabalho, quando o Consenso apontava para uma manutenção do Emprego. Todavia, é de destacar, pela positiva, que, de acordo com os dados revistos para o mês de Novembro, a economia americana, pela 1ª vez desde Dezembro de 2007 (o início da recessão), terá criado postos de trabalho, cerca de 4 mil (a estimativa do mês anterior apontava para uma perda de 11 mil empregos), embora a perda estimada para Outubro tenha sido superior à divulgada anteriormente (-127 mil vs -111 mil). Igualmente pela positiva destaca-se o facto de, no 4ºT2009, a economia ter perdido, em média, 69 mil postos de trabalho por mês, quando, no 1ºT2009, perdeu 10 vezes mais (691 mil, em média).

EUA - Variação do Emprego Não-Agrícola

Emprego Não-Agrícola	Mensal		desde Dez-07	
	Nov	Dez	Nov	Dez
Variação Total	4	-85	-7 157	-7 242
Público	4	-21	119	98
Privado	0	-64	-7 276	-7 340
Serviços	58	17	-3 554	-3 537
Trabalho Temp.	55	47	-2 120	-2 147
Indústria Transf.	-35	-27	-2 120	-2 147
Construção	-27	-53	-1 563	-1 616
Extractiva	4	-1	-39	-40
Taxa de Desemprego	10.0	10.0	5.1	5.1

Fonte : Bureau of Labor Statistics.

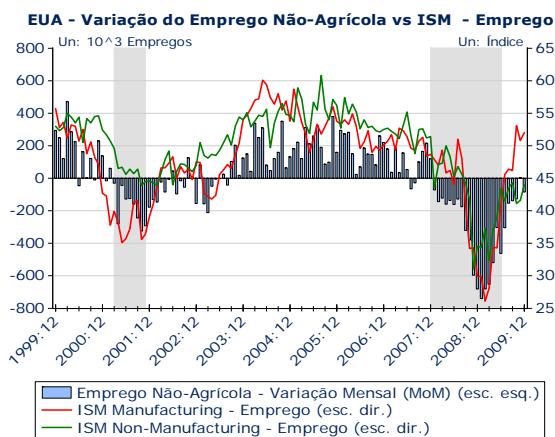
As **Empresas de Trabalho temporário** registaram o 5º aumento mensal consecutivo dos seus efectivos, tendo acrescentado 47 mil postos de trabalho, e sinalizando, para breve, a criação líquida de empregos na economia americana. Na verdade, trata-se de um indício de que, perante os primeiros sinais de recuperação, os empresários têm optado por esta forma de contratação bem mais flexível (e precária).



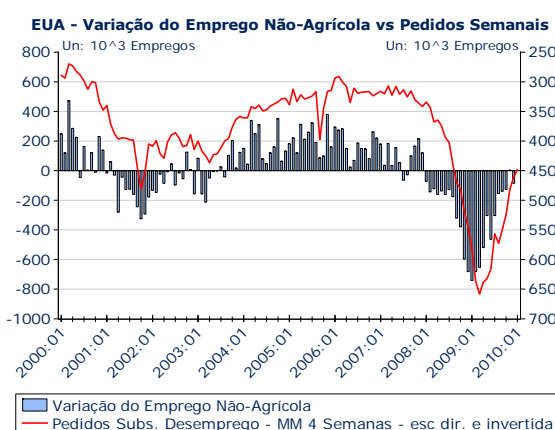
Importa ainda referir que, parte destas perdas de postos de trabalho podem estar associadas a factores que não reflectem a actual dinâmica de recuperação: o Sector Público perdeu postos de Trabalho, quando no mês anterior tinha criado, e o Sector da Construção perdeu o dobro dos postos de trabalho do mês anterior, algo que também poderá estar associado às condições meteorológicas adversas, sentidas durante o mês de Dezembro.

Efectivamente, em Dezembro, o Sector Público perdeu 21 mil empregos, quando no mês anterior tinha criado 4 mil, mas sendo o único sector que criou postos de trabalho desde Dezembro de 2007 (+98 mil). No Sector Privado, foram perdidos 64 mil empregos, tendo a Indústria Transformadora perdido 27 mil empregos (-35 mil, no mês

anterior), contrariamente ao que fora sinalizado pela componente de Emprego do *ISM Manufacturing*, que, em Dezembro, pelo 3º mês consecutivo, se situou acima do limiar da expansão.



A Construção perdeu 53 mil postos de trabalho, cerca do dobro da queda do mês anterior (-27 mil). Já o Sector dos Serviços, impulsionado pelo referido aumento de 47 mil empregos nas Empresas de Trabalho temporário, viu o Emprego subir em 17 mil postos de trabalho, pelo 2º mês consecutivo, mas menos do que no mês anterior (+58 mil), algo que já não acontecia desde Dezembro de 2007 e contradizendo a indicação dada pela componente de Emprego do *ISM Non-Manufacturing*, que, não obstante ter subido, permaneceu abaixo do limiar da expansão.



A expectativa do Consenso de que no mês de Dezembro se podia assistir a uma manutenção do Emprego não era apenas um desejo, mas estava, antes, suportada num conjunto significativo de indicadores sobre o Mercado de Trabalho que vêm evidenciando uma contínua redução da

deterioração deste mercado. Com efeito, os dados semanais do **Desemprego Registrado** tinham revelado leituras favoráveis e consistentes com o cenário de uma relativa estabilização do Emprego, naquele mês.

Ademais, de acordo com a *Challenger, Gray & Christmas Inc.*, o número de despedimentos anunciados pelas empresas americanas, no mês de Dezembro, caiu 72.9% comparativamente a igual período de 2008 (-72.3%, no mês anterior), o que representa a 7ª queda consecutiva, quando, entre Março de 2008 e Maio de 2009, apenas se tinham registado aumentos homólogos nos despedimentos.

Os dados das **Horas Trabalhadas por Semana** saíram em linha com o esperado, tendo permanecido inalteradas, nas 33.2 horas, depois de, no mês anterior, terem observado o maior aumento desde Março de 2003, recuperando do mínimo histórico da série criada em 1964. As **Remunerações por Cada Hora de Trabalho** subiram 0.2%, em linha com o esperado pelo mercado e com o observado no mês anterior, cujo valor até foi revisto em alta, em 0.1 p.p.. Em termos homólogos, observou-se um crescimento de 2.2%, menos 0.1 p.p. do que o observado em Novembro, o mais baixo crescimento homólogo desde Agosto de 2004, mas surpreendendo, pela positiva, as estimativas de Consenso, que apontavam para um crescimento ligeiramente inferior, em 2.1%.

Conclui-se, portanto, que estes dados, não obstante a ligeira queda no Emprego Não-Agrícola, revelam-se consistentes com mais uma evolução positiva no Rendimento Privado no mês de Dezembro, nomeadamente na componente de Remunerações do Trabalho, que, em Abril de 2009, iniciou um movimento ascendente. Os desenvolvimentos ao nível do Mercado Laboral serão, assim, fundamentais para que a retoma se torne sustentável, possibilitando, nomeadamente, que o Governo possa começar a corrigir os desequilíbrios orçamentais com que está, actualmente, confrontado.

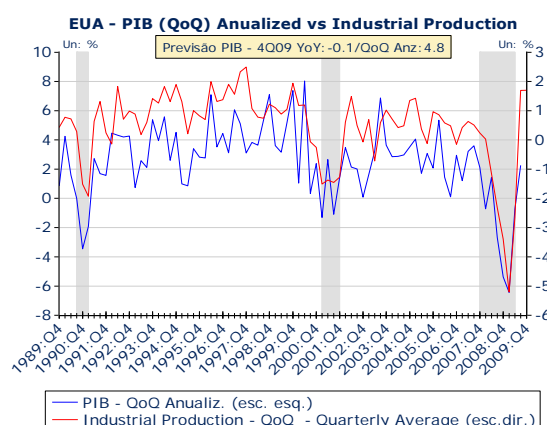
Efectivamente, em Dezembro, o **Défice Orçamental** foi de 91.9 mil milhões de dólares, o maior Déficit jamais registado num mês de Dezembro, e quando, no mesmo mês de 2008, se tinha observado um Déficit de 51.8 mil milhões de dólares. Em resultado, nos 3 primeiros meses do

actual ano fiscal, o valor do Défice atingiu 388.5 mil milhões de dólares, um valor superior em 16.8% ao Défice registado no anterior ano fiscal no mesmo período. As despesas com o *TARP* (*Troubled Asset Relief Program*) desceram fortemente, de 91.2 mil milhões de dólares para 6.2 mil milhões de dólares. Nesse sentido, o aumento do défice resulta do aumento das despesas, penalizadas pelo aumento do Desemprego e pelos planos de recuperação económica, como também da diminuição da receita, decorrente da queda da actividade económica. As estimativas do Governo e do *Congressional Budget Office*, um órgão não partidário de apoio ao Congresso, apontam para que, pelo 2º ano fiscal consecutivo, o Défice ultrapasse o 1 bilião de dólares (*trillion*). Como forma de redução do Défice, o Governo tenciona lançar uma taxa sobre as instituições Financeiras, com o objectivo de angariar cerca de 120 mil milhões de dólares.

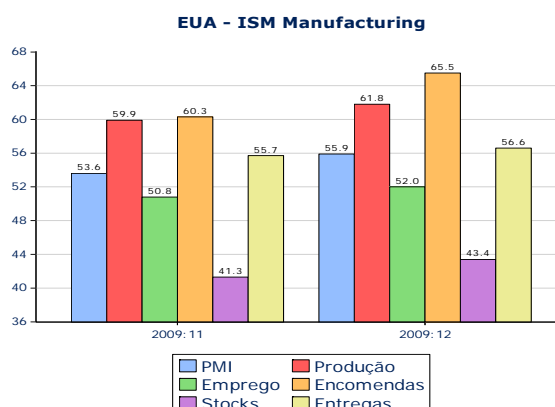
Apesar da queda no Emprego no **Sector Industrial**, a Produção manteve o comportamento ascendente ao longo de todo o 4ºT2009.

Assim, a **Produção Industrial** cresceu 0.6%, em Dezembro, impulsionada pela forte subida da Produção das *Utilities* (+5.9%), reflectindo, simultaneamente, o facto de esse mês ter sido especialmente frio e de o anterior ter sido anormalmente ameno. Já a Produção na Indústria Transformadora (*Manufacturing*) surpreendeu pela negativa, ao cair 0.1%, depois de ter observado um forte crescimento no mês anterior (+0.9%), constituindo, assim, o verdadeiro dado negativo de todo o Relatório, situação que também poderá ter reflectido essas mesmas baixas temperaturas.

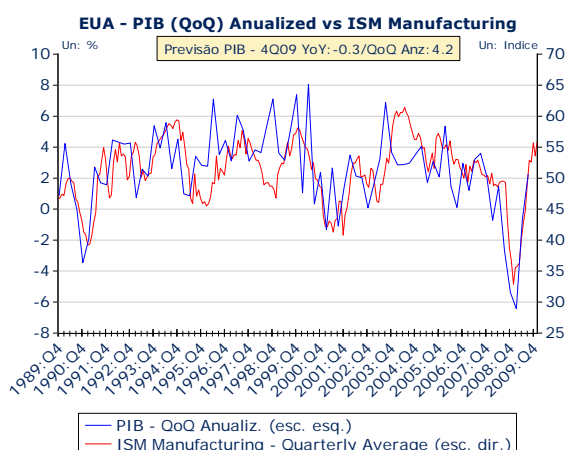
No 4ºT2009, a Produção Industrial registou um crescimento trimestral anualizado de 7.0%, em ligeira aceleração face ao crescimento observado no trimestre anterior (+6.9%, cujo valor foi revisto em alta, em 0.9 p.p.). Trata-se, assim, do 2º crescimento trimestral consecutivo, após 5 trimestres de contracção e do maior desde o 4ºT1999, sinalizando um crescimento de 4.8% da economia americana, no 4ºT2009.



A queda da Produção na Indústria Transformadora contrasta com o comportamento do *ISM Manufacturing*. Na verdade, em Dezembro, o **ISM Manufacturing (PMI)** subiu de 53.6 para 55.9 pontos, o valor mais elevado desde Abril de 2006, com avanços nas 5 componentes, particularmente na de Novas Encomendas, continuando a componente de Produção a sinalizar crescimentos robustos. Realce, ademais, para o facto destas melhorias ao nível das Encomendas continuarem a ter eco nos indicadores quantitativos, porquanto, em Novembro, as **Encomendas Industriais** subiram, pelo 3º mês consecutivo, acima do esperado pelo mercado, para o valor mais elevado desde Novembro de 2008.

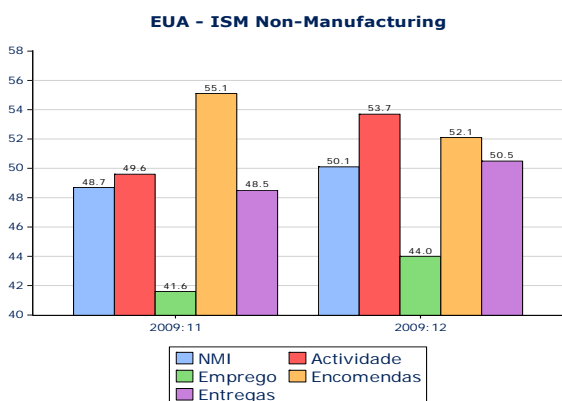


Em termos trimestrais, revela-se consistente com um crescimento médio trimestral (anualizado) de 4.2%, no 4ºT2009, um valor na ordem do perspectivado, actualmente, pelo Consenso (+4.5%), e ligeiramente superior ao que era sinalizado apenas com os registos de Outubro e Novembro (+4.1%).



O ritmo de recuperação da economia tem sido, todavia, assimétrico, com o Sector dos Serviços e, de um modo geral, as Pequenas Empresas, a não beneficiarem tão intensamente da retoma.

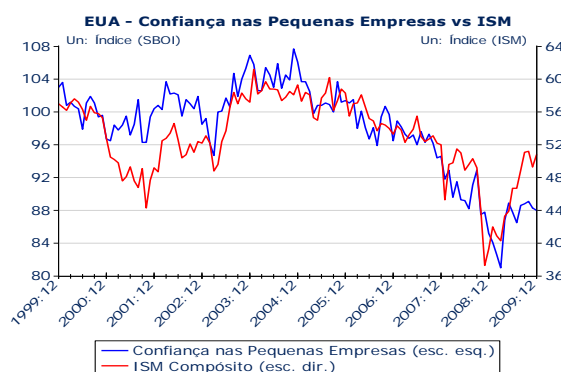
Em todo o caso, em Dezembro, o **ISM Non-Manufacturing (NMI)** voltou a ultrapassar os 50 pontos, avançando, todavia, menos do que o esperado. Destaca-se, pela positiva, a forte subida da componente de Actividade e, pela negativa, a queda da componente de Novas Encomendas, embora apenas a de Emprego permaneça em terreno negativo.



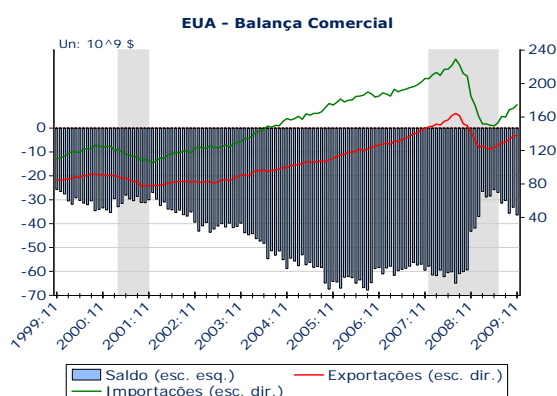
O Índice **ISM Composite – Production**, um indicador calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio com base nas componentes de Produção/Actividade dos dois surveys (o mesmo procedimento utilizado no cálculo do *PMI* Compósito da Zona Euro), subiu, continuando a sinalizar um aumento da Produção/Actividade no mês de Dezembro, pelo 5º mês consecutivo e pela 6ª vez nos últimos 7 meses, tendo avançado de 50.8 para 54.6 pontos. Neste sentido, o indicador ficou abaixo do registo de Outubro (56.1 pontos),

que corresponde ao valor mais elevado desde Junho de 2007, mas acima da leitura de Novembro de 2007, o último mês do anterior período de expansão da economia americana, sinalizando, assim, um crescimento relativamente robusto da economia americana no mês de Dezembro.

Já a **Confiança nas Pequenas Empresas** registou a 2ª queda mensal consecutiva, e após ter atingido, em Outubro, o valor mais elevado desde Setembro de 2008, tendo caído 0.3 pontos, para 88.0 pontos, um mínimo desde Julho de 2009. Na verdade, mesmo antes destas duas quedas, o valor do índice ainda permanecia em valores recessivos, porquanto as grandes empresas têm beneficiado mais intensamente da recuperação da Procura Externa, enquanto as pequenas empresas, que vivem essencialmente do mercado interno, são especialmente afectadas pelo elevado nível do Desemprego americano (próximo dos máximos de 26 anos) e pelos critérios mais restritivos de concessão de crédito, quer às próprias empresas, quer aos particulares (o Crédito ao Consumo, em Novembro, observou a 14ª queda nos últimos 16 meses). Neste sentido, acentuou-se a divergência entre o sentimento nas pequenas empresas e o das grandes empresas, que acabam por estar mais representadas no *ISM*.



Na verdade, no mês de Novembro, reflectindo a recuperação da Procura Externa e a queda do Dólar (o *Dollar Index* desceu 0.9%, naquele mês), as **Exportações** aumentaram pelo 7º mês consecutivo, subindo 0.9% face a Outubro (+2.7%, no mês anterior). Todavia, as **Importações** ainda subiram mais, 2.6% (+0.7%, em Outubro), tendo as Importações de Petróleo avançado 6.8%, um dado que não pode ser dissociado dos Preços das Importações desta *commodity* (+6.3%).



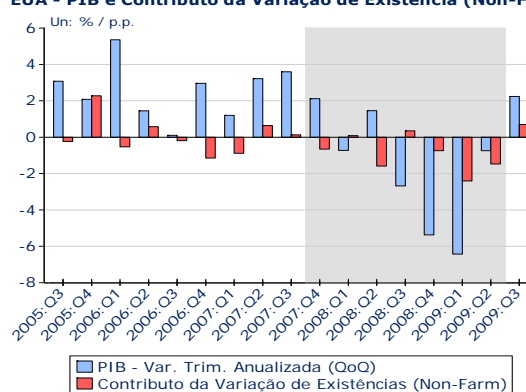
Consequentemente, o **Défice da Balança Comercial** subiu 9.7%, para 36.4 mil milhões de dólares. Em termos médios (ainda com o dado de Dezembro em falta), observa-se um crescimento trimestral anualizado de 32.0% do Déficit, no 4^oT2009, sugerindo, novamente, um contributo negativo das Exportações Líquidas para o PIB americano, mas inferior ao observado no trimestre anterior, em que o Déficit aumentou 106%, em termos anualizados.

Para além da recuperação da Procura Externa, um importante factor que continuará a suportar a recuperação da Produção Industrial prende-se com o ajustamento dos *Stocks*. Na verdade, não obstante, em Novembro, os **Stocks dos empresários** (Comércio e Indústria) norte-americanos terem subido, pelo 2^o mês consecutivo, após 13 meses de contracção, as Vendas totais na economia avançaram 2.0%, para um máximo desde Novembro de 2008, tendo subido em todos os segmentos: no Retalho (+1.9%), nos Grossista (+3.3%) e na Indústria (+1.0%). Consequentemente, o rácio entre os *Stocks* e as Vendas caiu para mínimos desde Julho de 2008, devendo suportar subidas adicionais na Produção no futuro. Relativamente ao 4^oT2009, não nos restam grandes dúvidas de que a Variação de *Stocks* terá um importante contributo para o crescimento do PIB, depois de, no 3^oT2009, já ter contribuído positivamente (+0.7 p.p.), ainda que à custa, unicamente, do facto da queda nos *Stocks* ter sido inferior à do trimestre anterior.

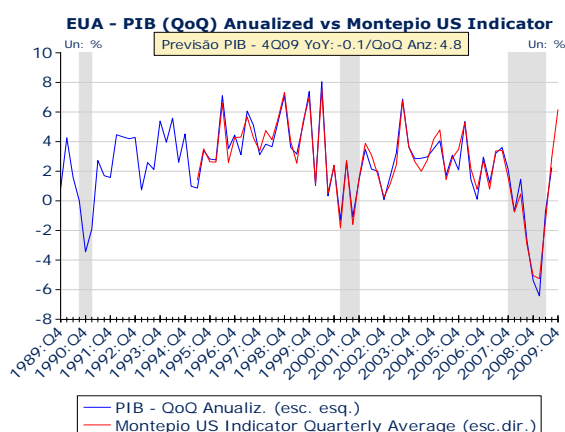
Também ao nível do **Investimento Empresarial em Equipamentos** as indicações são positivas. Efectivamente, as Entregas de Bens de Investimento excluindo Defesa (uma *proxy* deste tipo de Investimento) subiram 0.5% no mês de Novembro (-0.1%, no mês anterior), tendo a

componente que exclui, adicionalmente, o Material Aeronáutico (uma componente muito volátil) subido 1.1%, depois de ter avançado 1.6%, em Outubro. Neste sentido, no 4^oT2009, em termos de crescimento médio anualizado, a primeira subiu 4.4% e a segunda 6.3%, estando, por isso, a dar indicações positivas relativamente ao Investimento Empresarial em Equipamentos no 4^oT2009 (não obstante estes dados serem provisórios e ainda faltar um mês de informação), após esta componente do PIB ter registado um crescimento, no 3^oT2009, depois de 6 trimestres consecutivos de contracção.

EUA - PIB e Contributo da Variação de Existência (Non-Farm)



Também os dados referentes às Encomendas revelaram-se bastante favoráveis, sugerindo a manutenção do crescimento neste início de ano, embora a recuperação do Investimento esteja a ocorrer de uma forma lenta, algo que também é compreensível no quadro de baixos níveis de Utilização da Capacidade Produtiva da economia. Assim, as **Encomendas de Bens Duradouros** subiram 0.2%, em Novembro, depois de terem caído 0.7%, no mês anterior, surpreendendo o mercado pela negativa, que esperava um aumento de 0.5%, uma vez que as Encomendas de Material Aeronáutico caíram 32.6%. Todavia, a análise das componentes menos voláteis revela um cenário bem mais favorável. Com efeito, as Encomendas excluindo os Equipamentos de Transporte subiram 2.2%, recuperando completamente da queda de 0.8% observada no mês anterior, colocando esta classe em máximos desde Dezembro de 2008. As Encomendas de Bens de Investimento excluindo Defesa e Material Aeronáutico subiram 3.6%, após a descida de 0.8%, em Outubro, atingindo, igualmente, um máximo desde Dezembro de 2008.



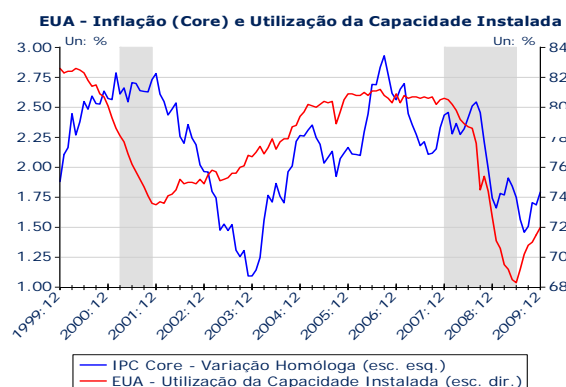
Considerando a informação trimestral como um todo, o **Indicador Compósito para o PIB americano**, calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio e que contém informação relativa ao Consumo Privado, ao Emprego e à Produção, sinaliza um crescimento trimestral (anualizado) de 4.8% do PIB, no 4ºT2009, e acima das estimativas de Consenso, que, actualmente apontam para um crescimento de 4.5%. O crescimento terá sido impulsionado pelo Investimento Residencial, pelo Investimento Empresarial em Equipamentos e em *Stocks*, enquanto o Investimento em Estruturas (Construção Não-Residencial) deverá ter contraído. Já o contributo das Exportações Líquidas para o crescimento deverá ser menos negativo do que no trimestre anterior, enquanto o Consumo Privado deverá crescer menos do que no 3ºT2009.

Realce para o facto de a recuperação estar geograficamente mais generalizada. Com efeito, o **Beige Book** da Reserva Federal (*Fed*) indicou uma melhoria das condições em 10 Distritos, enquanto os dois restantes (Filadélfia e *Richmond*) reportaram condições mistas, tratando-se, assim, de uma melhoria face ao Relatório publicado no início de Dezembro, quando 8 Distritos reportaram subidas na actividade e 4 referiram que as subidas eram ligeiras e/ou as condições eram mistas.

Em todo o caso, não obstante os sinais de recuperação da actividade, os dados relativos aos preços continuam a evidenciar pressões inflacionistas muito baixas, sendo que os únicos riscos ascendentes para os preços decorrem das recentes subidas nos preços das *commodities*.

Assim, em Dezembro, os Preços (medidos através do IPC) subiram pelo 5º mês consecutivo

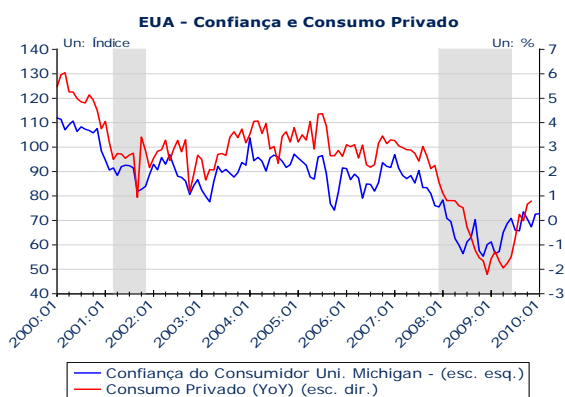
(+0.1%), mas menos do que o esperado pelo Consenso (+0.2%) e ao ritmo mais baixo da actual sequência de subidas. A **Inflação Homóloga** acelerou (de +1.8% para +2.7%), observando o 2º mês de crescimentos positivos, após 8 meses em terreno negativo, reflectindo a inversão dos efeitos de base associados aos preços das *commodities*, que passaram de favoráveis para desfavoráveis. Com efeito, os preços da Energia voltaram a acelerar, de um crescimento homólogo de 7.4%, para uma subida de 18.2%. Também o IPC *Core* registou uma aceleração do crescimento homólogo, ainda que ligeira, de 1.7% para 1.8%, depois de, em Agosto e Setembro, ter atingido 1.5%, o valor mais baixo desde o observado em Fevereiro de 2004 (+1.2%). Perante baixos níveis de Utilização da Capacidade Produtiva na economia, não existem pressões inflacionistas fora das que possam advir do comportamento dos preços das *commodities*, o que tenderá a favorecer uma política monetária expansionista por um período de tempo mais alargado.



Entrando já nos dados do 1ºT2010, as indicações têm sido, de um modo geral favoráveis: ao nível do Emprego, da Confiança dos Consumidores e do Sector Industrial, enquanto o Indicador Avançado da *Conference Board* atingiu, em Dezembro, um máximo histórico.

Ao nível do Consumo Privado, foram já conhecidos três indicadores de Confiança, entre os quais o importante índice de **Confiança dos Consumidores da Universidade de Michigan**. Assim, a estimativa preliminar do indicador apontou para uma ligeira subida, mas não conseguiu superar o registo de Setembro, que é um máximo desde Janeiro de 2008. Observou-se um comportamento distinto entre as duas componentes do Índice, tendo a componente relativa à Situação Corrente avançado para um

máximo desde Março de 2008, enquanto a referente às Expectativas caiu, afastando-se do registo de Setembro, que corresponde ao máximo desde Outubro de 2007. A melhoria da componente de Situação Corrente deverá estar a reflectir o crescimento observado na economia americana durante a 2ª metade do ano passado, bem como os aumentos da riqueza das famílias (accionista e imobiliária), enquanto a correcção observada na componente de Expectativas resultará de uma perda de optimismo em relação à situação futura, nomeadamente porque, não obstante a economia ter crescido nos últimos 6 meses, continuou-se a perder postos de trabalho, embora a um ritmo claramente inferior ao observado no início de 2009. Efectivamente, as famílias continuam preocupadas com o elevado Desemprego, o aumento das execuções hipotecárias, o aperto das condições de concessão de crédito e com a subida dos preços da energia.



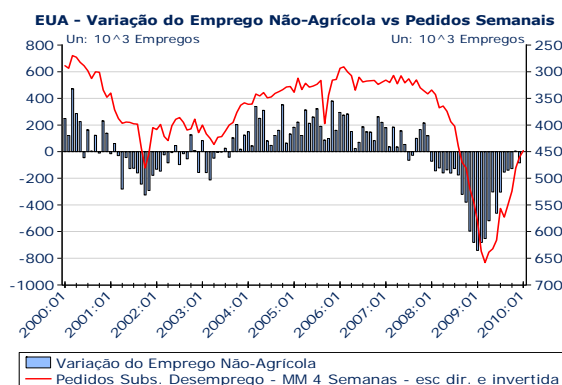
Por outro lado, a leitura semanal do **Indicador de Confiança dos Consumidores da ABC/Washington Post**, na semana terminada em 17 de Janeiro, exibiu a 2ª queda semanal consecutiva, dado que poderá estar contaminado das recentes quedas nos mercados accionistas. Todavia, com as subidas dos índices da Universidade de Michigan e da IBD/TIPP, em Janeiro, a média estandardizada dos 3 indicadores de Confiança (admitindo que o da ABC fecha o mês no actual nível), manteve-se no valor mais elevado desde Setembro.

EUA - Confiança dos Consumidores

Ind. Confiança	Valor		Variação	
	Dez-09	Jan-10	Dez-09	Jan-10
ABC	-44	-49	1	-5
IBD	46.8	48.8	-1.1	2
Michigan	72.5	72.8	5.1	0.3

Em termos prospectivos, considera-se que a economia americana não tem, neste momento, capacidade para ver o Consumo Privado crescer a ao mesmo ritmo que cresceu no 3ºT2009 (+2.9%, que correspondeu ao crescimento mais elevado desde o 1ºT2007), nomeadamente, porque o elevado Desemprego e o disfuncionamento do canal do crédito (até Novembro, o Crédito ao Consumo desceu em 14 queda dos últimos 16 meses) continuam a constituir os maiores constrangimentos para o crescimento sustentável do Consumo. Todavia, o efeito riqueza começa, agora, a ter um impacto positivo, quer devido à subida dos preços das acções, quer do Imobiliário, o que, aliado ao crescimento dos Rendimentos do Trabalho e aos actuais níveis da Taxa de Poupança, permitem suportar um cenário de continuação do crescimento do Consumo Privado ao longo deste ano (com crescimentos trimestrais anualizados entre 1% e 2%), uma condição necessária para que a recuperação económica se torne mais sustentável, isto, obviamente, no quadro de uma consequente recuperação do Emprego.

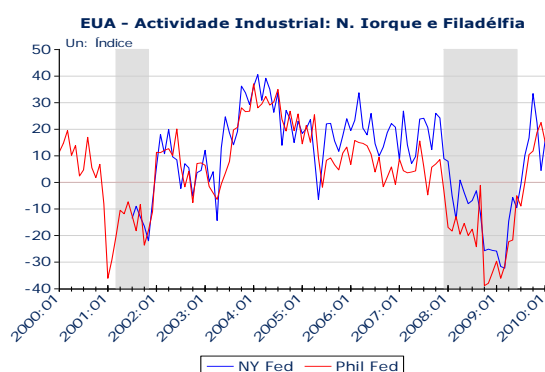
E a respeito de Emprego, os últimos dados divulgados revelam-se, para já, compatíveis o cenário de uma relativa estabilização do Emprego, não obstante as últimas leituras semanais do **Desemprego Registrado** terem-se revelado bem piores do que o esperado pelo mercado. Todavia, o Departamento de Trabalho referiu que estes dados terão reflectido questões "administrativas", em resultado da acumulação de Novos Pedidos de Subsídio entre o final de Dezembro e o início de Janeiro, aquando do período de férias, e não "razões económicas".



Também as componentes de Emprego dos 2 surveys regionais já publicados revelam-se consistentes com uma estagnação do Emprego.

Com efeito, depois do *survey* de Nova Iorque já ter dado indicações positivas, também o índice de Emprego de Filadélfia exibiu uma subida, ainda que mais moderada, encontrando-se em ambos os *surveys* acima do limiar da expansão, situação que também ocorre nos índices de Horas Trabalhadas.

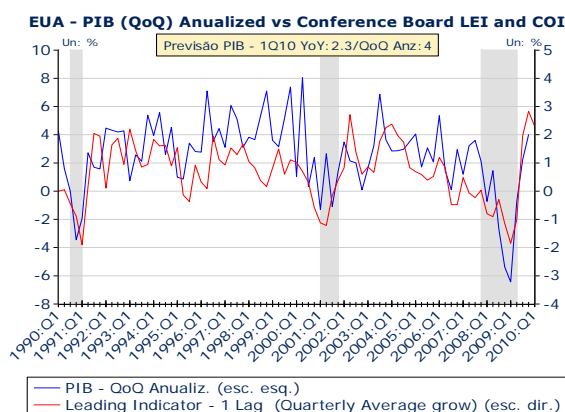
Relativamente ao **Sector Industrial**, os primeiros dados relativos ao mês de Janeiro, revelaram-se positivos e contrastaram com o comportamento negativo da Produção da Indústria Transformadora no mês de Dezembro (-0.1%), revelando-se consistentes com o cenário de recuperação da actividade industrial. Neste sentido, e depois de o **Indicador de Actividade Industrial Corrente da região da Reserva Federal de Nova Iorque** ter subido de 4.50 para 15.92 pontos, o **Phily Fed** (o Indicador análogo da região da Reserva Federal de Filadélfia, que constitui o principal barómetro regional, juntamente com o *Chicago PMI*) continuou a assinalar um crescimento robusto, não obstante ter descido de 22.5 para 15.2 pontos, corrigindo, assim, do valor mais elevado desde Abril de 2005. A média do *Phily Fed* e do *NY Fed* subiu após duas quedas consecutivas.



Também ao nível dos índices específicos o resultado conjunto dos dois *surveys* é bastante favorável. O aspecto mais negativo no *survey* de Filadélfia foi a queda do índice de Novas Encomendas, pelo 2º mês consecutivo (de +8.3 para +3.2 pontos), contrariamente ao que tinha sucedido em Nova Iorque. Utilizando a informação decorrente dos 5 principais índices específicos de cada *survey* e dos dois índices gerais, constata-se que, conjuntamente, as leituras destes indicadores, no actual trimestre, sinalizam uma subida do PIB americano na ordem dos 3.7%, um valor acima do Consenso (+2.7%), e do que sinalizara em todos os trimestres desde o 2ºT2007.

Por um lado, quer no *survey* de Nova Iorque, quer no de Filadélfia, os **Índices de Actividade Futura** encontram-se em terreno positivo, tendo-se observado subidas em ambos, continuando, assim, a sinalizar uma recuperação relativamente sustentada da actividade nas duas regiões, dados que acabam por ser consistentes com as leituras de Novembro do Indicador Avançado da OCDE, bem como com a mais recente leitura do indicador da *Conference Board*.

Efectivamente, o **Indicador Avançado da Conference Board** subiu, em Dezembro, pelo 9º mês consecutivo, crescendo 1.2% face ao mês anterior (+1.0%, em Novembro, cujo valor foi revisto em alta, em 0.1 p.p.). Nos últimos 6 meses, o indicador registou um crescimento anualizado de 10.8%, em ligeira aceleração face ao observado no semestre terminado em Novembro (+10.2%), continuando a sinalizar uma recuperação rápida da economia americana, tendo, inclusivamente, o nível do indicador atingido um máximo histórico, o que, à luz do indicador, implicaria que a economia recuperasse completamente da recessão ao longo do 1º semestre do ano.



Todavia, como referido anteriormente, o disfuncionamento do Mercado de Crédito e a Taxa de Desemprego nos dois dígitos colocam em causa esse cenário, situação que acaba por estar visível quando utilizamos a informação passada do Indicador Coincidente – que dispõe de dados do Mercado Laboral – para prever a evolução da economia: a previsão para o crescimento trimestral anualizado da economia para o 1ºT2010 cai significativamente, de 5.7% para 4.0%, ainda assim, um valor claramente acima do Consenso.

Em todo o caso, não obstante o ritmo de recuperação possa divergir entre as principais organizações internacionais, parece consensual que a economia continuará a recuperar da mais grave recessão desde os anos 30. Nas suas mais recentes **Previsões Económicas** efectuadas em Novembro, a OCDE, no âmbito do seu *Economic Outlook*, revelou-se como a mais optimista organização internacional, no que ao crescimento diz respeito, para o horizonte temporal 2009-11.

Na verdade, para 2009, a OCDE veio rever em alta as suas perspectivas para o crescimento da economia americana, dos -2.8% projectados em Setembro, para os actuais -2.5%, em linha com as previsões da Comissão Europeia (CE), mas acima das previsões do FMI (-2.7%), divulgadas no início de Outubro e, por isso, ainda sem os dados do PIB do 3ºT2009. Para 2010, a OCDE prevê que a economia cresça 2.5%, neste caso, acima quer da CE (+2.2%), quer do FMI (+1.5%). Também para 2011 a OCDE revela-se a entidade mais optimista ao avançar com um crescimento de 2.8%, neste caso, em linha com o FMI, mas bem acima do projectado pela CE (+2.0%). Em termos de padrões trimestrais, a OCDE projecta um crescimento trimestral anualizado de 2.7%, no 4ºT2009, e de 2.5% nos três trimestres seguintes, devendo apenas começar a acelerar, de uma forma gradual, no último trimestre deste ano, até atingir um máximo de 3.4% no último trimestre do horizonte de previsão (o 4ºT2011).

EUA - Previsões Económicas

Un: %	CE		FMI		OCDE	
	2009-11-03	2009-11-03	2009-10-01	2009-10-01	2009-11-19	2009-11-19
PIB	-2.5	2.2	-2.7	1.5	-2.5	2.5
Consumo Privado	-0.8	-0.2			-0.6	1.3
Consumo Público	2.5	4.1			2.0	1.8
FBCF	-14.5	4.6			-14.3	2.1
Exportações	-10.9	7.7			-10.8	6.8
Importações	-14.9	7.5			-14.8	6.2
Inflação	-0.5	0.8	-0.4	1.7	-0.4	1.7
Desemprego	9.2	10.1	9.3	10.1	9.2	9.9
Saldo Orçamental (% PIB)	-11.3	-13.1	-12.5	-10.0	-11.2	-10.7

Fonte: FMI, OCDE e Comissão Europeia (CE).

Relativamente à **Taxa de Desemprego**, as últimas previsões da OCDE apontaram, à semelhança da CE, para uma Taxa média de Desemprego, em 2009, de 9.2%, uma previsão que à data considerámos relativamente optimista, porquanto a Taxa de Desemprego de 2009 foi de 9.3%, em linha com as previsões do FMI. A OCDE previa um padrão ascendente para a Taxa de Desemprego, até atingir os 10.1%, no 1ºT2010, devendo cair para 9.7%, no 4ºT2010, e para

8.7%, no 4ºT2011. Em termos médios anuais, estas previsões correspondem a uma Taxa de Desemprego de 9.9%, em 2010, inferior em 0.2 p.p. à projectada, quer pelo FMI, quer pela CE. Já para 2011, a Taxa de Desemprego prevista pela OCDE revela-se bem mais optimista e claramente inferior à da CE, com a OCDE a prever uma descida para 9.1%, enquanto a CE aponta, ainda, para uma degradação do Mercado Laboral, ao projectar um aumento para 10.2%.

Já relativamente aos **Preços**, e em consonância com o cenário mais benigno para o crescimento económico, a OCDE previa Taxas de Inflação para 2009 (-0.4%) e 2010 (+1.7%) idênticas às do FMI – em 2009 a Inflação média foi de -0.4% –, mas superiores às projectadas pela CE (-0.5% e +0.8%, respectivamente), com a subida projectada para 2010 a estar, também, associada aos recentes avanços observados nos preços das *commodities*, efeitos que irão diluir-se no ano seguinte, para o qual é projectado, ainda, um crescimento abaixo da média de longo prazo (+1.3%), num ano em que é esperado um crescimento igualmente inferior à média histórica da economia americana nos 20 anos anteriores à crise (1988-2007), que foi de 3.0%.

Também em Novembro, assistiu-se a uma revisão em alta das previsões dos responsáveis da Reserva Federal (*Fed*) para o crescimento do PIB para 2009 e para 2010. Recorde-se que as previsões da *Fed* dizem respeito ao último trimestre do ano, e não à média anual, como é prática na generalidade das organizações internacionais. Assim, a taxa de crescimento para o 4ºT2009 foi revista de um crescimento de -1.25%, nas previsões de Junho, para os actuais -0.25% (considerando a chamada “Tendência Central” – que exclui as três previsões mais baixas e as três mais elevadas). Igualmente, para o 4ºT2010, a *Fed* aponta para um crescimento de 3.0% (+2.7%, nas anteriores previsões). Todavia, para 2011, a Autoridade Monetária veio rever ligeiramente em baixa as previsões de crescimento, de 4.2% para 3.95%, ainda assim, um crescimento muito robusto. Já para o ano de 2012, foram, pela primeira vez, conhecidas as previsões da *Fed*, que apontaram para um crescimento de 4.15%. Neste sentido, para os próximos três anos, os responsáveis da *Fed* estimam que a economia cresça acima do seu crescimento potencial de longo prazo, que nestas últimas previsões até viu o limite superior do seu

intervalo ser revisto em alta, em 0.1 p.p., passando o intervalo de previsão para o crescimento potencial a ser de [2.5%; 2.8%].

Todavia, ao nível do Desemprego sucedeu o oposto: o consenso das estimativas dos responsáveis da *Fed* aponta para uma Taxa de Desemprego de Longo-Prazo (ou Taxa Natural de Desemprego – *NAIRU*) no intervalo [5.0%;5.2%], quando, em Junho, apontava para um intervalo de [4.8%;5.0%]. Neste sentido, constata-se que alguns responsáveis da *Fed* estimam que a recessão tenha tido um efeito sobre a *NAIRU*. Na verdade, as sucessivas subidas na Taxa de Desemprego, nos últimos meses, conduziram a uma revisão em alta para o 4ºT2009 do intervalo [9.8%;10.1%] para o intervalo [9.9%;10.1%], tendo o centro do intervalo correspondido à taxa efectivamente observada. Para o último trimestre deste ano, a *Fed* já espera uma redução do Desemprego, que deverá situar-se no intervalo [9.3%;9.7%], quando anteriormente era previsto que ficasse em [9.5%;9.8%], devendo esta tendência prosseguir nos dois anos seguintes, fechando o ano de 2012 no intervalo [6.8%;7.5%], ou seja, ainda acima da *NAIRU*. Neste sentido, alguns dos responsáveis da *Fed* consideraram que a economia deveria levar 5 a 6 anos até convergir para o seu equilíbrio de longo prazo em termos de Crescimento, Desemprego e Inflação.

EUA – Previsões dos Responsáveis da Fed

Reserva Federal	Data: 04-Nov	2009Q4	2010Q4	2011Q4	2012Q4	Longo-Prazo
PIB	Média	-0.25	3	3.95	4.15	2.65
	Intervalo	[-0.4;-0.1]	[2.5;3.5]	[3.4;4.5]	[3.5;4.8]	[2.5;2.8]
Inflação	Média	1.15	1.45	1.45	1.55	1.85
	Intervalo	[1.1;1.2]	[1.3;1.6]	[1.0;1.9]	[1.2;1.9]	[1.7;2.0]
Tx. Desemprego	Média	10	9.5	8.4	7.2	5.1
	Intervalo	[9.9;10.1]	[9.3;9.7]	[8.2;8.6]	[6.8;7.5]	[5.0;5.2]

Notas: As previsões económicas da Fed referem-se ao último trimestre do ano e referem-se à "Tendência Central", excluindo-se as três mais elevadas e as três mais baixas previsões. Inflação medida através do Deflador do Consumo Privado

Relativamente à Inflação, medida através da variação homóloga do Deflador do Consumo Privado, para 2009, as previsões foram revistas de [1.0%;1.4%] para [1.1%;1.2%], com a revisão em baixa do centro do intervalo de previsão a reflectir os baixos níveis de Utilização da Capacidade Instalada na economia. Para os anos seguintes, os centros do intervalo de previsão não sofreram, igualmente, alterações significativas,

não devendo, nesse horizonte temporal, ser atingido o valor da Inflação de longo-prazo (+1.85%), porquanto o centro do intervalo de previsão para os próximos 2 anos é de 1.45%.

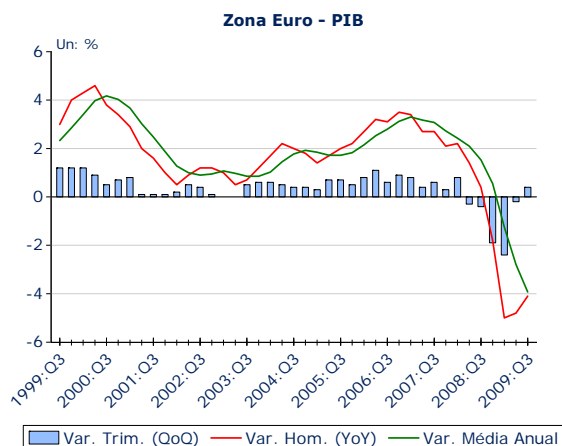
Em termos de **Política Monetária**, destaque para a divulgação das últimas minutas da Reunião de Dezembro da *Fed*, em meados de Janeiro, em que a Autoridade Monetária manteve o *target* para as taxas dos *Fed Funds* no intervalo de [0%;0.25%], bem como a referência ao facto das taxas permanecerem "neste nível, excepcionalmente baixo, por um período relativamente longo de tempo". Recorde-se, ainda, que, para suportar o crédito hipotecário e o mercado imobiliário, bem como melhorar as condições, de um modo geral, no mercado de crédito para o sector privado, a *Fed* tinha decidido "prosseguir com as aquisições de dívida às agências ligadas ao mercado imobiliário, até ao final do 1ºT2010", tendo mantido o limite máximo para a dívida titularizada (até 1 025 mil milhões de dólares) e para a dívida não-titularizada (até 175 mil milhões). Ainda na reunião de Dezembro, a *Fed* tinha reiterado que a maior parte dos programas especiais de concessão de liquidez terminarão no próximo dia 1 de Fevereiro, em linha com o calendário anunciado na reunião de Junho. A principal novidade das minutas foi a referência ao facto de alguns membros da *Fed* terem defendido que "seria desejável no futuro aumentar os estímulos", nomeadamente através da expansão do programa de aquisição de dívida para além do 1ºT2010, especialmente se as perspectivas para o crescimento forem demasiado fracas ou se o mercado hipotecário se deteriorar, afirmações que acabaram por ter algum impacto nos mercados. Em todo o caso, um dos membros defendeu, exactamente, o contrário, ou seja, o emagrecimento do Balanço da *Fed*, se a economia continuar a acelerar.

Rui Bernardes Serra
RBSerra@Montepio.pt

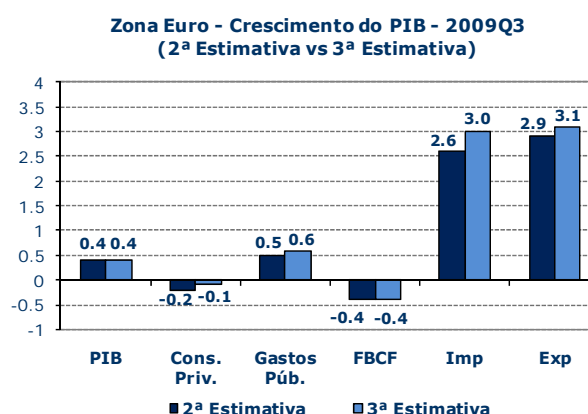
Zona Euro – PIB do 4ºT2009 deverá ter confirmado processo de recuperação iniciado no trimestre anterior

Os indicadores macroeconómicos conhecidos, para o 4ºT2009, revelam-se globalmente positivos e consistentes com uma nova expansão da economia da região, confirmando o processo de recuperação iniciado no 3ºT2009, pese embora com o Consumo Privado a manter-se como uma das componentes da actividade, na óptica da Despesa, com maiores dificuldades em aderir à recuperação (com o mercado laboral a assumir uma enorme quota-parte de responsabilidade), o mesmo se passando, na óptica da Produção, com o sector da Construção. Já relativamente ao actual trimestre, os poucos dados conhecidos mantêm-se positivos, embora parecendo querer confirmar as afirmações de Trichet, na última reunião do BCE, que alertou para o facto da recuperação dever revelar-se lenta, com as perspectivas económicas a manterem-se, ainda, rodeadas de muita incerteza.

No início de Janeiro, o Eurostat divulgou a sua estimativa final para o PIB da Zona Euro, no 3ºT2009, a qual veio confirmar a expansão trimestral de 0.4% anteriormente avançada, que se seguiu à contracção de 0.1% registada no trimestre anterior (valor revisto em alta, em 0.1 p.p.), comprovando, nesse sentido, a saída da região da situação de recessão técnica em que se encontrava desde o 2ºT2008. Em termos homólogos, assistiu-se, no entanto, a uma revisão em alta do valor anteriormente avançado para a variação do PIB, em 0.1 p.p., para -4.0%, valor que compara, favoravelmente, com a queda de 4.8% observada no 2ºT2009.



Ao nível das principais componentes do PIB, na óptica da Despesa, e não obstante a estimativa final ter vindo confirmar a expansão trimestral da Zona Euro anteriormente avançada, apenas foi confirmada a estimativa para o Investimento em Capital Fixo (FBCF), tendo-se assistido a revisões em alta nas restantes, com as observadas no Consumo Privado (+0.1 p.p.), no Consumo Público (+0.1 p.p.) e nas Exportações (+0.2 p.p.), que concorrem para uma revisão em alta do PIB, a serem anuladas pela observada nas Importações (+0.4 p.p.).



Assim, o Consumo Privado caiu 0.1% (+0.1%, no 2ºT2009), o Consumo Público subiu 0.6% (+0.6%, no trimestre anterior), o Investimento em Capital Fixo (FBCF) caiu 0.4% (-1.7%, no 2ºT2009), ao passo que as Exportações e as Importações cresceram 3.1% e 3.0%, respectivamente, quando, no trimestre anterior, tinham diminuído 1.2% e 2.8%.

Un: %	Crescimento Trimestral				Crescimento Homólogo			
	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
PIB	-1.9	-2.5	-0.1	0.4	-1.8	-5.0	-4.8	-4.0
Consumo Privado	-0.5	-0.4	0.1	-0.1	-0.7	-1.3	-0.9	-1.0
Consumo Público	0.6	0.6	0.6	0.6	2.4	2.5	2.5	2.5
FBCF	-3.8	-4.9	-1.7	-0.4	-5.8	-11.5	-11.7	-11.4
Procura interna	-0.8	-2.0	-0.7	0.4	-0.5	-3.2	-3.4	-3.2
Importações	-4.8	-7.4	-2.8	3.0	-4.0	-12.8	-14.3	-11.8
Exportações	-7.2	-8.6	-1.2	3.1	-6.9	-16.6	-17.2	-13.5

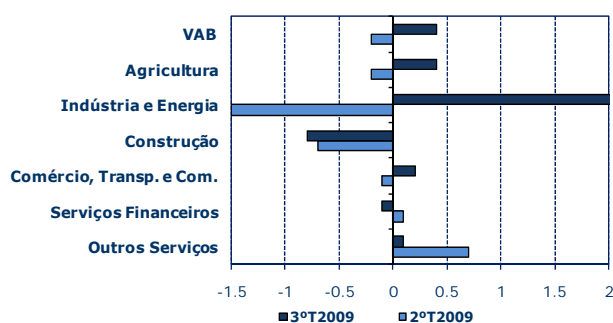
Fonte: Eurostat.

Destaque, também, para a Variação de Existências, que, depois de, no 2ºT2009, ter contribuído com -0.6 p.p. para o crescimento, no 3ºT2009, contribuiu com +0.5 p.p. (valor revisto em alta, em 0.2 p.p.), apresentando o segundo maior contributo, logo após as Exportações, cujo contributo foi, igualmente, revisto em alta, em 0.1 p.p., para +1.2 p.p. (-0.4 p.p., no 2ºT2009).

Na óptica da Produção, a estimativa final do Valor Acrescentado Bruto (VAB) veio, também, confirmar

a subida de 0.4% face ao trimestre anterior, depois da queda de 0.2% observada no 2ºT2009, destacando-se, pela positiva, a subida de 2.3% da Indústria e Energia (+2.0%, na estimativa anterior, e -1.5%, no trimestre anterior), e, pela negativa, a queda de 0.8% da Construção (-1.0%, na estimativa anterior, e -0.7%, no 2ºT2009).

Zona Euro - Crescimento do PIB 3ºT2009 (QoQ)



Com a estimativa final não foram conhecidas grandes alterações aos dados do PIB dos países pertencentes à Zona Euro. Assim, entre as cinco principais economias da região, apenas a Espanha se manteve em contracção trimestral (-0.3%), tendo o 3ºT2009 representado o regresso ao crescimento por parte da Itália (+0.6%) e da Holanda (+0.5%, cujo valor foi revisto em alta, em 0.1 p.p.), e a confirmação da saída de uma situação de recessão técnica por parte da Alemanha (+0.7%) e da França (+0.3%).

Zona Euro - PIB

Un: %	Crescimento Trimestral				Crescimento Homólogo			
	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
Zona Euro	-1.9	-2.5	-0.1	0.4	-1.8	-5.0	-4.8	-4.0
Alemanha	-2.4	-3.5	0.4	0.7	-1.8	-6.7	-5.8	-4.8
França	-1.5	-1.4	0.3	0.3	-1.7	-3.5	-2.8	-2.3
Itália	-2.1	-2.7	-0.5	0.6	-2.9	-6.0	-5.9	-4.6
Espanha	-1.1	-1.6	-1.1	-0.3	-1.2	-3.2	-4.2	-4.0
Países Baixos	-1.0	-2.4	-1.0	0.5	-0.9	-4.2	-5.1	-4.0
Bélgica	-2.1	-1.8	-0.1	0.5	-1.5	-3.7	-4.2	-3.4
Áustria	-1.3	-2.5	-0.4	0.5	-0.2	-4.0	-4.8	-3.7
Grécia	-0.7	-0.5	-0.1	-0.4	0.7	-0.5	-1.2	-1.7
Portugal	-1.7	-2.0	0.5	0.7	-1.9	-4.0	-3.7	-2.5
Finlândia	-4.1	-4.9	-0.3	0.3	-2.8	-7.8	-8.9	-8.8
Irlanda	-5.4	-2.1	-0.6	0.3	-8.0	-9.0	-7.8	-7.6
Luxemburgo	-3.1	-0.9	-2.7	4.2	-4.7	-6.3	-7.3	-2.6
Malta	-1.0	-0.8	-0.7	0.4	0.4	-1.2	-2.9	-2.1
Chipre	-0.2	-0.5	-0.8	-0.6	2.1	0.3	-1.3	-2.0
Eslovénia	-4.0	-6.2	0.6	1.0	-0.9	-8.8	-9.0	-8.5
Eslováquia	1.2	-8.6	1.1	1.6	1.6	-5.7	-5.5	-4.8

Fonte: Eurostat.

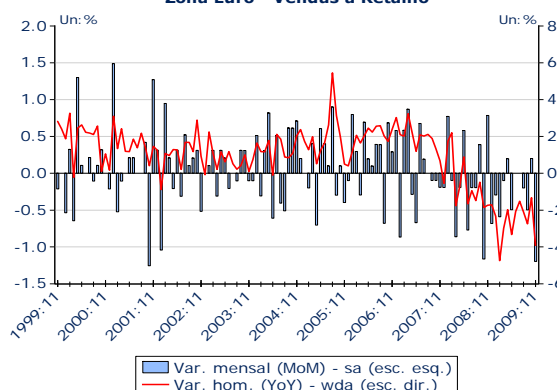
Refira-se, ainda, o regresso ao crescimento por parte da Bélgica (+0.5%) e da Áustria (+0.5%, cujo valor foi, no entanto, fortemente revisto em baixa, em 0.4 p.p.), bem como dos quatro países cujos dados ainda não haviam sido conhecidos aquando da estimativa anterior – Finlândia, Irlanda, Luxemburgo e Malta, os quais cresceram

0.3%, 0.3%, 4.2% e 0.4%, respectivamente. Os maiores crescimentos em cadeia observaram-se, assim, no Luxemburgo (+4.2%, mas depois do, também forte, decréscimo de 2.7% observado no trimestre anterior), na Eslováquia (+1.6%) e na Eslovénia (+1.0%). Logo a seguir vêm Portugal e a Alemanha, ambas com uma expansão de 0.7%.

Entretanto, relativamente ao 4ºT2009, os indicadores macroeconómicos já conhecidos continuam a revelar-se globalmente positivos e consistentes com uma nova expansão da economia da região, pese embora com o Consumo Privado a manter-se como uma das componentes da actividade, na óptica da Despesa, com maiores dificuldades em aderir à recuperação (com o mercado laboral a assumir uma enorme quota-parte de responsabilidade), o mesmo se passando, já na óptica da Produção, com o sector da Construção.

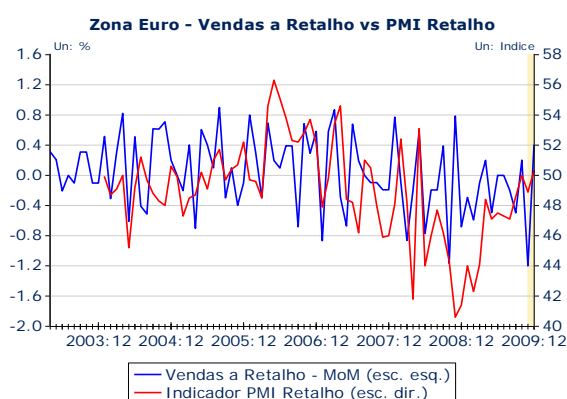
Com efeito, e começando pelo lado da Procura, a última leitura das **Vendas a Retalho** na região, relativas ao mês de Novembro, deram conta da 3ª queda dos últimos quatro meses (de -1.2%, embora com o registo do mês anterior a ser revisto em alta, de uma estagnação para um acréscimo de 0.2%), que ficou a dever-se a um decréscimo tanto no comércio de Bens Alimentares, Bebidas e Tabaco (-0.4%), como no de Bens Não-Alimentares (-1.6%).

Zona Euro - Vendas a Retalho



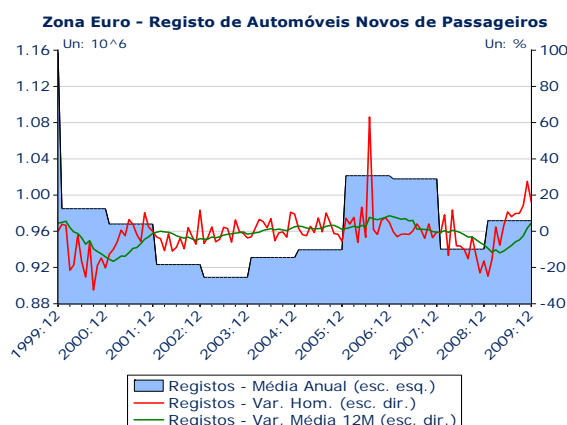
Assim, em termos trimestrais, e embora ainda sem a leitura de Dezembro, estes dados revelam, para já, um decréscimo da actividade retalhista da Zona Euro de 0.8%, no 4ºT2009, superior ao observado no trimestre anterior (-0.5%) e que, a confirmar-se, corresponderá ao 7º decréscimo trimestral consecutivo.

Não obstante este facto, esperamos que, em Dezembro, as Vendas a Retalho apresentem uma expansão. Esta previsão baseia-se, não apenas na indicação dada pelo Indicador *PMI* Retalho de Dezembro (que ultrapassou, nesse mês, o limiar da expansão, pela 1ª vez desde Maio de 2008), mas, também, nas leituras de Dezembro dos Indicadores de Confiança da Comissão Europeia (CE) para o Comércio a Retalho e para os Consumidores, que subiram, respectivamente, para máximos desde Setembro e Junho de 2008.



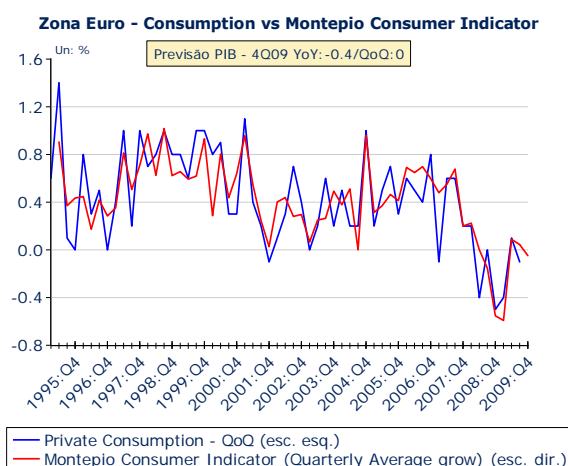
Igualmente negativa foi a última leitura das Vendas de Carros, já referente ao mês de Dezembro, que deu conta de uma queda, prejudicadas pelo forte decréscimo observado no mercado germânico, mas apresentando, no entanto, e ao contrário das Vendas a Retalho, um crescimento trimestral. Efectivamente, o número de **Registos de Automóveis Novos de Passageiros** apresentou, em Dezembro, um acréscimo de 16.3%, em termos homólogos, a 8ª variação homóloga positiva consecutiva, depois do acréscimo de 27.5% observado no mês anterior. No entanto, em termos mensais, e quando ajustados de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos de Montepio), os dados revelam um decréscimo de 1.8% das Vendas de Carros na região (+1.0%, no mês anterior).

Com efeito, os crescimentos observados no mercado francês (+2.4% vs +12.9%, em Novembro) e italiano (+6.1% vs +2.1%, no mês anterior) foram contrariados pela evolução observada nas outras duas maiores economias da Zona Euro, a Alemanha (-11.6% vs -6.6%, no mês anterior) – eventualmente, reflectindo, ainda, o esgotamento do programa do Governo para troca de carros – e a Espanha, onde os Registos caíram 4.0% (-4.5%, em Novembro).



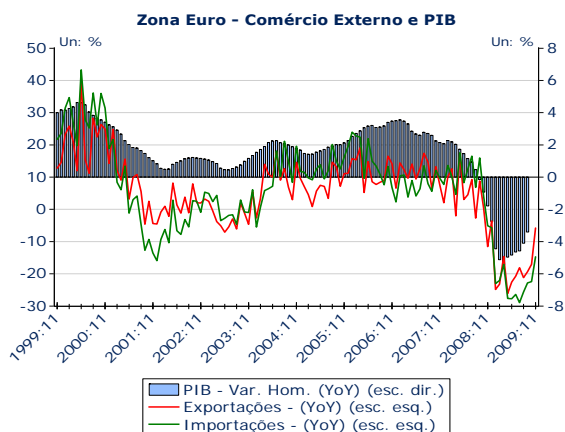
Refira-se, ainda assim, que, em termos trimestrais, as Vendas de Carros apresentaram, no 4ºT2009, um acréscimo de 0.8%, na Zona Euro, o 3º consecutivo (+3.7%, no 3ºT2009), depois de cinco trimestres de contracção, mantendo-se, neste sentido, a contribuir favoravelmente para a evolução do Consumo de Bens Duradouros na região.

No entanto, e quando considerada toda a informação relevante já conhecida, conclui-se que dificilmente o Consumo Privado terá conseguido ir muito além da estagnação, no 4ºT2009, tal como é sinalizado, actualmente, pelo **Indicador Compósito para o Consumo Privado**, calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio, e que inclui indicadores tanto de natureza quantitativa com qualitativa.



Por seu lado, e já relativamente à Procura Externa, os últimos dados divulgados sobre a **Balança Comercial** vieram dar conta de um decréscimo do excedente, em Novembro, embora mantendo-se a apresentar um contributo positivo para o PIB, no

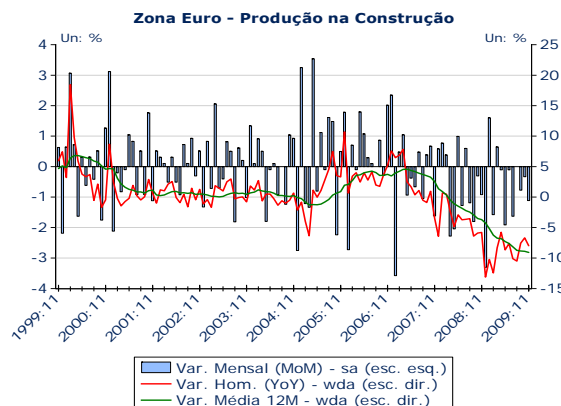
último trimestre de 2009. Efectivamente, o Saldo da Balança Comercial, ajustado de sazonalidade, registou um excedente de 3.9 mil milhões de euros, o 8º consecutivo, mas que compara, desfavoravelmente, com o saldo positivo de 4.7 mil milhões de euros observado no mês anterior, que foi, ainda, objecto de uma revisão em baixa, em 1.6 mil milhões de euros. Esta diminuição do Excedente Comercial da região (o mercado esperava um acréscimo) surge depois de duas subidas consecutivas e esteve associado a uma diminuição mensal das Exportações (-0.4%), a 2ª consecutiva (-0.1%, em Outubro), e a um acréscimo das Importações (+0.3% vs -1.0%, no mês anterior).



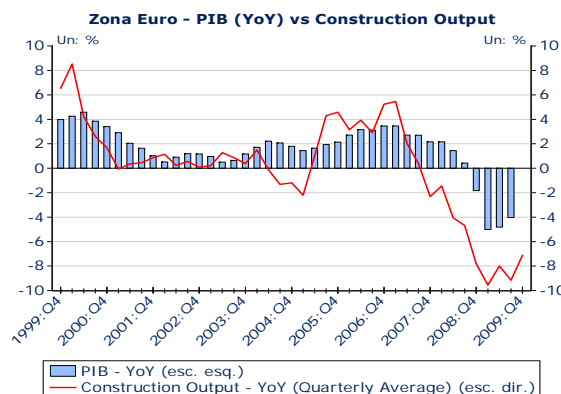
Em termos trimestrais, e apesar de ainda não se dispor do dado de Dezembro, ambas as componentes evidenciam crescimentos, as Exportações de 1.2%, e as Importações de 0.7%, com as Exportações Líquidas a continuarem a apresentar, para já, um contributo para o crescimento da Zona Euro, pelo 3º trimestre consecutivo, ainda que bastante inferior ao observado no 3ºT2009.

Na óptica da Produção, e entre os principais sectores de actividade, o sector da Construção deverá ter sido o que registou a pior performance, no 4ºT2009, apresentando uma nova contracção. Com efeito, é nesse sentido que apontam os dados actualmente disponíveis, tendo, em Novembro, se assistido a uma nova queda mensal da **Produção na Construção**, de 1.1%, o que corresponde à 6ª nos últimos oito meses, depois do decréscimo de 0.4% observado no mês anterior. Em termos homólogos, assistiu-se a um novo agravamento do ritmo de queda da actividade no sector, de -6.7% para -8.0%, que representa a 21ª queda homóloga

consecutiva e que foi provocada pela evolução negativa na Construção de Edifícios (-10.5%), que mais do que compensou o ligeiro acréscimo observado nas Obras de Engenharia (+1.2%).



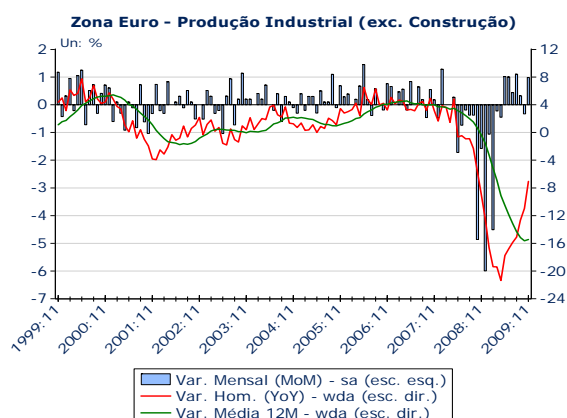
Entre os principais países da Zona Euro (dados indisponíveis para a Itália), manteve-se a tendência dos últimos meses, com a actividade na Construção, em termos homólogos, a manter-se em terreno positivo na Alemanha (+3.9%), pelo 9º mês consecutivo, enquanto em França e em Espanha se manteve negativa (-6.0% e -16.6%, respectivamente).



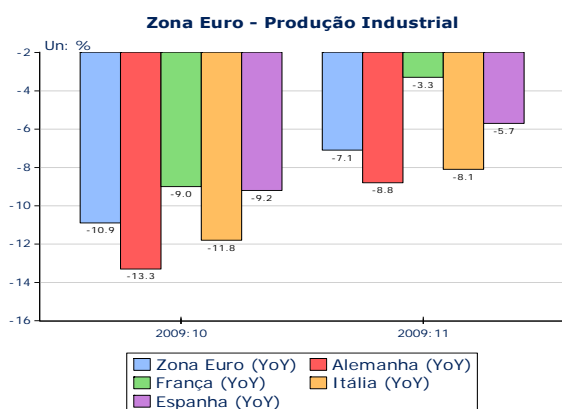
Assim, e embora ainda apenas com dois terços da informação disponível relativa ao 4ºT2009, a Produção na Construção exibe um decréscimo de 1.4% face à média do trimestre anterior, o que, a confirmar-se, corresponderá à 7ª contracção trimestral consecutiva (-2.6%, no 3ºT2009, e -1.5%, no 2ºT2009), encontrando-se a contribuir, negativamente, para o VAB da região.

Já o sector Industrial deverá ter apresentado um comportamento mais favorável, nesse trimestre, a avaliar, designadamente, pelos últimos dados conhecidos sobre a **Produção Industrial**. De

facto, a leitura de Novembro desta variável veio dar conta de um crescimento mensal de 1.0%, corrigindo da queda registada no mês anterior – que, recorde-se, havia interrompido um ciclo de cinco subidas consecutivas e que foi revista em alta, em 0.3 p.p., para -0.3% –, tendo colocado a Produção neste sector no nível mais elevado desde Janeiro de 2009. Em termos homólogos, a Produção manteve-se em terreno negativo (pelo 19º mês consecutivo), tendo-se assistido, no entanto, a uma nova diminuição da queda, de -10.9% para -7.1%.

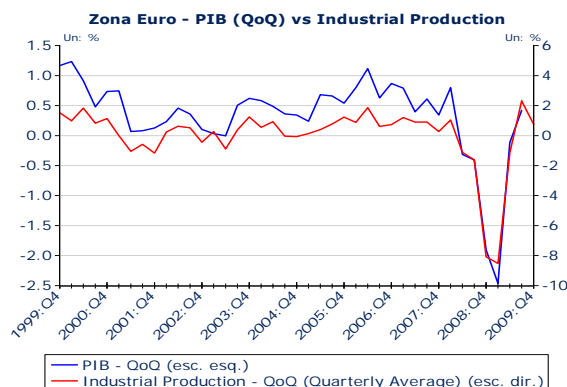


Os acréscimos mensais de Produção (bem como a redução do ritmo das quedas homólogas) foram comuns às maiores economias da região, tendo o maior sido observado em França (+1.2% vs -0.6%, no mês anterior) e o menor em Espanha (+0.1% vs +0.4%, em Outubro). Na Alemanha e em Itália, registaram-se crescimentos mensais de 0.7% e 0.2%, respectivamente (-1.8% e +0.6%, no mês anterior).

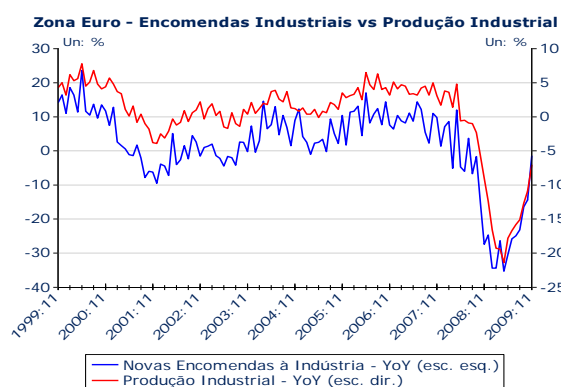


Neste sentido, no 4ºT2009, e embora ainda sem a leitura de Dezembro, a Produção Industrial na região apresenta um acréscimo trimestral de

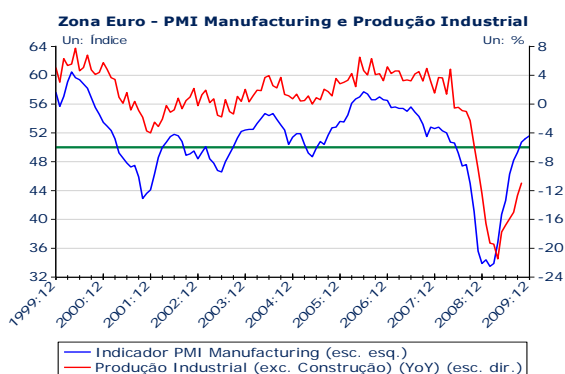
0.7%, o que, a confirmar-se, corresponderá ao segundo trimestre consecutivo de crescimento da actividade (+2.3%, no 3ºT2009), depois de cinco trimestres consecutivos de contracção.



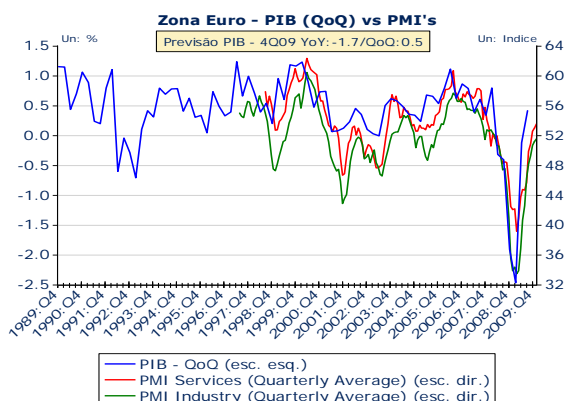
Com efeito, os últimos dados referentes às Encomendas Industriais sugerem a continuação de uma evolução favorável da actividade na Indústria, e, nesse sentido, a confirmação de um novo contributo positivo deste sector para o crescimento do PIB, no 4ºT2009. Efectivamente, em Novembro, as **Novas Encomendas à Indústria**, que registaram um crescimento mensal de 1.6%, tendo, adicionalmente, se assistido a uma revisão em alta do registo de Outubro, em 0.3 p.p., para um decréscimo de 1.9%, queda que interrompeu um ciclo de seis subidas mensais consecutivas.



Pese embora tendo-se mantido, em termos homólogos, em terreno negativo (algo que se verifica desde Agosto de 2008), a variável apresentou, pelo 7º mês consecutivo, um abrandamento do ritmo de queda, de -14.4% para -1.5% encontrando-se a sinalizar, em termos médios, um ligeiro acréscimo da Produção Industrial nos meses seguintes, mostrando-se, assim, consistente com um cenário de expansão da actividade neste sector.

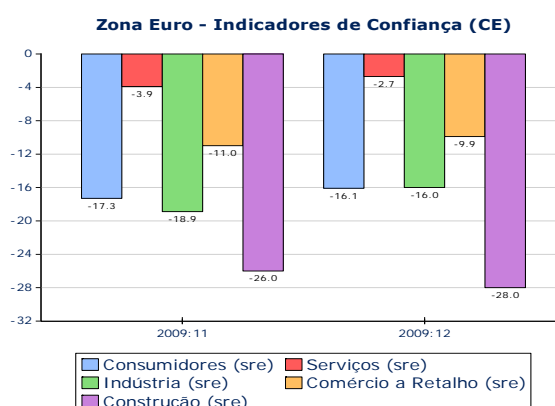


De resto, e entrando na análise dos principais indicadores qualitativos, já com informação relativa ao último mês de 2009, é, também, essa a indicação dada pelo **Indicador PMI Manufacturing** para a Zona Euro, referente à indústria transformadora da região, no qual a leitura final de Dezembro da sua componente de Produção, veio dar conta de uma subida de 54.8 para 55.1 pontos, evidenciando uma expansão da actividade deste sector, pelo 5º mês consecutivo e ao ritmo mais elevado desde Setembro de 2007. Já o índice geral do *PMI Manufacturing* subiu para 51.6 pontos, o que corresponde a um aumento de 0.4 pontos face ao valor observado no mês de Novembro, atingindo o nível mais elevado desde Março de 2008 (52.0 pontos), e encontrando-se, pelo 3º mês consecutivo, a sinalizar uma expansão, após 16 meses abaixo do limiar da expansão (50 pontos). Também os dados divulgados sobre o sector dos Serviços mostraram-se favoráveis, com a leitura do **Indicador PMI Services** a confirmar a expansão da actividade nesse sector, em Dezembro (subiu 0.6 pontos, para 53.6 pontos), pelo 4º mês consecutivo e ao ritmo mais elevado desde Novembro de 2007.

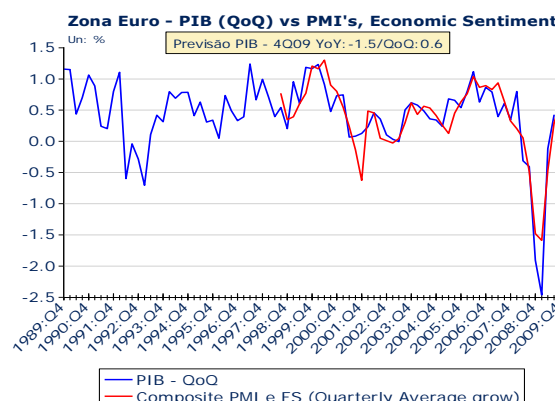


Apesar da leitura final ter sido ligeiramente revista em baixa (em 0.1 pontos), tal como a da

componente de Produção do *PMI Manufacturing* (que é a utilizada na construção do *PMI Compósito*), a estimativa final do **Indicador PMI Compósito**, que engloba a actividade industrial e dos serviços na região, manteve a estimativa anterior (54.2 pontos), o que corresponde a um aumento de 0.5 pontos face ao valor observado no mês anterior. Este indicador revela-se, assim, compatível com um crescimento do PIB, no 4ºT2009, superior ao observado no trimestre anterior, assim os dados quantitativos venham confirmar as melhorias sinalizadas pelos Indicadores *PMI*.

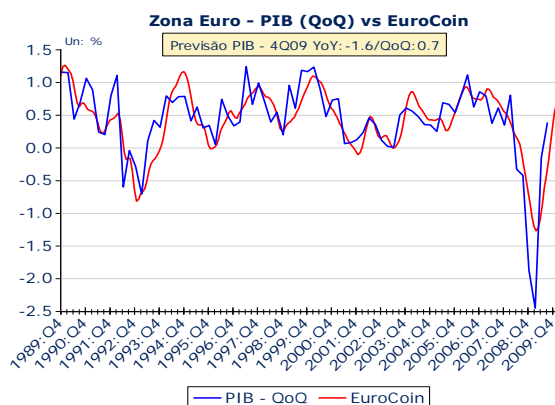


É, igualmente, para um cenário de expansão da actividade, no último trimestre de 2009, que aponta o **Indicador de Sentimento Económico** da CE, ao ter registado, em Dezembro, a 9ª subida consecutiva, de 88.8 para 91.3 pontos, o nível mais elevado desde Junho de 2008, resultado da melhoria da Confiança na generalidade dos sectores, com a excepção do sector da Construção (confirmando, assim, a avaliação negativa traçada acima para este sector, no 4ºT2009).

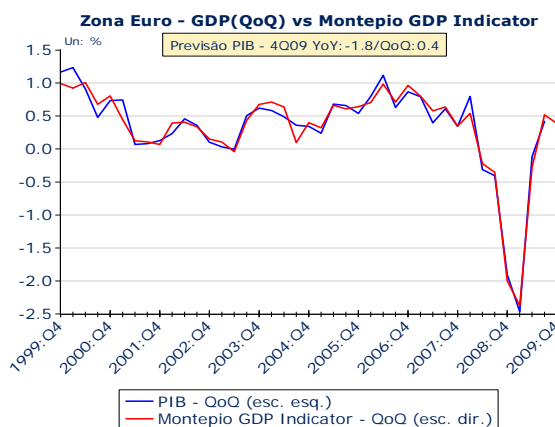


Na verdade, e quando considerada a informação trimestral disponível tanto para o Indicador de

Sentimento Económico como para os Indicadores *PMI*, constata-se que, conjuntamente, estes se encontram a sinalizar uma expansão trimestral ainda superior à avançada pelos segundos, quando considerados isoladamente.



Também a última leitura do **Indicador Coincidente *€COIN***, divulgado pelo *Center for Economic Policy Research (CEPR)* e pelo Banco de Itália, que pretende medir o crescimento trimestral (média móvel de três meses) tendencial da actividade económica na Zona Euro, veio dar conta de uma melhoria da actividade na região, no trimestre terminado em Dezembro, ao registar, nesse mês, 0.68% (+0.55%, no trimestre terminado em Novembro).

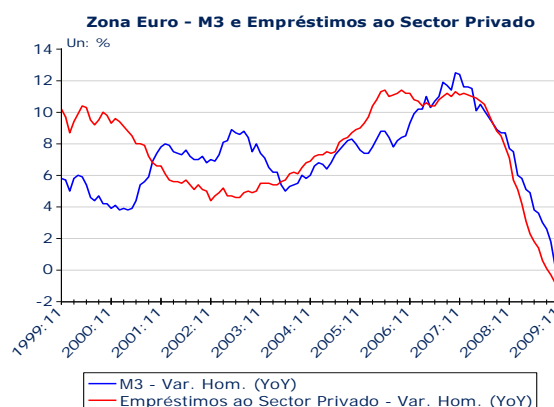


Com mais esta subida, o indicador manteve-se, pelo 4º mês consecutivo, em terreno positivo, depois de 14 meses a sinalizar quedas de actividade, encontrando-se a sugerir uma expansão em cadeia da economia da região de 0.7%, no 4ºT2009, que poderá, contudo, ser um pouco exagerada, de acordo com a indicação dada, actualmente, pelo **Indicador Compósito para o PIB da Zona Euro**. Efectivamente, e embora

ainda sem parte da informação relevante (designadamente, ao nível dos dados quantitativos), este Indicador Compósito, calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio, encontra-se a apontar para uma expansão em cadeia do PIB de 0.4%, no 4ºT2009 (idêntica à observada no trimestre anterior), um valor em linha com o avançado, actualmente, pelas estimativas de Consenso.

O nosso cenário central é, assim, de manutenção da recuperação da actividade económica na região, que deverá, no entanto, revelar-se lenta, uma vez que continuam a subsistir alguns factores que se encontram a condicionar uma maior celeridade deste processo, como sendo a falta de dinâmica da actividade creditícia, que voltou a revelar-se fraca, em Novembro, não obstante a ligeira melhoria observada nos empréstimos às famílias.

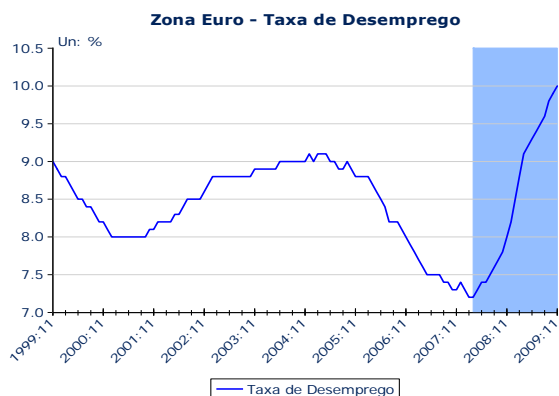
Com efeito, os **Empréstimos ao Sector Privado** voltaram a registar uma queda, tendo a respectiva variação homóloga, ainda assim, abrandado, de -0.8% para -0.7% (juntamente com Setembro, as três primeiras quedas desde que estes dados começaram a ser divulgados, em Setembro de 1998). Todavia, nos Empréstimos às Empresas Não-financeiras, a queda homóloga agravou-se (de -1.2% para -1.9%), ao passo que, em sentido inverso, os Empréstimos às Famílias subiram 0.5% face a igual período de 2008 (-0.1%, no mês anterior), resultado de um acréscimo de 0.3% nos Empréstimos para a Aquisição de Habitação (-0.2%, em Outubro) e de um abrandamento do ritmo de queda do Crédito ao Consumo (de -1.3% para -1.0%).



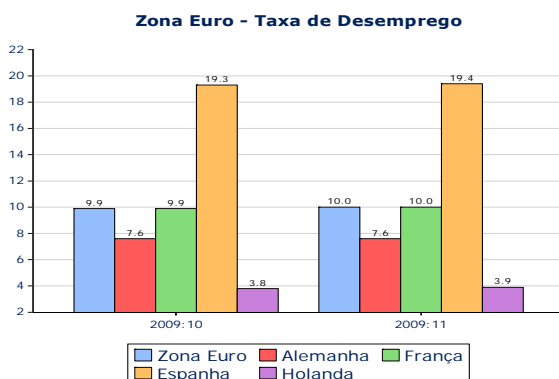
Por seu lado, o **Agregado Monetário M3** registou uma queda homóloga de 0.2%, a primeira contracção desde o início da série deste indicador,

em Janeiro de 1971, com a taxa de variação homóloga deste agregado a manter-se, assim, pelo 7º mês consecutivo, abaixo do *target* de 4.5% inicialmente avançado pelo BCE, como correspondendo ao crescimento consistente com a "estabilidade de preços" na região.

Igualmente a condicionar uma mais célere recuperação da actividade económica na região tem estado o **Mercado Laboral**, com a **Taxa de Desemprego** a registar uma nova subida, em Novembro, para 10%, o nível mais elevado desde Agosto de 1998. Adicionalmente, assistiu-se a uma revisão em alta do valor do mês anterior, traduzindo, assim, um agravamento desta taxa, em Outubro, de 9.8% para 9.9%, quando, anteriormente, havia sido avançada uma manutenção.



Assim, e desde que se iniciou o actual ciclo de subida, em Abril de 2008, quando a taxa passou de 7.2% para 7.3% (e que foi, apenas, temporariamente interrompido dois meses depois, quando esta se manteve inalterada, em 7.4%), a Taxa de Desemprego não tem parado de subir.

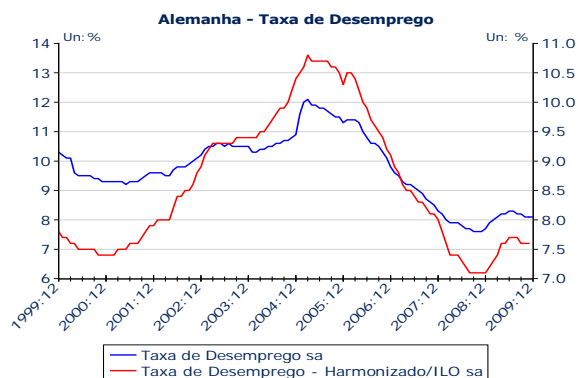


Entre os países da Zona Euro, as menores taxas continuam a ser registadas na Holanda (3.9%) e

na Áustria (5.5%), onde se observou, respectivamente, um acréscimo e um decréscimo de 0.1 p.p.. Inversamente, os níveis de Desemprego mais elevados continuaram a ser observados em Espanha (19.4%), na Eslováquia (13.6%) e na Irlanda (12.9%), tendo-se voltado a assistir a um agravamento do Desemprego em todos estes países (respectivamente, de +0.1 p.p., +0.2 p.p. e +0.4 p.p.).

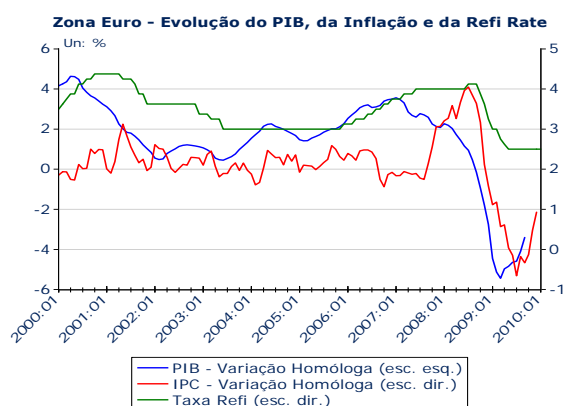
Na maior economia da Zona Euro, a Taxa de Desemprego manteve-se inalterada, nos 7.6%, mas com o registo do mês anterior a ser revisto em alta, em 0.1 p.p., ao passo que em França e na Itália observaram-se novas subidas, de 0.1 p.p., para 10.0% (máximo desde Outubro de 1999) e 8.3% (máximo desde Março de 2004), respectivamente, embora tendo-se assistido, no primeiro caso, a uma revisão em baixa do registo do mês anterior (-0.2 p.p.) e, no segundo, a uma revisão em alta (+0.2 p.p.).

É verdade que, também a este nível, começam a ser visíveis algumas melhorias: na **Alemanha**, a Taxa de Desemprego manteve-se nos 7.6%, pelo 3º mês consecutivo, depois de ter caído em Setembro; e a **Taxa de Desemprego (não harmonizada)**, divulgada pelas autoridades germânicas e já relativa a Dezembro, manteve-se novamente inalterada, tendo-se assistido, inclusivamente, a uma nova diminuição do número de desempregados. Contudo, noutras importantes economias da região, não se vislumbra um início de correcção para breve – em **Espanha**, o país com o maior nível de Desemprego na Zona Euro, o **Desemprego Registado** voltou a subir, em Dezembro, para um máximo desde, pelo menos, 1996.



Foi, assim, num contexto de uma recuperação económica que deverá continuar a revelar-se

lenta, por via da permanência de factores como os acima referidos, inibidores de um crescimento mais sustentado, que Jean-Claude Trichet fez questão de evidenciar, uma vez mais, aquando da última **Reunião do Conselho de Governadores do BCE**, no passado dia 14 de Janeiro, que as perspectivas económicas na região continuam sujeitas a muita incerteza – identificando como principais factores de risco à recuperação, o preço das matérias-primas, o proteccionismo e a fragilidade do sector bancário resultante da quebra observada na economia real – reconhecendo, nesse sentido, a possibilidade da actual recuperação poder vir a pautar-se por alguma irregularidade.

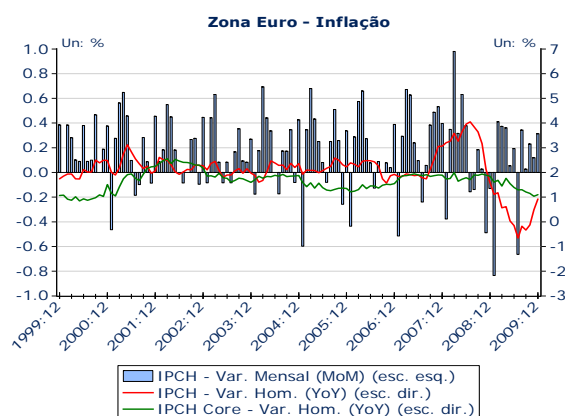


No que se refere às decisões de Política Monetária, e conforme esperado, a Autoridade optou por manter inalterada a taxa de juro de referência na Zona Euro, a *Refi Rate*, em 1.00%, nível em que se encontra desde Maio do ano passado. Na conferência de imprensa que se seguiu ao anúncio da decisão, Trichet referiu que este continua a ser o nível de juros apropriado, num contexto de pressões inflacionistas contidas, e que a Autoridade irá continuar a implementar a retirada gradual das medidas extraordinárias de estímulo de liquidez, já anunciada na anterior reunião, reiterando que estas já não são necessárias na mesma extensão que no passado.

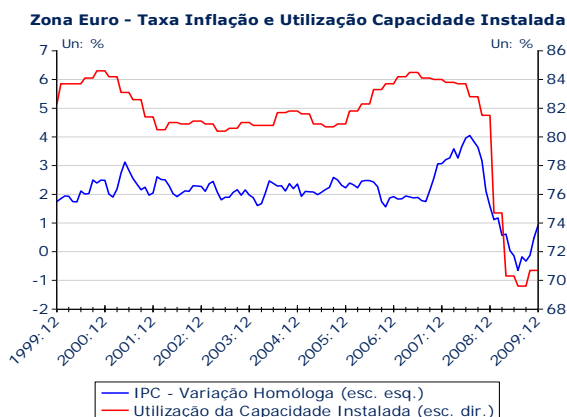
Relativamente à avaliação da situação actual, Trichet referiu que, tendo em conta a informação disponibilizada desde a última reunião (3 de Dezembro de 2009), a Evolução dos Preços deverá manter-se relativamente moderada ao longo do horizonte relevante para efeitos da política monetária. Relativamente à Actividade Económica, o BCE referiu que a Zona Euro terá continuado a expandir-se no final de 2009, embora alertando

para o facto de alguns dos factores que contribuíram para o crescimento observado na segunda metade de 2009 terem sido de natureza temporária. O Conselho de Governadores espera que o PIB cresça a um ritmo moderado, em 2010, reconhecendo, no entanto, a possibilidade de alguma irregularidade no processo de recuperação e sublinhando que as perspectivas continuam sujeitas a muita incerteza. A Autoridade referiu que as expectativas de Inflação de médio e longo prazo se mantêm firmemente ancoradas ao objectivo do BCE de manter a Taxa de Inflação abaixo, mas perto, de 2%, voltando comprometer-se em retirar os estímulos monetários logo que considere que a liquidez concedida constitui um perigo para a Inflação.

De resto, os últimos dados conhecidos sobre a **Evolução dos Preços** na região não permitem, para já, sustentar um eventual cenário de pressões inflacionistas. É verdade que a estimativa final para a **Taxa de Inflação Homóloga**, medida pelo Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH), veio confirmar, em Dezembro, a estimativa preliminar, de um acréscimo de 0.4 p.p., para 0.9%, o nível mais elevado desde Fevereiro de 2009, tendo com esta subida apresentado o seu 2º registo positivo consecutivo, depois de se ter mantido em terreno negativo (situação inédita desde, pelo menos, 1970) desde o passado mês de Junho. No entanto, o acréscimo de Inflação observado resulta, essencialmente, dos efeitos de base associados aos preços da *commodities*, que, em Novembro, passaram a ser positivos. Reflexo disto mesmo, a variação homóloga do IPCH *Core* apresentou uma subida bem menos intensa, passando de 1.0% para 1.1%, interrompendo a tendência de desaceleração iniciada em Maio de 2009.

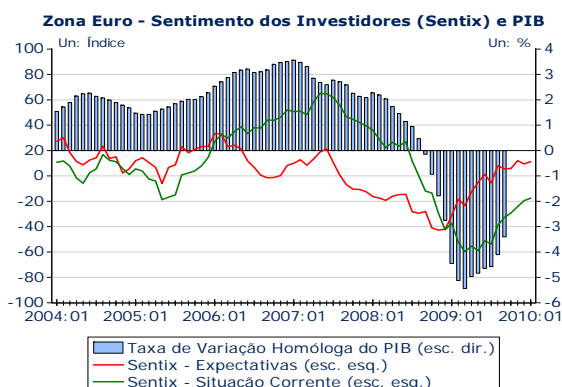


Acresce que, com as perspectivas de crescimento para a economia da região a manterem-se moderadas, aliado ao facto de esta apresentar, actualmente, níveis de utilização dos factores produtivos historicamente muito baixos, permitenos afastar, para já, uma situação de pressões inflacionistas suficientemente elevadas para justificar uma alteração da Política Monetária actualmente em curso.

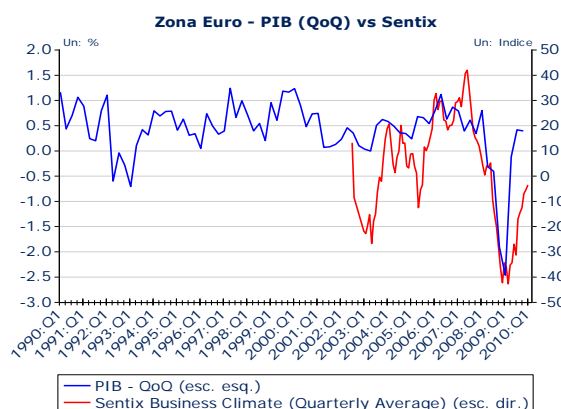


Com efeito, os indicadores macroeconómicos já conhecidos para o 1ºT2010, embora sendo, ainda, apenas de âmbito qualitativo, têm vindo a evidenciar um acerto abrandamento do ritmo de recuperação da actividade.

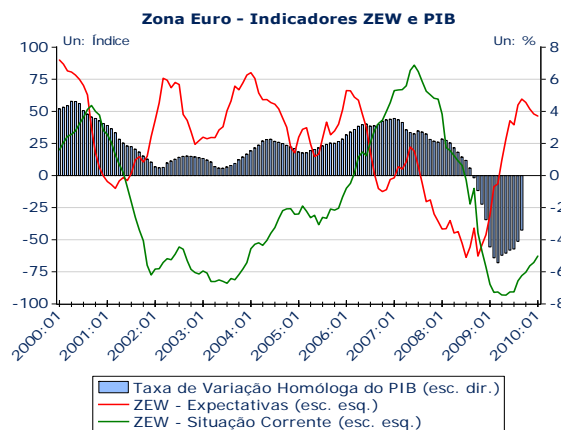
É o caso do **Indicador de Sentimento Económico dos Investidores (Sentix)**, que registou, em Janeiro, a sua 6ª subida consecutiva, de -5.5 para -3.7 pontos, o valor mais elevado desde Junho de 2008 (+5.2 pontos), mas em que continua a ser evidente uma certa perda de fulgor no ritmo de subida do indicador. De facto, nas suas duas últimas leituras, o indicador apresentou os dois menores crescimentos do actual ciclo de seis subidas.



Não obstante, com este novo aumento, o *Sentix* continuou a trajectória ascendente iniciada em Julho de 2009, resultado de uma melhoria tanto da componente de Expectativas como da componente de Situação Actual. Na verdade, o avanço do indicador, em Janeiro, acaba, assim, por evidenciar a Confiança depositada pelos Investidores na permanência do actual processo de recuperação económica neste início de ano, encontrando-se em níveis consistentes com uma nova expansão da região, no 1ºT2009, pese embora ainda com muita informação em falta.



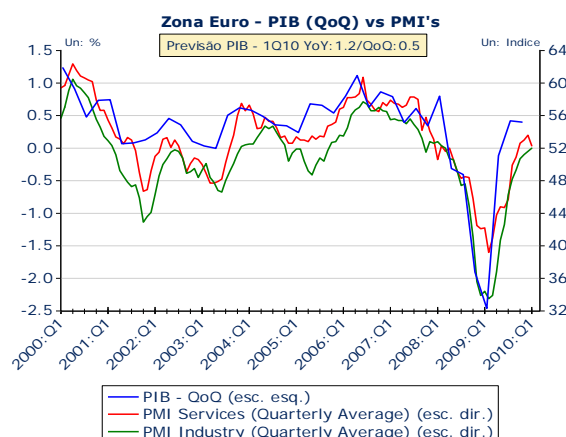
Já o indicador do instituto **ZEW (Expectativas)** que mede a **Confiança dos Investidores** relativamente ao crescimento da Zona Euro, registou, inclusivamente, uma descida de 1.6 pontos, em Janeiro, para 46.4 pontos, surpreendendo o mercado pela negativa, que esperava uma manutenção face aos valores do mês anterior (48 pontos). No entanto, apesar desta nova descida (a 4º consecutiva), o indicador mantém-se, pelo 10º mês consecutivo, em terreno positivo.



Por seu lado, o indicador deste instituto que avalia a Situação Corrente apresentou um comportamento favorável, tendo subido 5.1 pontos, para -62.7 pontos (a 6ª subida consecutiva), atingindo um máximo desde Novembro de 2008. Segundo o instituto ZEW, assistir-se-á a uma recuperação económica em 2010, na melhor das hipóteses, mas não a uma fase de franca recuperação, sendo que, o caminho para sair da recessão será longo e complexo.

Também a estimativa preliminar do **Indicador PMI Compósito** da Zona Euro, relativo ao mês de Janeiro, que engloba a actividade industrial e dos serviços na região, apontou para uma queda de 0.6 pontos, para 53.6 pontos, o que, a confirmar-se, representará a primeira descida do indicador, depois de um ciclo de 10 avanços consecutivos. O dado surpreendeu o mercado pela negativa, que esperava um avanço, para 54.4 pontos, pese embora com o indicador a manter-se, ainda assim, no 3º nível mais elevado desde Novembro de 2007 e sinalizando, pelo 6º mês consecutivo, uma expansão da actividade na região. A descida do *PMI Compósito* ficou a dever-se ao sector dos Serviços, onde o *PMI Services* caiu 1.3 pontos, para 52.3 pontos (mínimo desde Setembro de 2009), embora mantendo-se a sinalizar uma expansão da actividade pelo 5º mês consecutivo, já que, ao nível do sector industrial, a componente de Produção do *PMI Manufacturing*, que é a utilizada na construção do *PMI Compósito*, avançou 0.7 pontos, para 55.8 pontos (máximo desde Agosto de 2007), sinalizando uma expansão da actividade pelo 6º mês consecutivo. Também o índice geral *PMI Manufacturing* registou uma subida, de 51.6 para 52.0 pontos, encontrando-se num máximo desde Março de 2008 e, pelo 4º mês consecutivo, a sinalizar uma expansão, após 16 meses abaixo desse limiar.

indicador *PMI Compósito* – que esteve associada a comportamentos igualmente negativos nos sectores dos Serviços das duas principais economias da região –, a verdade é que, quando considerados conjuntamente, os indicadores *PMI* encontram-se a sinalizar (embora ainda com dois terços da informação trimestral em falta) uma expansão em cadeia do PIB da Zona Euro de 0.5%, neste primeiro trimestre do ano.



Também a última leitura do **Indicador Avançado da OCDE (CLI)** para a actividade económica da região continua a dar conta de uma melhoria da actividade no actual trimestre, com o registo de Novembro a exibir a 10ª subida consecutiva, para 104.6 pontos, depois de terem sido registados 103.5 pontos. Com este novo acréscimo, o indicador alcançou o nível mais elevado desde Abril de 1979 (104.7 pontos) e, pelo 4º mês consecutivo, acima da sua média de longo-prazo (100 pontos), após 14 meses abaixo desse nível, com a Organização a atribuir como *outlook* para a região, pela 3ª vez no actual ciclo, um "expansion".

Verificaram-se, igualmente, subidas nas quatro maiores economias da região: na Alemanha (de 102.5 para 103.9 pontos), em França (de 105.3 para 106.5 pontos), em Itália (de 106.3 para 107.2 pontos) e em Espanha (de 103.5 para 104.6 pontos), destacando-se os níveis actualmente apresentados pelo *CLI* em França e em Itália, em máximos desde Junho de 1962 e Setembro de 1973, respectivamente. Para a Alemanha, a OCDE atribuiu, pela 2ª vez no actual ciclo, um "expansion", quando anteriormente atribuía um "recovery", embora corresponda, entre as quatro maiores economias, à que viu o *CLI* ultrapassar os 100 pontos há menos tempo – apenas três meses.

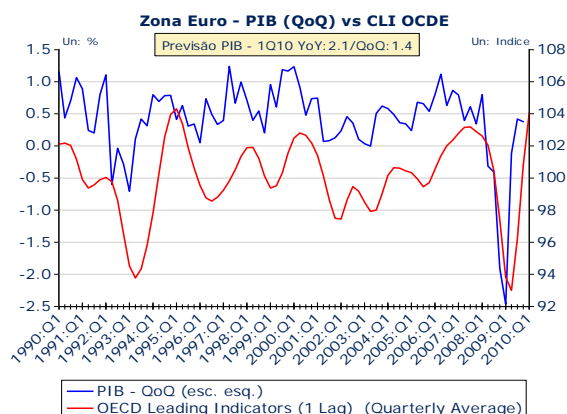
Zona Euro - Indicadores PMI

Un: Índice	Valor		Variação	
	Dez-09	Jan-10	Dez-09	Jan-10
Compósito	54.2	53.6	0.5	-0.6
Manufacturing	51.6	52.0	0.4	0.4
Manufacturing - Production	55.1	55.8	0.3	0.7
Services	53.6	52.3	0.6	-1.3
Alemanha - Manufacturing	52.7	53.4	0.3	0.7
Alemanha - Services	52.7	51.2	1.3	-1.5
França - Manufacturing	54.7	54.7	0.3	0.0
França - Services	58.7	57.0	-2.2	-1.7

Nota: O PMI Compósito é obtido através da média ponderada da componente de Produção do *PMI Manufacturing* e do *PMI Services*.

No entanto, apesar desta ligeira correcção do

Para França e Itália, a Organização manteve, pelo 3º mês consecutivo, o *outlook* "expansion", com os respectivos indicadores a afastarem-se, de uma forma cada vez mais consistente, dos 100 pontos.



Assim, e em resultado das últimas subidas observadas pelo Indicador Avançado da OCDE, este encontra-se a sinalizar um crescimento do PIB da Zona Euro no actual trimestre, cujo valor deverá ser, no entanto, excessivo, já que o objectivo deste indicador não é tanto o de prever o nível de crescimento, mas sim detectar inversões do ciclo económico.

De resto, trata-se de um valor (repita-se, meramente com carácter indicativo) bastante superior ao avançado pela Organização nas suas últimas **Previsões Económicas**, publicadas no *Economic Outlook n.º86*, no dia 19 de Novembro, e que apontam para uma expansão trimestral de apenas 0.2%, no 1ºT2009 (+0.8%, em termos anualizados), que acaba por se revelar, ainda assim, superior ao valor avançado pela CE, cerca de duas semanas antes (+0.1%).

Em termos médios anuais, a OCDE, que foi a última entidade internacional a efectuar projecções para a Zona Euro (para além do BCE, que divulgou as previsões do seu *Staff* no dia 3 de Dezembro), acabou por se colar às projecções da CE no que se refere ao crescimento do **PIB** em 2009 (-4.0%), o que representou uma considerável revisão em alta face ao valor avançado no seu anterior *Economic Outlook* (-4.8%, em Junho de 2009), mas a uma ligeira revisão em baixa face aos -3.9% avançados nas suas anteriores previsões intermédias, publicadas no início de Setembro. No entanto, para 2010 e 2011, a OCDE acabou por se revelar mais optimista do que a Comissão (bem como do que o BCE e o FMI, embora acabemos por atribuir menos

relevância a este último, dado as respectivas previsões terem sido publicadas há mais tempo), projectando um acréscimo de 0.9%, para este ano (0.0%, nas previsões de Junho), e de 1.7%, em 2011, que comparam com os crescimentos de 0.7% e 1.5% previstos pela CE e dos 0.8% e 1.2% avançados pelo BCE.

Zona Euro - Previsões Económicas

Un: %	BCE		OCDE		CE		FMI	
	03-Dez		19-Nov		03-Nov		01-Out	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB	-4.0	0.8	-4.0	0.9	-4.0	0.7	-4.2	0.3
Consumo Privado	-1.1	0.3	-1.0	0.0	-1.0	0.2	-	-
Consumo Público	2.6	1.1	2.3	1.1	2.0	1.1	-	-
Investimento (FBCF)	-10.9	-1.6	-10.6	-1.0	-10.7	-1.9	-	-
Exportações	-13.5	3.1	-	-	-14.2	2.1	-	-
Importações	-11.8	2.5	-	-	-12.5	1.1	-	-
Inflação	0.3	1.3	0.2	0.9	0.3	1.1	0.3	0.8
Desemprego	-	-	9.4	10.6	9.5	10.7	9.9	11.7
Saldo Orçamental	-	-	-6.1	-6.7	-6.4	-6.9	-6.2	-6.6

Fonte: FMI, OCDE, Comissão Europeia e BCE.

De acordo com a OCDE, o regresso ao crescimento no 3ºT2009 terá correspondido ao início de uma retoma que deverá continuar a observar-se, embora de uma forma gradual. A recuperação económica global irá permitir um fortalecimento da Procura Externa, e a retoma moderada no ciclo de inventários das empresas irá suportar o crescimento da região no curto prazo. O Investimento Empresarial deverá continuar a ser restringido pela fraca rentabilidade e pela baixa Utilização da Capacidade Instalada até 2010, e o Consumo Privado deverá continuar pressionado, designadamente, pela contínua fraqueza do Mercado Laboral. Segundo a Organização, o Investimento Residencial também deverá diminuir até 2010, reflectindo o declínio dos preços e o excesso de oferta em algumas economias. A melhoria das condições financeiras e uma Política Monetária acomodaticia deverão permitir o crescimento da Procura Privada, que deverá ganhar impulso gradualmente ao longo de 2011, embora o crescimento do emprego deva permanecer modesto.

Efectivamente, e depois da **Taxa de Desemprego** de 7.5% observada em 2008, a OCDE previa um agravamento desta taxa para 9.4%, em 2009, e para 10.6% e 10.8% em 2010 e 2011, respectivamente, valores que se situam 0.1 p.p. abaixo dos previstos pela CE. A Organização considera que o pico do Desemprego na região não deva ser atingido antes do final de 2010 ou início de 2011, sendo este um dos principais factores (juntamente com a actual debilidade do mercado

do crédito) para que a retoma económica se revele frágil.

Em termos de **Evolução dos Preços**, e apesar da melhoria das perspectivas económicas, a OCDE considera que as pressões inflacionistas se manterão muito baixas ao longo do período de previsão. Assim, prevê, para este ano, uma Taxa de Inflação de 0.9%, inferior à prevista tanto pela Comissão (+1.1%), como pelo BCE (+1.3%), e de 0.7% para o próximo ano (+1.5% e +1.4%, pela CE e o BCE, respectivamente).

Países da Zona Euro - Previsões Económicas

Un: %		CE		FMI		OCDE	
		3-Nov		1-Out		19-Nov	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB	Alemanha	-5.0	1.2	-5.3	0.3	-4.9	1.4
	Espanha	-3.7	-0.8	-3.8	-0.7	-3.6	-0.3
	França	-2.2	1.2	-2.4	0.9	-2.3	1.4
	Itália	-4.7	0.7	-5.1	0.2	-4.8	1.1
Inflação	Alemanha	0.3	0.8	0.1	0.2	0.2	1.0
	Espanha	-0.4	0.8	-0.3	0.9	-0.4	0.8
	França	0.1	1.1	0.3	1.1	0.1	1.0
	Itália	0.8	1.8	0.7	0.9	0.7	0.9
Desemprego	Alemanha	7.7	9.2	8.0	10.7	7.6	9.2
	Espanha	17.9	20.0	18.2	20.2	18.1	19.3
	França	9.5	10.2	9.5	10.3	9.1	9.9
	Itália	7.8	8.7	9.1	10.5	7.6	8.5
Saldo Orçamental	Alemanha	-3.4	-5.0	-4.2	-4.6	-3.2	-5.3
	Espanha	-11.2	-10.1	-12.3	-12.5	-9.6	-8.5
	França	-8.3	-8.2	-7.0	-7.1	-8.2	-8.6
	Itália	-5.3	-5.3	-5.6	-5.6	-5.5	-5.4

Fonte: FMI, OCDE e Comissão Europeia (CE).

Relativamente às projecções económicas para os principais países da região, as últimas previsões da OCDE apontam para uma forte contracção da maior economia da região, em 2009 (-4.9%), que será, ainda assim, inferior à avançada pela CE (-5.0%), o mesmo se verificando com a Espanha, para a qual a Organização espera uma queda de 3.6%, inferior, em 0.1 p.p., à perspectivada pela Comissão. No entanto, relativamente à França e à Itália, a OCDE apresenta-se mais pessimista do que a CE, projectando quedas de 2.3% e 4.8%, respectivamente, quando a CE aponta para quedas 0.1 p.p. inferiores. Já para este ano, a OCDE prevê melhores performances para qualquer uma destas economias, com destaque para a italiana, onde avança com uma expansão de 1.1%, quando a CE espera um crescimento de 0.7%. Relativamente à Alemanha e à França, são esperados crescimentos de 1.4%, quando a Comissão aponta para 1.2%. Refira-se, ainda, que, entre as quatro principais economias da região, e à semelhança do perspectivado pelas restantes entidades internacionais, a Espanha permanece como a única

para o qual ainda é aguardado um crescimento negativo no próximo ano (-0.3%). A Espanha corresponde, assim, a um dos únicos cinco países pertencentes à OCDE que ainda deverão contrair no próximo ano – os outros são a Grécia (-0.7%), a Hungria (-1.0%), a Islândia (-2.1%) e a Irlanda (-2.3%) –, com a agravante de corresponder à economia para o qual se espera um crescimento mais modesto para 2011 (+1.0%).

A OCDE fez, ainda, algumas **Recomendações**, designadamente ao nível da Política Monetária, defendendo que os baixos níveis da Inflação *Core*, as condições de crédito relativamente apertadas e um *Output Gap* persistentemente negativo ao longo de todo o período de previsão serão compatíveis com uma manutenção da actual política expansionista até final de 2010. Depois dessa data, a Organização defende que a retirada das medidas de emergência de suporte ao crédito, bem como o gradual aumento da taxa de juro de referência na região. A OCDE considera, ainda, que as perspectivas de crescimento para a região, a médio-prazo, sairão reforçadas com a apresentação de planos claros e credíveis relativos à necessária consolidação orçamental futura (a Organização prevê um agravamento do **Déficé Orçamental** de 2.0%, em 2008, para 6.1%, em 2009, e 6.7%, este ano, valores que se situam, ainda assim, abaixo dos projectados pela CE), bem como de medidas estruturais destinadas a aprofundar o mercado interno, aumentar a competitividade e reforçar a supervisão financeira.

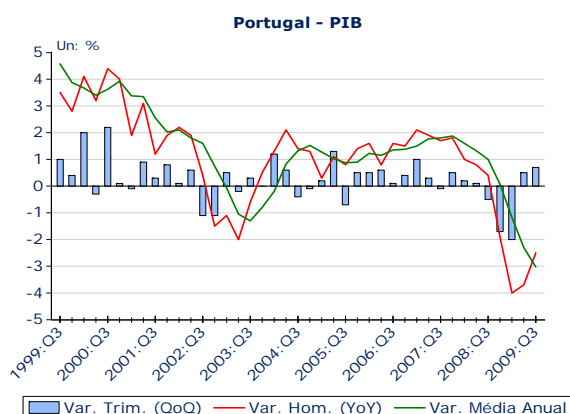
Ainda relativamente a estas últimas projecções económicas da OCDE, a Organização considera que estas se encontram rodeadas de uma elevada incerteza, mas que os riscos estão equilibrados. Assim, e como principais fontes de risco, destaca a situação nos mercados financeiros, a possibilidade dos estímulos de política serem removidos mais rapidamente do que o previsto, a incerteza quanto ao processo de ajustamento dos balanços no sector privado, uma recuperação mais forte do comércio mundial associada à procura de regiões não pertencentes à OCDE e a possibilidade de se verificarem movimentos rápidos das taxas de câmbio.

José Miguel Moreira
JoseMoreira@Montepio.pt

Portugal – Economia portuguesa deverá ter recuado, ligeiramente, no 4ºT2009

A estimativa final do PIB, relativo ao 3ºT2009, reviu em baixa crescimento em cadeia, de 0.9% para 0.7%, confirmando, ainda assim, o 2º crescimento trimestral consecutivo. No entanto, para o 4ºT2009, e atendendo à informação actualmente já disponível, o cenário não se nos afigura tão favorável, com o nosso Indicador Compósito para o PIB português a encontrar-se, actualmente, a apontar para uma ligeira contracção (-0.1%), contrariando, de certa forma, os valores mais optimistas apresentados pelo Banco de Portugal nas suas últimas previsões económicas. Acresce que os sinais que se vislumbram, actualmente, para a economia nacional permanecem, essencialmente, fracos.

No passado dia 9 de Dezembro, o Instituto Nacional de Estatística (INE) divulgou a estimativa final para o PIB da economia nacional, relativo ao 3ºT2009, que veio rever em baixa o crescimento trimestral da economia portuguesa, de 0.9% para 0.7%, embora confirmando o 2º crescimento consecutivo (+0.5%, no 2ºT2009). Em termos homólogos, a contracção do PIB foi revista de 2.4% para 2.5%, que compara, favoravelmente, com a queda de 3.7% observada no trimestre anterior.



Com a estimativa final foram, também, conhecidos os dados em detalhe do PIB, na óptica da Despesa, que mostram que o crescimento da economia nacional terá sido, essencialmente, impulsionado pelo Investimento e pelo Consumo Privado. Assim, o Consumo Privado cresceu 0.8%, em termos trimestrais, depois de ter subido 0.2% no 2ºT2009, o Consumo Público subiu 1.4% (-1.7%,

no trimestre anterior), o Investimento em Capital Fixo (FBCF) expandiu 8.6%, que contrasta fortemente com a contracção de 4.1% observada no 2ºT2009, tendo as Exportações e as Importações registado crescimentos de 5.9% e 9.0%, respectivamente (no trimestre anterior, +2.3% e -2.2%, respectivamente), com as Exportações Líquidas a voltarem a apresentar, neste sentido, um contributo negativo para o crescimento do PIB.

Portugal - PIB

Un: %	Crescimento Trimestral				Crescimento Homólogo			
	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
PIB	-1.7	-2.0	0.5	0.7	-1.9	-4.0	-3.7	-2.5
Consumo Privado	-0.3	-1.7	0.2	0.8	1.1	-1.4	-0.9	-1.1
Consumo Público	1.0	1.8	-1.7	1.4	1.6	3.2	1.2	2.4
FBCF	-6.2	-8.2	-4.1	8.6	-7.1	-14.4	-17.6	-10.4
Procura interna	-1.4	-2.4	-1.0	2.3	-0.6	-3.4	-4.1	-2.5
Importações	-6.5	-7.8	-2.2	9.0	-4.4	-14.4	-14.4	-8.0
Exportações	-8.9	-8.5	2.3	5.9	-8.9	-19.0	-15.8	-9.7

Fonte: INE.

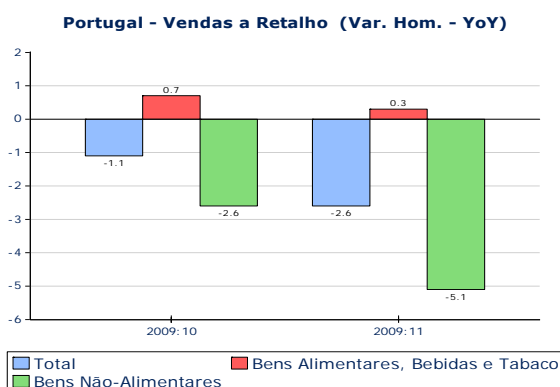
Segundo o INE, a revisão em baixa do PIB terá reflectido, sobretudo, informação mais actualizada sobre o Comércio Internacional, designadamente na componente de Bens.

Conhecidos os dados oficiais sobre o desempenho da economia nacional até ao 3ºT2009, faz, assim, sentido questionarmo-nos, tal como o fizemos há cerca de três meses atrás, sobre se as subidas do PIB observadas nos dois trimestres intermédios do ano passado serão sustentáveis ou se estaremos, apenas, perante uma ligeira correcção, depois das fortes quedas observadas nos trimestres anteriores.

Mesma pergunta, mas, infelizmente, repostas diferentes. Aquando da nossa antevisão sobre como teria evoluído o PIB, no 3ºT2009, efectuada no nosso anterior comentário, as indicações que eram dadas pelos diversos indicadores macroeconómicos não deixavam quaisquer dúvidas sobre qual teria sido o sentido de evolução da economia nesse trimestre – o de expansão!

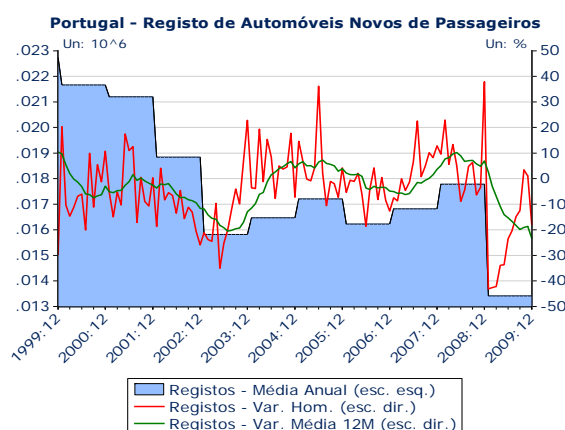
No entanto, para o 4ºT2009, a informação já disponível não deixa antever uma evolução da economia nacional tão favorável quanto a observada nos dois anteriores trimestres, sendo perfeitamente possível ter-se assistido, mesmo, a uma ligeira contracção do PIB português. Embora isto não queira dizer que o processo de recuperação que a economia actualmente atravessa seja insustentável, sugere, sem dúvida, que o caminho a percorrer será, ainda, longo, com a recuperação a dever revelar-se lenta e irregular.

Com efeito, e começando pela análise aos dados económicos já conhecidos para o 4ºT2009, numa óptica da Procura, temos que, a respeito do **Consumo Privado**, a última leitura das **Vendas a Retalho**, referente a Novembro, revelou-se negativa, a dar conta de um decréscimo mensal de 1.1%, tendo, ainda, se assistido a uma revisão em baixa do crescimento observado no mês anterior, em 0.4 p.p., para 1.3%. Em termos homólogos, as Vendas mantiveram-se em terreno negativo, pelo 12º mês consecutivo, tendo-se assistido a um agravamento da queda, de -1.1% para -2.6%, depois de dois desagrvamentos consecutivos, com a evolução do índice agregado a resultar de reduções das taxas de variação em ambos os agrupamentos considerados, embora de diferentes intensidades, e com o comércio de Bens Alimentares a manter-se, ainda, em terreno positivo.

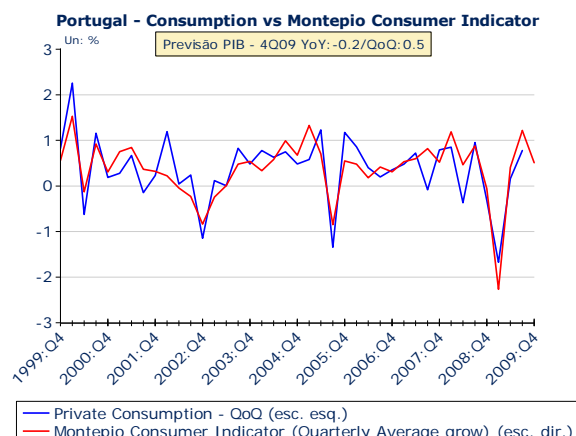


Resultado deste comportamento negativo, em termos trimestrais, e embora ainda sem um terço da informação disponível para o 4ºT2009, as Vendas a Retalho apresentam um decréscimo de 0.8% face ao trimestre anterior, depois do crescimento de 2.7% observado no 3ºT2009, encontrando-se, neste sentido, a contribuir negativamente para a evolução do Consumo Privado no último trimestre de 2009.

Estes dados negativos sobre a evolução do comércio retalhista, em Novembro, acabaram, no entanto, por ser compensados pelos conhecidos sobre o sector automóvel, já referentes a Dezembro, e que deram conta de um forte crescimento mensal das **Vendas de Automóveis Ligeiros de Passageiros** de 17.8%, quando ajustadas de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), depois do decréscimo de 0.5% observado em Novembro.



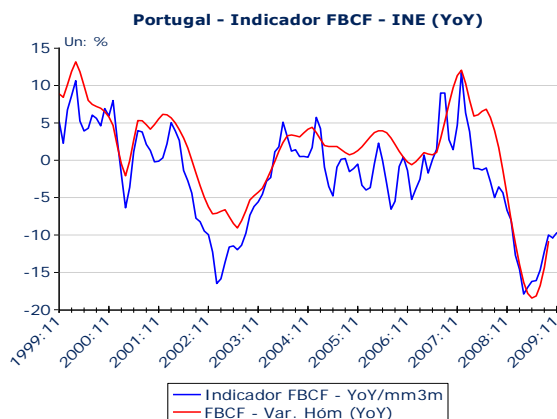
Assim, e completada a informação relativa ao 4ºT2009, as Vendas de Automóveis evidenciam um crescimento médio trimestral de 18.8%, representando o 3º acréscimo consecutivo (+18.9%, no 3ºT2009), depois da forte queda observada no 1ºT2009 (-44.1%), tendo, neste caso, voltado a contribuir favoravelmente para a evolução Consumo de Bens Duradouros no país.



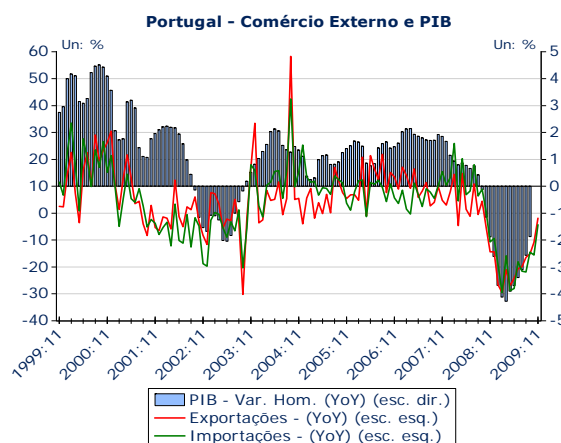
No cômputo geral, e quando considerada a informação trimestral actualmente já disponível (não apenas as Vendas a Retalho e as Vendas de Automóveis, mas, também, a Confiança dos Consumidores e as Confianças nos Serviços e no Comércio a Retalho), o **Indicador Compósito para o Consumo Privado português**, calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio, encontra-se a sinalizar um crescimento de 0.5% deste agregado, no 4ºT2009. Trata-se, assim, de um valor inferior ao observado no trimestre anterior (+0.8%), mas que, no entanto, e a confirmar-se, deverá valorizar-se, face à difícil situação que o mercado laboral actualmente atravessa, e num trimestre onde as expectativas

sobre a evolução da actividade económica permanecem, ainda, muito reservadas.

Em termos de **Investimento**, a última leitura do indicador de Investimento em Capital Fixo (FBCF) do INE exibiu, nos três meses terminados em Novembro, uma queda homóloga menos expressiva do que a observada em Outubro, ao passar de -10.4% para -9.7% (depois de ter contraído 10.0%, no 3ºT2009), encontrando-se a sugerir (embora ainda sem a leitura de Dezembro) uma evolução homóloga do Investimento ligeiramente mais favorável do que a observada no 3ºT2009, mas sinalizando, no entanto, em termos trimestrais, o regresso do Investimento a terreno negativo, no 4ºT2009, depois do crescimento anormalmente elevado observado no 3ºT2009 (+8.6%).

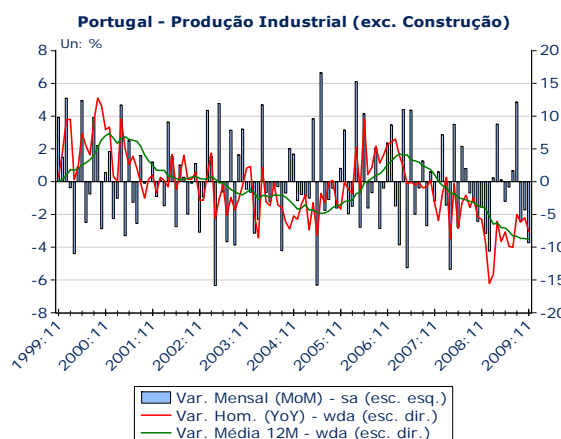


Ainda do lado da Procura, mas, agora, da Procura Externa, a leitura de Novembro da **Balança Comercial** também revelou um agravamento da situação, ao dar conta de um saldo negativo de 1 716 milhões de euros, um Défice superior ao observado no mês anterior, no valor de 1 623 milhões de euros, mas para níveis, ainda assim, inferiores aos registados no mesmo mês dos dois anos anteriores. Este agravamento do Défice ficou a dever-se a uma queda das Exportações (-2.1% vs +4.1%, no mês anterior), ao mesmo tempo que as Importações registaram um crescimento menor (+0.7% vs +1.3%, em Outubro), reflectindo não apenas a sazonalidade desse mês, já que, quando descontado desse efeito (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), os dados de Novembro da Balança Comercial acabam por apresentar um agravamento superior. No entanto, e embora ainda sem a leitura de Dezembro, estes dados continuam a evidenciar um ligeiro decréscimo trimestral do Défice, no 4ºT2009.



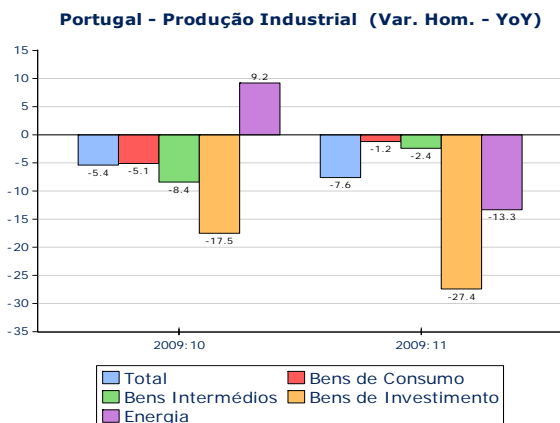
Neste sentido, os últimos dados conhecidos sobre o Consumo Privado e o Comércio Externo foram, de um modo geral, negativos (a grande excepção foram as Vendas de Automóveis), embora mantendo-se, em termos trimestrais, a revelar-se relativamente favoráveis.

De resto, a situação difícil que a economia portuguesa actualmente atravessa (e que deverá ter-se reflectido num registo do PIB medíocre, no 4ºT2009) fica mais evidente quando analisada a informação macroeconómica já disponível, numa óptica da Oferta, que revela um mau desempenho dos principais sectores de actividade ao longo dos dois primeiros meses do 4ºT2009.

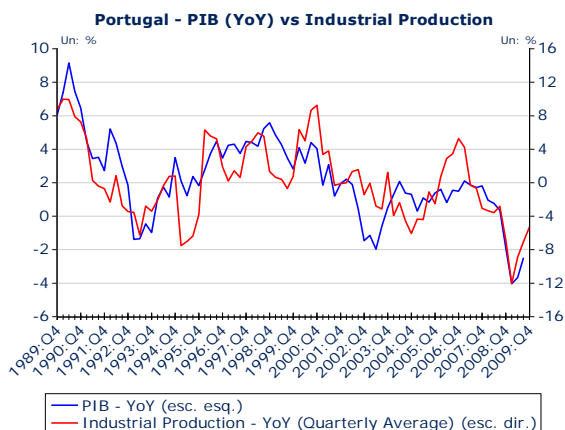


Com efeito, ao nível do sector industrial, a leitura de Novembro da **Produção Industrial** veio dar conta da 3ª queda mensal consecutiva, de 3.7% (-1.7% em Outubro), com os contributos positivos apresentados pelos Bens de Investimento (+0.1 p.p.) e pelos Bens Intermedios (+0.4 p.p.) a revelarem-se insuficientes para compensar o comportamento negativo nos restantes

agrupamentos. Em termos homólogos, a Produção registou uma queda de 7.6%, o que representa um novo agravamento do ritmo de queda face ao valor observado no mês anterior (-5.4).

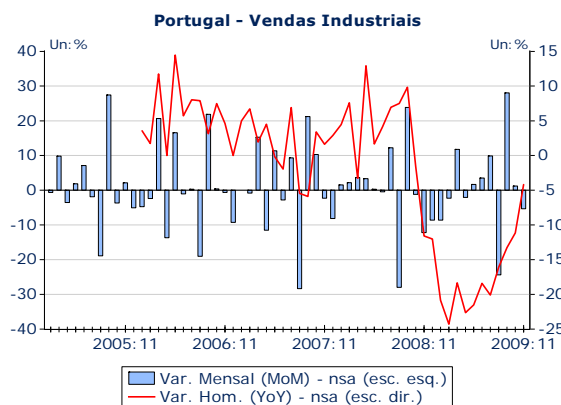


Assim, no 4ºT2009, e embora ainda apenas com dois terços da informação trimestral relevante, a Produção Industrial evidencia um forte decréscimo de 3.6% face ao trimestre anterior, anulando grande parte dos acréscimos observados nos dois trimestres anteriores (+2.4%, no 3ºT2009, e +1.6%, no 2ºT2009), com a Produção a manter-se num nível apenas ligeiramente superior ao observado no 1ºT2009, e a sinalizar uma contracção da actividade.



Os últimos dados conhecidos sobre o **Volume de Negócios na Indústria** também espelham o mau momento do sector industrial, pese embora com a leitura de Novembro a revelar-se menos negativa do que a do mês anterior, podendo estar a indiciar, para Dezembro, uma evolução da actividade industrial menos negativa do que a observada em Novembro. Com efeito, assistiu-se a um novo abrandamento do ritmo de queda homóloga das

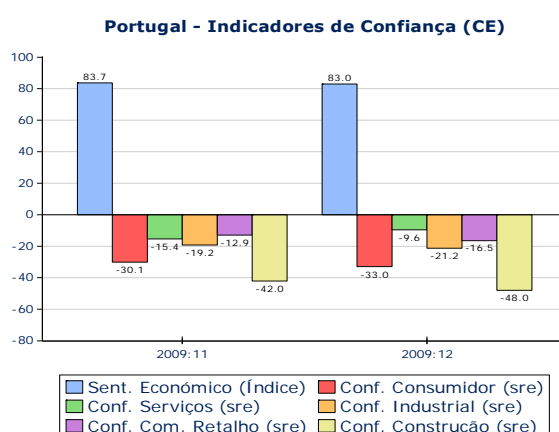
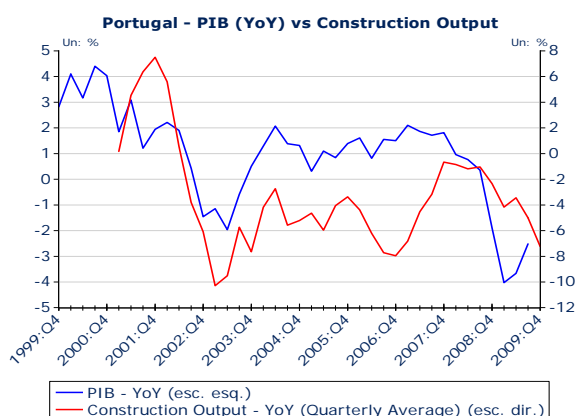
Vendas Industriais (o 4º consecutivo), de -10.7% para -4.1%, tendo esta variação negativa menos acentuada reflectido a performance do Mercado Externo (-1.6% vs -14.3%, em Outubro), mas, também, ainda que menos intensamente, a do Mercado Nacional (-5.5% vs -8.6%, em Outubro).



Deve-se, no entanto, referir que o comportamento da taxa de variação homóloga pode estar associada, em parte, a efeitos de base, particularmente significativos ao nível do Mercado Externo, e, em termos dos Grandes Agrupamentos Industriais, dos Bens Intermediários. Efectivamente, este agrupamento registou a única variação homóloga positiva, de 1.1% (-13.6%, no mês anterior).

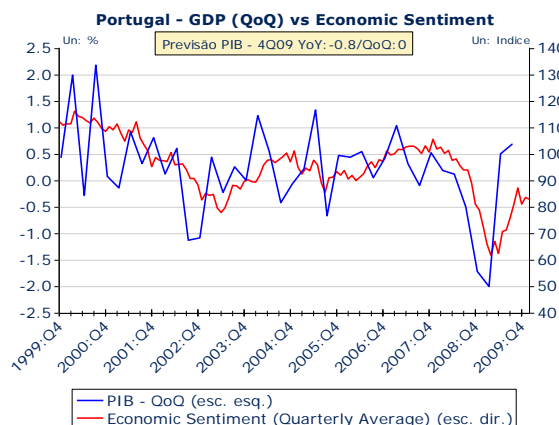
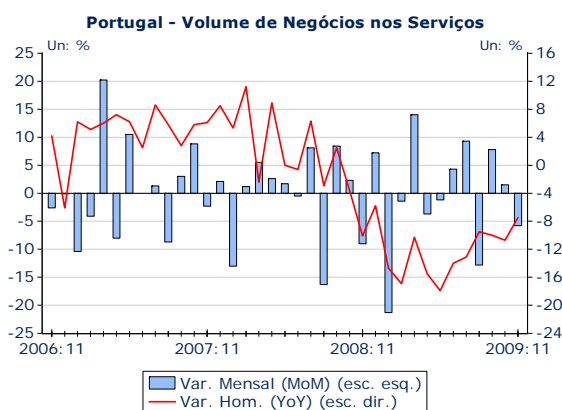
Também o sector da Construção atravessa um momento complicado, com a leitura de Novembro da **Produção na Construção** (média móvel de 3 meses) a dar conta de um decréscimo mensal de 0.9%, que correspondeu à 6ª queda mensal consecutiva da actividade (-1.6%, no mês anterior) e que ficou a dever-se a uma evolução negativa de ambos os segmentos, mas com maior intensidade no da Engenharia Civil (-1.2% vs -0.7%, no da Construção de Edifícios), ainda que, em termos homólogos, a Construção de Edifícios exiba uma contracção bem superior (-9.4%) à apresentada pela Engenharia Civil (-5.3%).

A actividade no sector da Construção encontra-se, agora, cerca de 7.4% abaixo da observada no período homólogo (o maior decréscimo desde Fevereiro de 2007), representando um novo agravamento da queda e evidenciando, em termos trimestrais, uma contracção da Produção de cerca de 3.2%, no 4ºT2009, um valor significativamente superior à observada no 3ºT2009 (-1.9%).



Do lado sector dos Serviços, a situação não está muito melhor, com os dados de Novembro do **Volume de Negócios nos Serviços** a revelarem uma manutenção do sector em terreno negativo, em termos homólogos (-7.5%) – embora correspondendo à menor contracção homóloga registada em 2009 –, resultado de um contributo negativo de todas as secções, mas com o contributo mais influente a ser dado pelo Comércio por Grosso; reparação de veículos automóveis e motociclos (-5.1 p.p.). Em termos mensais, e quando ajustado de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), o Volume de Negócios caiu 0.4% (-3.5%, em Outubro), com a variável a apresentar, no 4ºT2009 (ainda sem o dado de Dezembro), uma queda de 3.9%, depois do acréscimo de 4.6% observado no 3ºT2009.

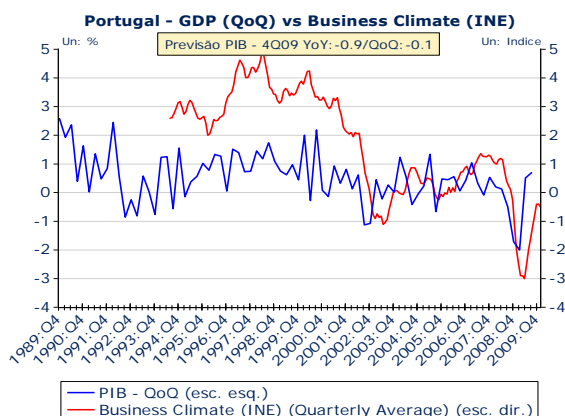
Com efeito, as leituras de Dezembro dos **Indicadores de Confiança da Comissão Europeia (CE)** revelaram um comportamento misto, mas globalmente negativo, tendo-se assistido a uma melhoria da Confiança no sector dos Serviços, depois de três descidas consecutivas, mas a uma queda na Indústria, no Comércio a Retalho, na Construção e nos Consumidores, nestes dois últimos, pelo 2º mês consecutivo.



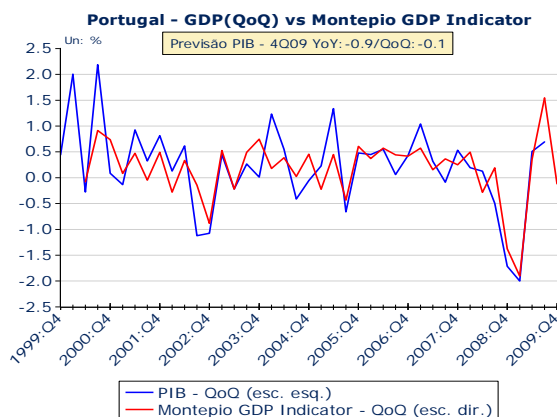
À informação transmitida pelos dados quantitativos junta-se a proveniente dos indicadores qualitativos, já referente a Dezembro, e que não deixa antever uma evolução mais favorável destes sectores, no último mês de 2009, não obstante a melhoria de Confiança nos Serviços.

Reflexo deste comportamento, o **Indicador de Sentimento Económico** registou uma queda de 0.7 pontos (a 2ª queda dos últimos 3 meses, mas também, dos últimos 8 meses), para 83.0 pontos, depois da subida registada no mês anterior (de +2.5 pontos). Apesar desta descida, que evidencia uma perda de fulgor na retoma económica iniciada no 2ºT2009, o indicador ainda se encontra no 3º nível mais elevado desde Setembro de 2008 (os outros observaram-se no mês anterior e em Setembro), encontrando-se a sinalizar, quando considerado isoladamente, uma relativa estagnação da actividade, no trimestre passado.

Também o **Indicador de Clima Económico**, divulgado pelo INE, que é calculado com base na média móvel de 3 meses das confianças empresariais, registou, em Dezembro, uma ligeira diminuição, de -0.4 para -0.5 pontos, após ter estabilizado no mês anterior, quando interrompeu um ciclo de 6 subidas consecutivas. Ainda assim, o Indicador mantém-se no 3º nível mais elevado desde Outubro de 2008, depois de, em Abril, ter registado o valor mais baixo da série iniciada em 1989, encontrando-se a sinalizar uma ligeira contracção trimestral do PIB, no 4ºT2009 (-0.1%).

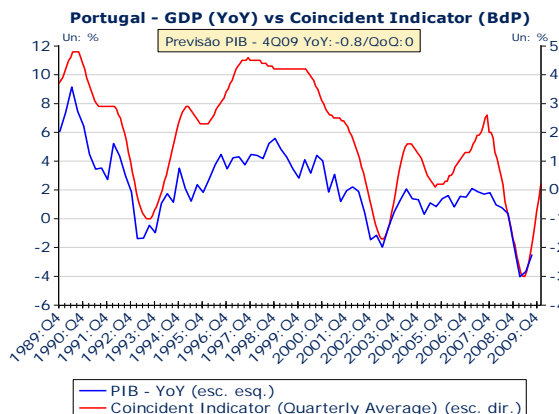


Com efeito, e apesar dos últimos dados mais favoráveis divulgados sobre o Consumo Privado (i.e., Vendas de Automóveis, em Dezembro), é, também, para uma ligeira contracção do PIB, no último trimestre de 2009 (e, igualmente, de 0.1% depois das expansões de 0.5% e 0.7% observadas no 2ºT2009 e 3ºT2009, respectivamente), que aponta, actualmente, o **Indicador Compósito para o PIB de Portugal**, calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio e que engloba informação tanto de natureza qualitativa como quantitativa.



Refira-se, no entanto, e uma vez mais, o facto de ainda faltar ser conhecida cerca de um terço da informação quantitativa utilizada, o que poderá provocar alguma alteração na actual projecção, não se excluindo, nesse sentido, o cenário de estagnação, ou, mesmo, de um crescimento modesto da actividade.

De resto, o **Indicador Coincidente** mensal para a evolução homóloga tendencial da **Actividade Económica**, medido pelo Banco de Portugal (BdP), que, em Dezembro, registou uma nova subida, de 0.5 p.p., para 0.2% (máximo desde Maio de 2008, igualmente de +0.2%), mas com o registo do mês anterior a ser revisto em baixa, em 0.3 p.p., também se encontra em níveis consistentes com uma relativa estagnação da actividade, no último trimestre de 2009.



No entanto, e em contradição com o cenário de ligeira contracção (ou mesmo de estagnação) do PIB, as últimas **Previsões Económicas** do BdP, publicadas no seu Boletim Económico de Inverno, ao virem confirmar a sua anterior projecção de contracção anual de 2.7%, em 2009, acabam por ter implícito um crescimento trimestral, no 4ºT2009, entre 0.1% e 0.5%, que tem como centro do intervalo os 0.3%, algo que, atendendo à informação actualmente já disponível, nos parece ser demasiado optimista. Já para este ano, o BdP efectuou uma forte revisão em alta das perspectivas de crescimento (embora, para 2010, as anteriores previsões datassem de Julho), de uma queda de 0.6%, para uma expansão de 0.7%, ainda assim, um crescimento inferior ao perspectivado pela OCDE (+0.8%), embora superior ao projectado quer pela Comissão Europeia (+0.3%), quer pelo FMI (+0.4%). Para 2011, a Autoridade revela-se, igualmente, a 2ª entidade mais optimista, prevendo um crescimento

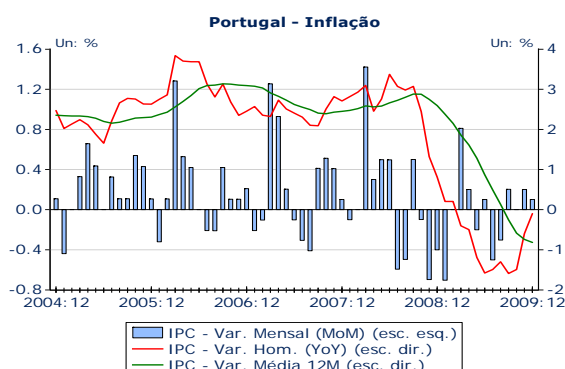
de 1.4% (+1.5%, para a OCDE; +1.0%, para a CE e +0.9%, para o FMI).

Portugal - Previsões Económicas

Un: %	BdP		OCDE		CE		FMI	
	12-Jan		19-Nov		3-Nov		1-Out	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB	-2.7	0.7	-2.8	0.8	-2.9	0.3	-3.0	0.4
Consumo Privado	-0.9	1.0	-1.0	0.6	-0.9	0.6	-	-
Consumo Público	2.0	0.7	1.4	0.6	1.7	0.7	-	-
Investimento (FBCF)	-11.7	-3.4	-13.6	0.4	-15.2	-4.1	-	-
Exportações	-12.5	1.7	-14.7	1.7	-14.0	0.7	-	-
Importações	-10.8	0.3	-14.4	1.0	-13.7	-0.2	-	-
Inflação	-0.9	0.7	-0.9	0.7	-1.0	1.3	-0.6	1.0
Desemprego	-	-	9.2	10.1	9.0	9.0	9.5	11.0
Saldo Orçamental	-	-	-6.7	-7.6	-8.0	-8.0	-6.9	-7.3
Dívida Pública	-	-	-	-	77.4	84.6	-	-
Balança Corrente	-	-	-9.7	-10.7	-10.2	-10.2	-9.9	-9.7

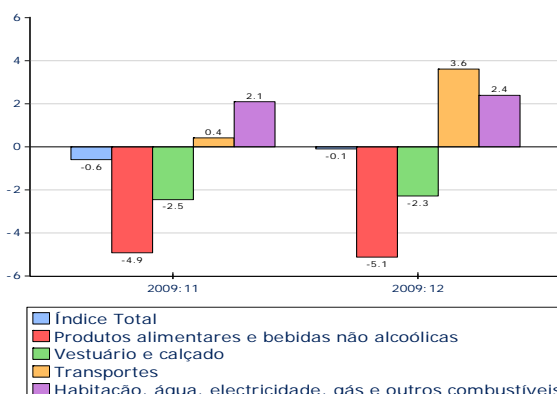
Fonte: Comissão Europeia, OCDE, FMI e Banco de Portugal (BdP).

No que diz respeito ao Mercado Laboral, e não obstante o BdP não realizar previsões para a Taxa de Desemprego, refira-se que este antevê um novo decréscimo do Emprego, para este ano (-1.3% vs -2.8%, em 2009), avançando, para o próximo ano, com um crescimento de 0.4%. Relativamente à Inflação (medida pela variação homóloga do IPCH), o BdP veio confirmar a anterior previsão de -0.9%, para 2009, avançando com crescimentos de 0.7% e 1.6% para 2010 e para o próximo ano, respectivamente.



Com efeito, os últimos dados divulgados pelo INE sobre a **Evolução dos Preços** vieram em linha com os valores avançados pelo BdP, para 2009. Assim, a leitura de Dezembro da Taxa de Inflação, em Portugal, medida pela variação homóloga do **Índice de Preços no Consumidor** (IPC), veio dar conta de um acréscimo de 0.5 p.p., para -0.1%, mantendo-se em terreno negativo, pelo 10º mês consecutivo, e com a contribuição negativa mais significativa a continuar a ser dada pela classe dos Produtos Alimentares e Bebidas Não Alcoólicas. Entre as contribuições positivas para a variação homóloga do IPC, destacam-se as classes dos Transportes e, em menor grau, da Habitação, Água, Electricidade, Gás e Outros Combustíveis.

Portugal - Inflação Homóloga (%)

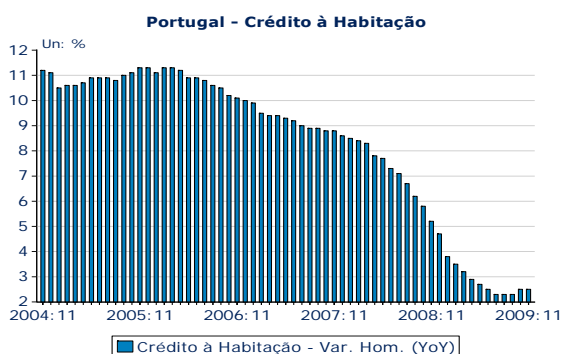


Excluindo a Energia e os Bens Alimentares não transformados (IPC Core), a taxa de variação homóloga do índice foi de -0.2%, superior, em 0.2 p.p., à observada em Novembro, com o diferencial entre a taxa de variação homóloga deste indicador e a do IPC total a inverter o sinal, pela 1ª vez desde Outubro de 2008, para -0.1 p.p., reflectindo a passagem dos efeitos de base dos preços das *commodities* de negativos para positivos. Em termos mensais, o IPC subiu 0.1%, ligeiramente menos do que o avanço observado no IPCH (+0.2%), tendo a taxa de variação média anual IPC, em 2009, sido de -0.8% (+2.6%, em 2008) e a do IPCH de -0.9%, confirmando, assim, as previsões de Inflação avançadas pelo BdP para o ano passado.

Acresce que os últimos dados divulgados sobre o **Índice de Preços no Produtor** (IPP), também referentes a Dezembro, vieram dar conta de um acréscimo homólogo de 0.8% (-1.6%, em Novembro), impulsionado por um novo acréscimo mensal (+0.2% vs +0.5%, em Novembro), o que representa um regresso da variação homóloga do IPP a terreno positivo, depois de ter registado quedas consecutivas nos 12 meses anteriores, indiciando igual comportamento do IPC, durante os próximos meses, reflectindo a intensificação dos efeitos de base dos preços das *commodities*, agora já positivos.

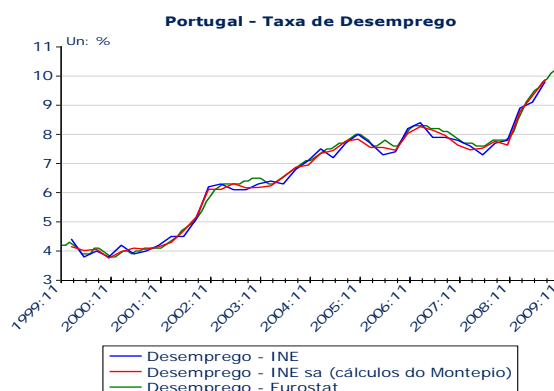
As perspectivas para a economia portuguesa não são, assim, as mais animadoras. Na verdade, identificam-se, essencialmente, "sinais fracos" para a economia nacional, dois dos quais, de âmbito conjuntural e muito relacionados com a actual crise económica e financeira – o fraco dinamismo do Mercado do Crédito e a contínua deterioração do Mercado Laboral.

De facto, relativamente ao **Mercado do Crédito**, os últimos dados sobre a evolução dos Empréstimos Bancários, relativos a Novembro, revelaram uma manutenção da tendência de desaceleração dos empréstimos bancários concedidos ao Sector Não-Monetário (excepto Administrações Públicas), que registaram um crescimento homólogo de 2.3% (+2.4%, no mês anterior), reflectindo a diminuição da taxa de variação homóloga dos empréstimos a Instituições Financeiras Não Monetárias, que se manteve negativa (de -0.4% para -0.5%), tendo a dos empréstimos concedidos ao Sector Privado Não Financeiro permanecido inalterada, em 2.5%, depois das desacelerações observadas nos últimos meses.

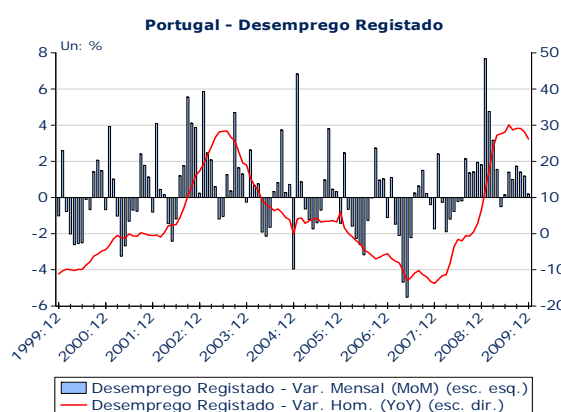


O comportamento evidenciado por estes últimos traduziu evoluções diferenciadas nos segmentos que o constituem. Enquanto os empréstimos concedidos a Sociedades Não Financeiras desaceleraram (de +2.8% para +2.6%), os empréstimos concedidos a Particulares voltaram a registar, pelo 3º mês consecutivo, uma ligeira aceleração do ritmo de crescimento homólogo, de +2.3% para +2.4%. No âmbito dos empréstimos a Particulares, assistiu-se a uma manutenção do crescimento homólogo do Crédito à Habitação, em +2.5%, tendo a taxa de crescimento dos empréstimos para Consumo e Outros Fins acelerado, pelo 3º mês consecutivo, de +1.4% para +1.8%.

Por seu lado, ao nível do **Mercado Laboral**, a última leitura da Taxa de Desemprego, medida pelo *Eurostat*, veio dar conta uma nova deterioração deste mercado, em Novembro, com esta taxa a manter a tendência de crescimento que vem observando desde Novembro de 2008, subindo 0.1 p.p., para 10.3%, o nível mais elevado desde o início da série, em Janeiro de 1983.



Acresce que os últimos dados divulgados pelo Instituto do Emprego e Formação Profissional (IEFP) vieram, uma vez mais, sugerir a continuação da tendência de agravamento da situação. Efectivamente, em Dezembro, o número de Desempregados Registados nos centros de emprego, em Portugal, foi de 526 674, o que representa um crescimento homólogo +26.1%. Em termos mensais, verificou-se uma subida de apenas 0.2%, inferior ao acréscimo de 1.2% observado em Novembro. Note-se, todavia, que, quando ajustado de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), o número de desempregados evidencia um aumento superior, em Dezembro, de cerca 0.6%, com o acréscimo a revelar-se, assim, semelhante ao verificado no mês anterior (o qual também havia sido de 0.6%) e sugerindo, *ceteris paribus*, um novo agravamento da Taxa de Desemprego no último mês de 2009.



A estes dois sinais fracos, juntam-se, também, com um âmbito conjuntural, a apreciação do Euro face às principais moedas mundiais que se tem vindo a assistir nos últimos meses, mas, especialmente, face à Libra (não obstante a correcção observada nos últimos dois meses),

atendendo ao impacto directo e negativo que esta tem sobre a Exportação de Serviços de Turismo. De resto, os últimos dados do INE sobre Turismo tornam bem evidente a quebra homóloga que se tem registado num dos principais mercados emissores de turistas – o mercado britânico. É verdade que, em termos directos, a apreciação do Euro face às restantes moedas (*v.g.*, o Dólar) acaba por não ser muito penalizador para as nossas Exportações (os principais parceiros comerciais de Portugal, para além de Angola, pertencem à Zona Euro), pese embora, exista, também, uma perda de competitividade dos produtos portugueses, mesmo nos mercados do Euro, quando os concorrentes são países cujas moedas estejam a depreciar face ao Euro, com especial destaque para as moedas ligadas ao Dólar. Além disso, admite-se que possam existir efeitos indirectos dignos de registo, tais como potenciais quebras de produção em fábricas que produzam, essencialmente, por conta das Exportações de grandes empresas multinacionais da Zona Euro.

Para além destes factores, essencialmente conjunturais, existem os outros, tão frequentemente referidos, e que acabam por assumir um carácter mais estrutural, como sendo a baixa Produtividade e a falta de Competitividade Externa da economia, o elevado Endividamento Externo e a deterioração das Finanças Públicas, este último factor, que se viu especialmente agravado com a recente crise, resultado quer das medidas de estímulo orçamental implementadas pelo Governo português, quer do próprio impacto da recessão ao nível das receitas e despesas orçamentais (via estabilizadores automáticos).

A este respeito, refira-se, ainda, a publicação, já em Janeiro, do **Relatório de Conclusão da Consulta do FMI a Portugal, ao abrigo do Artigo IV, referente a 2009**, onde o Organismo antevê uma recuperação fraca e frágil em 2010 (+0.5%), perspectivas que considera serem pouco melhores no longo-prazo, lembrando que a actual crise internacional veio, apenas, acentuar problemas internos já existentes, tais como os já acima referidos crescimento anémico da Produtividade, a fraca Competitividade da economia e os elevados níveis de Dívida. Assim, e neste contexto de um elevado endividamento da economia, de condições monetárias, provavelmente, mais restritivas no futuro, de fraca

produtividade e de necessidade de consolidação orçamental, o FMI refere que Portugal deverá continuar a registar um crescimento inferior ao da Zona Euro e elevados níveis de Desemprego.

O FMI voltou a insistir na importância de um processo de consolidação orçamental, que evite um novo agravamento do Défice Orçamental em 2010, referindo que, sem novas medidas do Governo português, e depois dos 8.0% previstos para 2009, o Défice deverá ascender aos 8.6%, este ano. De resto, de acordo com a síntese de execução orçamental de 2009 recentemente publicada pelo Ministério das Finanças, o **Défice Orçamental** do subsector Estado, em Portugal, ascendeu a 14 081.3 milhões de euros, no ano passado, mais 8 901.5 milhões do que no ano anterior, com o acréscimo observado a ficar a dever-se, em 69%, à redução da Receita e, em 31%, ao aumento da Despesa. Com efeito, as Receitas registaram, em 2009, um decréscimo de 15%, devido, no essencial, à contracção das receitas fiscais (-13.9%), ao passo que as Despesas cresceram 6%, sendo o respectivo grau de execução na ordem dos 97.3%.

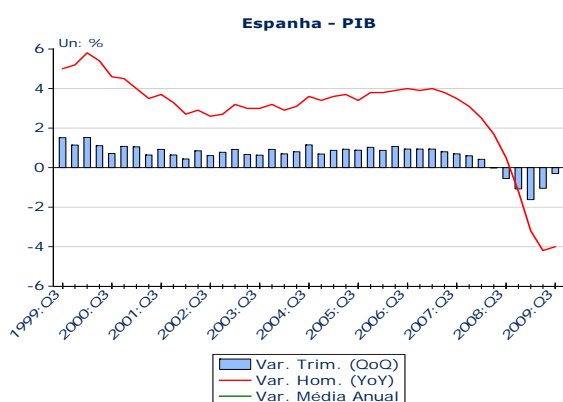
Neste sentido, e apesar do fraco desempenho económico previsto para o próximo ano, o Organismo sugere que o processo de consolidação se inicie já em 2010, momento em que o ajustamento salarial da função pública será particularmente relevante para evitar um novo agravamento do Défice. O Fundo defende, neste contexto, que o necessário processo de consolidação orçamental se concentre na redução da despesa corrente primária, especialmente da massa salarial do sector público e das transferências sociais, recomendando baixos aumentos salariais para a função pública e uma maior restrição na atribuição dos apoios sociais. O FMI aponta, ainda, para a probabilidade de vir a ser necessário um aumento da carga fiscal, já que a recuperação económica não deverá permitir aumentar suficientemente as receitas do Estado, referindo que “o aumento do IVA, embora em geral indesejável, seria uma opção no caso de outras medidas não produzirem os resultados desejados”.

José Miguel Moreira
JoseMoreira@Montepio.pt

Espanha – Luz ao fim do túnel?

No 3ºT2009, a economia espanhola, ao contrário da Zona Euro, que voltou ao crescimento, manteve-se em recessão, podendo ter estagnado no 4ºT2009.

Começando pelos dados do **PIB**, a estimativa final do PIB espanhol, relativo ao 3ºT2009, veio confirmar a contracção trimestral de 0.3%, o que, apesar de representar uma queda inferior à observada no trimestre anterior (-1.1%), correspondeu ao 5º trimestre consecutivo de contracção da actividade económica.



Da análise das **componentes do PIB**, na óptica da Despesa, retira-se, ainda, que o Consumo Privado e o Investimento em Capital Fixo (FBCF) registaram decréscimos trimestrais, mas inferiores aos verificados no trimestre anterior. Assim, o Consumo Privado desceu 0.1% (-1.5%, no 2ºT2009) e a FBCF diminuiu 2.3% (-4.1%, no 2ºT2009). Também ao nível do Consumo Público o dado foi mais favorável, tendo-se observado um acréscimo de 1.6% (+0.5%, no trimestre anterior). Ao nível da Balança Comercial, após 6 trimestres consecutivos de contracção, as Importações voltaram a subir, 2.0%, embora ligeiramente menos do que as Exportações (+2.3%).

Espanha - PIB

Un: %	Crescimento Trimestral				Crescimento Homólogo			
	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
PIB	-1.1	-1.6	-1.1	-0.3	-1.2	-3.2	-4.2	-4.0
Consumo Privado	-1.2	-2.3	-1.5	-0.1	-3.3	-5.2	-5.9	-4.9
Consumo Público	1.6	1.2	0.5	1.6	6.3	6.4	5.2	4.9
FBCF	-4.6	-6.3	-4.1	-2.3	-10.9	-15.1	-17.2	-16.2
Procura interna	-1.5	-2.6	-1.7	-0.3	-3.5	-5.7	-6.8	-6.0
Importações	-6.3	-11.1	-2.4	2.0	-13.5	-22.6	-22.0	-17.0
Exportações	-5.4	-8.7	0.6	2.3	-7.1	-16.9	-15.1	-11.1

Fonte: Eurostat, INE (Espanha).

E para o 4ºT2009, a economia vai contrair?

Não obstante as **Previsões Económicas** das principais organizações internacionais avançarem com quedas do PIB espanhol para 2009, tal não implica que, em termos trimestrais, o PIB tenha que cair ao longo de todo o ano. Se compararmos as últimas previsões de crescimento, denota-se uma certa melhoria das perspectivas com o passar do tempo. Para tal, terá certamente, contribuído o facto de terem contemplado mais informação, influenciando positivamente as previsões feitas pela OCDE, em meados de Novembro, com a entidade a ser a única das três a já traçar um cenário de uma relativa estagnação da economia espanhola para o 4ºT2009 (-0.2%, em termos anualizados). Consequentemente, em termos médios anuais, apresenta-se com a visão mais optimista, estimando uma quebra da economia para 2009 de 3.6%, uma queda inferior à perspectivada pela Comissão Europeia (CE), nas suas previsões divulgadas em 3 de Novembro, que apontava para uma contracção de 3.7%, bem como pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), que, no início de Outubro, previa uma contracção de 3.8%.

Espanha - Previsões Económicas

Un: %	OCDE		CE		FMI	
	19-11-2009	03-11-2009	03-11-2009	01-10-2009	2009	2010
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB	-3.6	-0.3	-3.7	-0.8	-3.8	-0.7
Consumo Privado	-5.1	-1.1	-5.2	-0.5	-	-
Consumo Público	4.4	1.3	4.3	1.7	-	-
Investimento (FBCF)	-15.3	-5.3	-15.6	-8.4	-	-
Exportações	-13.5	5.5	-13.0	1.3	-	-
Importações	-20.1	-0.4	-20.0	-2.7	-	-
Inflação	-0.4	0.8	-0.4	0.8	-0.3	0.9
Desemprego	18.1	19.3	17.9	20.0	18.2	20.2
Saldo Orçamental	-9.6	-8.5	-11.2	-10.1	-12.3	-12.5

Fonte: Relatórios do FMI, OCDE e Comissão Europeia.

A recessão continuou a ter um pesado efeito tanto ao nível do Emprego como das Finanças Públicas, o que poderá resultar numa subida do Desemprego de longa duração e, consequentemente, num aumento da chamada Taxa Natural de Desemprego. Também ao nível das Finanças Públicas, a recessão espanhola teve impactos importantes, conduzindo, rapidamente, a passagem de Excedentes para Défices Orçamentais, provocando uma subida do Endividamento Público e do risco percebido pelos investidores e pelas agências de *rating*, situação que levou, inclusivamente, uma das agências a retirar o *rating* máximo a Espanha, no início de 2009, e já em Dezembro, a passar o *outlook* de estável para negativo. Em 2009, a Procura Interna terá registado uma forte queda, impulsionada por uma contracção significativa

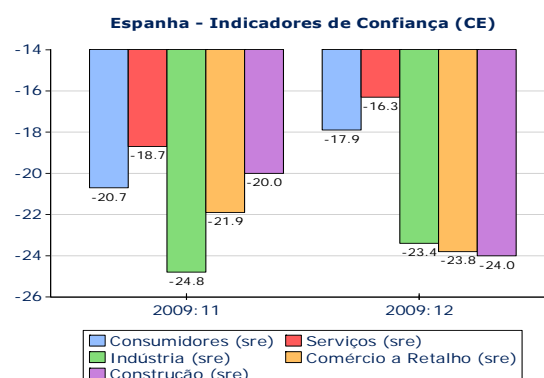
tanto no Investimento – principalmente Residencial – como no Consumo Privado, quedas que foram muito acentuadas ao nível das Exportações, e ainda mais, nas Importações. Assim, as Exportações Líquidas terão contribuído positivamente para o crescimento em 2009, contrabalançando o contributo fortemente negativo da Procura Interna.

Já relativamente a 2010, e tendo em mente que o cenário traçado não poderá estar dissociado do que foi realizado relativamente ao final do ano de 2009, constatamos que as visões se mantêm, com a OCDE a projectar ligeiros crescimentos trimestrais ao longo de 2010 (ainda que, numericamente, o 1ºT2010 seja considerado de estagnação!), mas insuficientes para que, em termos médios, o PIB de 2010 não seja inferior ao de 2009, projectando, assim, uma contracção de 0.3%. Trata-se, assim, de um cenário mais optimista do que o que fora anteriormente traçado pela CE (-0.8%), bem como pelo FMI (-0.7%). Efectivamente, em 2010, o acesso ao Crédito ao Consumo continuará mais difícil do que no passado, devido não só ao aperto das condições de crédito impostas pelas instituições financeiras, mas, também, decorrente do elevado endividamento das famílias, particularmente ao nível do crédito hipotecário. Ao nível da Construção, o processo de ajustamento no sector é projectado para levar mais tempo do que o esperado, com a CE a prever uma contracção de cerca de 10%, em 2010, e de 4%, em 2011, motivada por uma redução da capacidade produtiva na construção de casas de 16%, em 2010, e de 6.25%, em 2011, o que contribuirá para reduzir o *stock* de habitações por vender.

Uma trajectória de convergência sustentada da economia espanhola, passa, assim, por um reequilíbrio da Procura Interna, no sentido de uma menor dependência do Sector da Construção e num maior crescimento das Exportações. Todavia, durante o *boom* económico, assistiu-se a um forte crescimento dos Salários, acima da Produtividade do Trabalho, situação que se reflectiu numa deterioração da competitividade, que parece não ter sido corrigida durante o período recessivo, com os salários nominais a não parecerem estar plenamente adaptados à evolução do mercado laboral, com o equilíbrio a estabelecer-se, essencialmente, por via das quantidades (ou seja, redução dos postos de trabalho) e não por via dos preços (os salários).

Analisando, agora, em detalhe os desenvolvimentos conjunturais da economia espanhola no trimestre passado, constata-se que os dados publicados foram traçando, de um modo geral, um cenário menos negativo comparativamente ao trimestre anterior, não obstante, se terem acentuado os problemas ao nível do Mercado Laboral, continuando o sector da Construção em contracção.

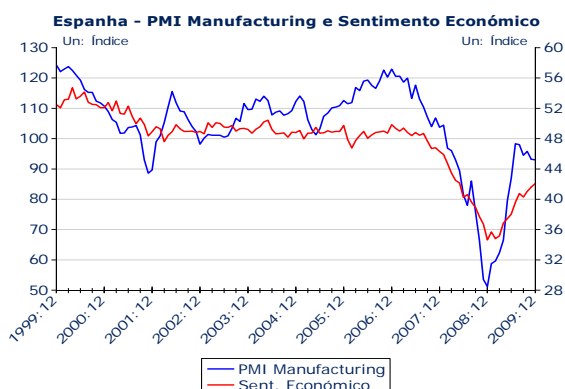
Um dos indicadores que revela uma certa inversão de ciclo é o **Indicador de Sentimento Económico**, calculado pela CE, que registou aumentos em todos os meses durante o 4ºT2009, avançando para 85.2 pontos, que corresponde ao valor mais elevado desde Maio de 2008. Contudo, a Confiança no sector da Construção desceu 4 pontos, em Dezembro (para -24 pontos), sector cujos problemas, em resultado dos excessos dos anos anteriores, constituem, como referido anteriormente, um sério constrangimento para uma recuperação da economia espanhola em linha com a observada na média da Zona Euro.



Por sua vez, a **Confiança dos Consumidores**, de acordo com os dados publicados pelo Instituto de Crédito Oficial (ICO), registou, em Dezembro, uma descida de 0.6 pontos, observando a 3ª queda dos últimos quatro meses, afastando-se do valor observado durante o mês de Agosto (+79.5 pontos), que constituiu o valor mais elevado desde Setembro de 2007. Esta descida resultou, unicamente, do decréscimo da componente de Expectativas (-2.8 pontos), não obstante se manter há 2 meses consecutivos acima dos 100 pontos – o que significa que existirão mais agentes optimistas que pessimistas. Porém, a queda da componente de Expectativas acaba por entrar em contradição com o Indicador de Confiança dos Consumidores espanhóis, publicado pela CE, e que é baseado, essencialmente, em componentes prospectivas, que apontou para uma subida de 2.8

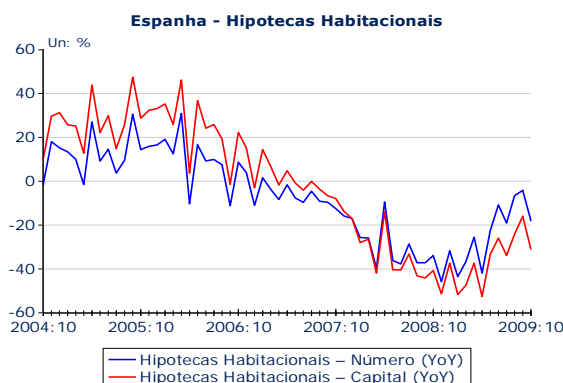
pontos. Apesar do Indicador de Confiança dos Consumidores ter subido pelo 3º mês consecutivo, para -18 pontos, um máximo desde Outubro de 2007, este valor ainda não se revela historicamente compatível com avanços sustentados nas Vendas a Retalho.

A Confiança nos Serviços subiu, pelo 2º mês consecutivo, de -19 para -16 pontos, para máximos de Maio de 2008. A Confiança na Indústria também avançou, de -25 para -23 pontos, um máximo desde Setembro de 2008, mas para um valor que ainda não sinaliza uma recuperação do sector Industrial. Por sua vez, os indicadores **PMI Services** e **PMI Manufacturing** (inquéritos realizados aos empresários dos sectores Industrial e dos Serviços), divulgados pela *Markit*, em Dezembro, caíram, tendo permanecido abaixo do limiar da expansão. Sendo Espanha o único dos “Quatro Grandes” da Zona Euro em que quer o *PMI Manufacturing* (45.2 pontos), quer o *PMI Services* (45.0 pontos) estão abaixo dos 50 pontos.



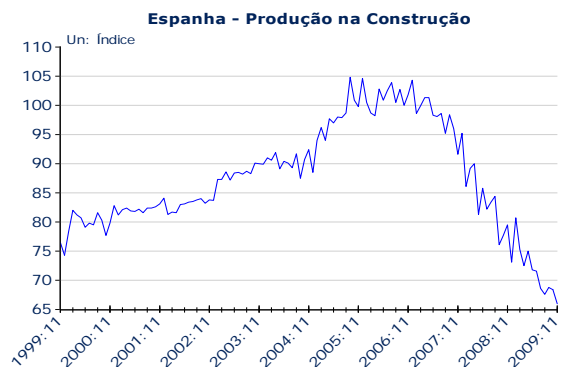
Quanto aos indicadores quantitativos, o segmento **Imobiliário** continua a ser um dos mais penalizados na economia espanhola, prosseguindo com o processo de emagrecimento, de resto, em linha com as previsões da CE para o sector, sendo que este processo de ajustamento deverá ser mais longo do que o esperado.

O número de **Hipotecas Habitacionais** caiu, em Outubro, 18.0% face ao mesmo período do ano anterior, o que representa um considerável aumento do ritmo de queda face ao valor de Setembro (-4.2%), aproximando-se do ritmo de contracção observado em Julho (-19.1%). Em termos de Crédito Concedido, registou-se, igualmente, uma acentuada queda homóloga de 31.0%, agravando-se, também, face ao registo de Setembro (-16.0%).



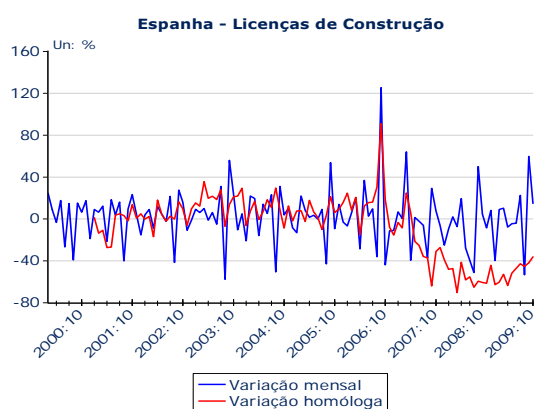
A retracção observada ao nível do crédito concedido não pode ser dissociada da evolução das **Vendas de Casas**, que caíram 21.3%, em Outubro, em termos homólogos, voltando a assistir-se a um agravamento queda (-17.2%, em Setembro), depois de, em Abril, se ter registado uma diminuição recorde de 47.6% e de se terem registado diminuições dos ritmos de queda nos meses seguintes.

Em Novembro, a **Produção no Sector da Construção** caiu 3.5% face ao mês anterior, para um mínimo desde 1998. Em termos trimestrais (ainda com os dados de Dezembro em falta), a Produção deste sector desceu 1.7%, o que representa, ainda assim, um abrandamento face à queda de 6.1% observada no 3ºT2009.

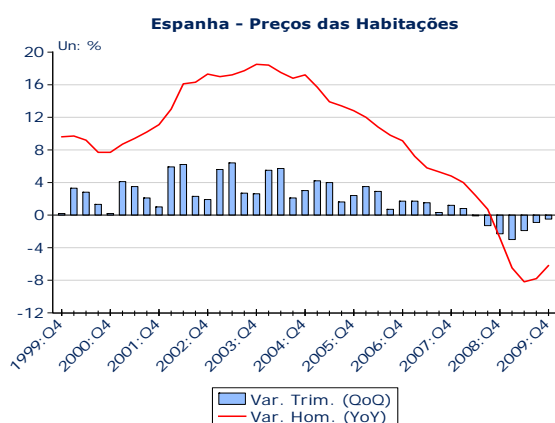


Com efeito, no mercado imobiliário, com o excesso de oferta no sector da Construção, onde um considerável *stock* de casas novas continua por vender, em Outubro, as **Licenças de Construção de Casas** (uma *proxy* do Investimento residencial futuro) continuaram a cair, em termos homólogos (-36.1%), apesar de terem abrandado o ritmo de queda pelo 2º mês consecutivo, tendo, inclusivamente, observado a menor contracção desde Novembro de 2007. Em termos mensais, as Licenças de Construção até registaram um

acréscimo de 14.8%, dado que, não estando ajustado de sazonalidade, merece especial cuidado na análise.

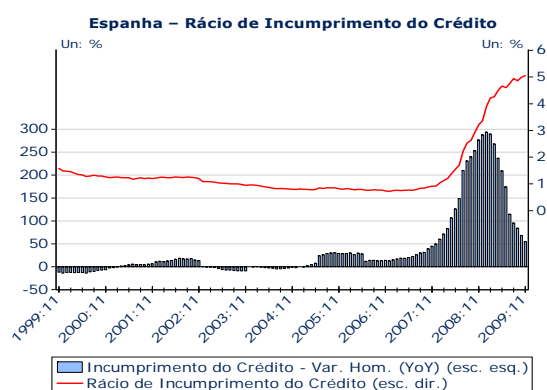


O fraco nível da actividade ao nível das transacções, bem como o facto dos preços se apresentarem à entrada da recessão claramente sobreavaliados, tem conduzido a uma correcção nos preços. Assim, o **Índice de Preços da Habitação**, calculado pelo Ministério de Vivienda, caiu, no 4ºT2009, 6.2%, face ao período homólogo, o que, ainda assim, representa um novo abrandamento do ritmo de queda face ao decréscimo de 7.8%, observado no trimestre anterior. Desde o pico atingido no 1ºT2008, os preços já caíram 9.5%.

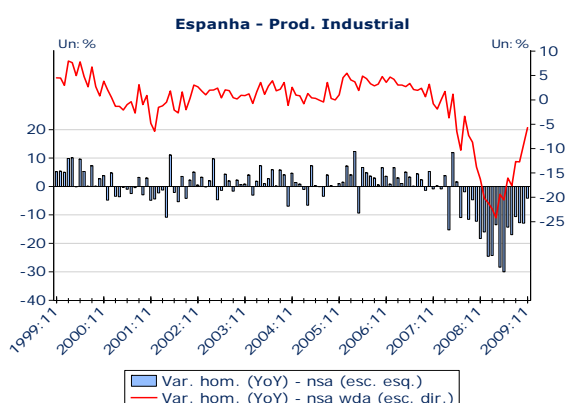


A crise do imobiliário tem tido efeitos muito negativos sobre a banca espanhola, por conta do aumento do incumprimento, situação que tenderá a facilitar o processo de fusões entre instituições de crédito. Com efeito, de acordo com dados preliminares do Banco de Espanha, o **Crédito de Cobrança Duvidosa** (que está em atraso há mais de 90 dias) atingiu um máximo histórico de 92.6 mil milhões de euros, em Novembro,

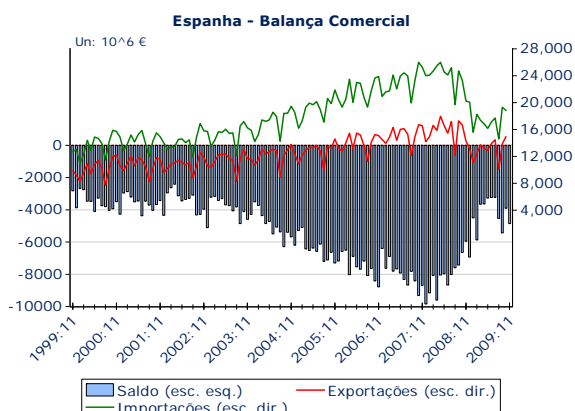
representando 5.1% do Crédito Total concedido pela banca espanhola, o rácio mais elevado desde Junho de 1996. Trata-se de uma subida face aos 4.99% de Outubro e mais 1.84 p.p. do que no mesmo mês do ano passado. Este acréscimo resultou do avanço de 1.2% do Crédito Vencido, enquanto o Crédito Total estagnou. Todavia, pelo 4º mês consecutivo, o **Crédito Total** registou uma contracção homóloga, tendo passado de -1.4% para -1.8%, mantendo-se em terreno negativo pelo 4º mês consecutivo, uma situação ímpar desde, pelo menos, 1963, tendo, inclusivamente, caído para o valor mais baixo desde Maio de 2008. A contracção do Crédito, a forte subida na Taxa de Desemprego e o ajustamento em curso ao nível do Sector da Construção, mantêm-se, assim, como os factores que mais fortemente condicionam a recuperação da economia espanhola, que se estima que venha a ser bem mais lenta do que a média da Zona Euro.



Não obstante o *PMI Manufacturing* ter continuado em terreno negativo, a recuperação da Procura Externa tem contribuído para alguma recuperação da **Produção Industrial**. Assim, em Novembro, o Índice de Produção Industrial, ajustado de dias úteis, registou uma variação homóloga negativa de 5.7%, que representa um abrandamento do ritmo de queda face aos 9.2% observados no mês anterior. Em termos mensais, e considerando os dados ajustados de sazonalidade disponibilizados pelo *Eurostat* (o INE espanhol não faz estes ajustamentos), constata-se que a Produção subiu 0.1% face ao mês de Outubro, o 2º acréscimo mensal consecutivo (+0.4%, em Outubro). Em termos trimestrais, pese embora ainda com um terço da informação em falta, a Produção evidencia uma estagnação, no 4ºT2009, depois de, nos 6 trimestres anteriores, apenas ter registado quedas (-0.4%, no 3ºT2009).

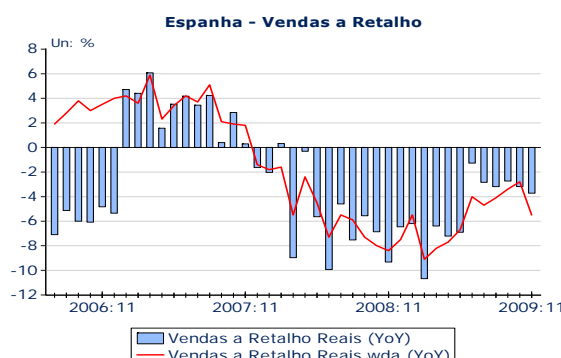


Relativamente à **Procura Externa**, a Balança Comercial espanhola registou, em Novembro, um défice de 4 855 milhões de euros, o que representa uma diminuição de 18.4% face ao mesmo mês do ano anterior, denotando-se uma certa recuperação das Exportações que, nos últimos 6 meses, registaram 4 subidas.

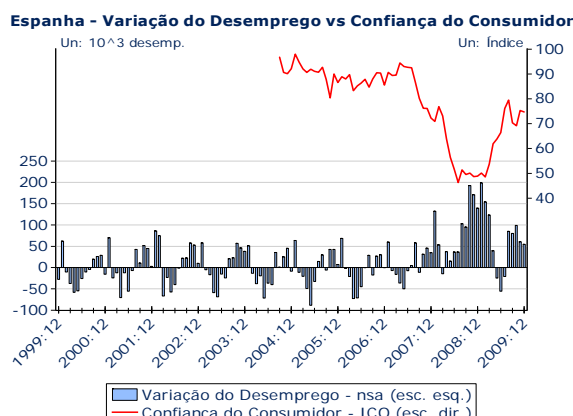


Já ao nível da Procura Interna, os dados revelam, ainda, uma situação recessiva. Com efeito, as **Vendas a Retalho** reais, ajustadas de dias úteis, registaram uma queda homóloga (pelo 24º mês consecutivo) de 5.5%, em Novembro, representando um agravamento da queda face a Outubro, mês em que se havia verificado uma queda homóloga de 2.7%. Em termos mensais, segundo os dados divulgados pelo *Eurostat*, as Vendas a Retalho caíram pelo terceiro mês consecutivo, 1.0%, em Novembro, (-0.7%, em Outubro). No 4ºT2009, ainda sem os dados de Dezembro, as Vendas exibiam uma descida de 1.5% face ao trimestre anterior (-0.2%, no 3ºT2009). Ainda assim, o espectável contributo negativo das Vendas a Retalho poderá ser atenuado pelo aumento das Vendas de Carros, que, no 4ºT2009, subiram 7.0%, de acordo com os

dados ajustados de sazonalidade calculados pelo Departamento de Estudos do Montepio.

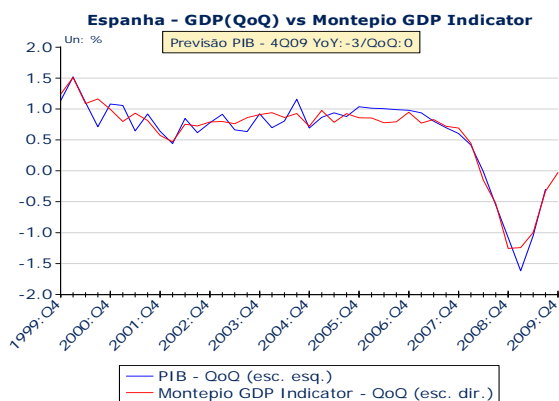


A pesar negativamente na evolução do Consumo Privado está o agravamento das condições no Mercado Laboral, facto que tem condicionando fortemente a recuperação económica deste país. Segundo os últimos dados divulgados pelo *Eurostat*, a **Taxa de Desemprego** subiu, em Novembro, 0.1 p.p. face ao mês anterior, para 19.4% (o nível mais elevado desde Novembro de 1994), mantendo-se Espanha como o país da Zona Euro com a taxa mais elevada. Os dados do **Desemprego Registrado**, publicados pelo Ministério do Trabalho espanhol, revelaram um aumento mensal de 54.7 mil desempregados, em Dezembro, para um total de 3.924 milhões de desempregados, um máximo desde, pelo menos, 1996, um valor 25.4% superior ao observado no período homólogo. Este correspondeu ao 5º aumento mensal consecutivo do Desemprego Registrado, depois de uma sequência de três quedas mensais. Contudo, apesar do acréscimo do Desemprego Registrado, começou-se a verificar um abrandamento no ritmo de subida.

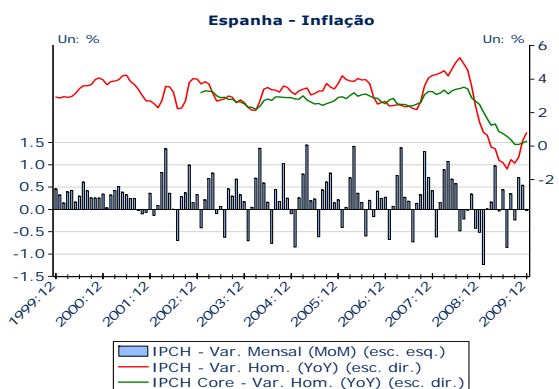


Considerando a informação quantitativa e qualitativa mais relevante, o **Indicador**

Compósito para o PIB de Espanha, calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio, aponta, actualmente, para uma relativa estagnação do PIB espanhol, no 4ºT2009, não sendo de excluir uma pequena expansão ou uma ligeira contracção da actividade económica.



Fazendo a análise da evolução dos **Preços**, o IPCH revelou um crescimento homólogo positivo, em Dezembro, de 0.9%, subindo pelo 2º mês consecutivo, e para valores máximos desde Dezembro de 2008 (+1.5%). Destaque para o crescimento homólogo positivo da classe dos Transportes, que permaneceu a subir, de 1.7% para 4.8%, em resultado dos efeitos de base associados aos preços dos bens energéticos, que passaram de favoráveis para desfavoráveis no mês de Novembro.



Em termos mensais, o IPCH estagnou, depois de ter avançado 0.5% em Novembro. Já o IPC Core (excluindo os produtos alimentares não transformados e energéticos) registou um crescimento homólogo de 0.3%, em ligeira aceleração face ao valor observado no mês anterior (+0.2%), mantendo-se entre os valores mais baixos desde que se começou a compilar dados para este indicador, em 2002, não se

denotando, assim, pressões inflacionistas para além das que possam advir da subida dos preços das *commodities*.

Em termos prospectivos, e tendo como referência o **Indicador Avançado da OCDE (CLI)** para a actividade económica espanhola, constata-se que este continua a dar conta de uma melhoria da situação futura, com o registo de Novembro a exibir a 10ª subida consecutiva do indicador, para 104.6 pontos, depois de terem sido registados 103.5 pontos no mês anterior, encontrando-se no nível mais elevado desde Junho de 1994 e, pelo 4º mês consecutivo, acima da sua média de longo-prazo (de 100 pontos, após 13 meses abaixo desse nível). A OCDE somente atribui *Outlook* para as principais economias. Todavia, se o fizesse para a Espanha, atribuiria um *“recovery”* ou um *“expansion”*, um cenário relativamente mais favorável que o evidenciado pelas previsões da OCDE, realizadas em meados de Novembro, que, recorde-se, já eram as mais optimistas das apresentadas pelas principais organizações internacionais. Ainda assim, importa ter em mente que as indicações dadas pelo *CLI* da OCDE são essencialmente qualitativas e um tanto erróneas do ponto de vista quantitativo, ademais no actual contexto económico em que o Desemprego disparou.

Em suma, os indicadores que foram sendo divulgados relativamente ao último trimestre do ano de 2009 evidenciam uma recuperação mais lenta do que nas principais congéneres europeias, podendo a economia ter estagnado no 4ºT2009, quando para a Zona Euro o Consenso aponta para um crescimento de 0.4%, estando o aumento do número de desempregados, a fraqueza do Investimento e do Consumo e a existência de desequilíbrios externos a condicionarem a recuperação da economia espanhola. Começa-se, todavia, a vislumbrar uma luz ao fundo do túnel como demonstram tanto alguns indicadores de Confiança, bem como a leitura de Novembro do Indicador Avançado da OCDE.

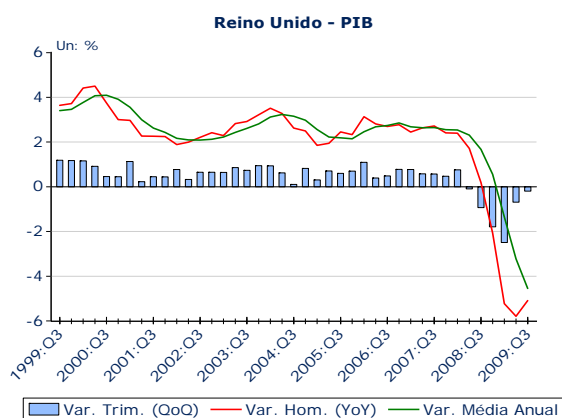
Rui Bernardes Serra
RBSerra@Montepio.pt

Gustavo Romão
GCRomao@Montepio.pt

Reino Unido – Finalmente, o regresso ao crescimento

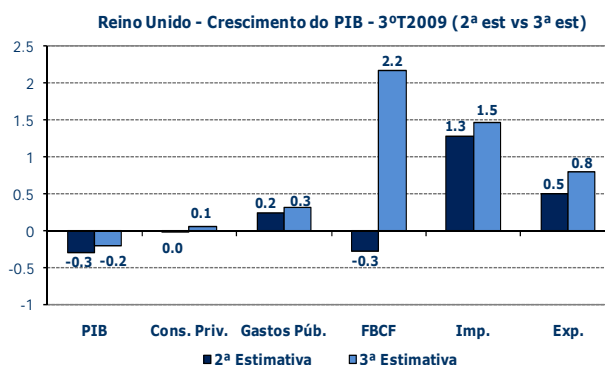
Gorada que foi a saída da recessão no 3ºT2009, as expectativas do mercado são de que o 4ºT2009 tenha, finalmente, correspondido ao trimestre de saída da economia do Reino Unido daquela que foi a recessão mais longa desde, pelo menos, 1955, o ano de início dos registos da série trimestral do PIB britânico. É, de resto, nesse sentido que apontam os dados macroeconómicos já conhecidos para esse trimestre, pese embora a um ritmo que deverá ser inferior ao actualmente esperado pelo mercado, bem como pelas principais entidades, e com o Consumo Privado a dever ter-se mantido relativamente estagnado.

No final de Dezembro, foi conhecida a estimativa final do **PIB** do Reino Unido, no 3ºT2009, a qual veio rever em alta o crescimento trimestral da economia britânica, em 0.1 p.p., para uma contracção de 0.2%, o que representa a 6ª contracção consecutiva, mas significativamente inferior à do trimestre anterior (-0.7%). Ainda assim, o mercado esperava que o PIB apenas tivesse contraído 0.1%. No entanto, assistiu-se a uma revisão em baixa, também em 0.1 p.p., do registo do mês anterior, para uma contracção de 0.7%. Em termos homólogos, a estimativa final veio confirmar a contracção do PIB de 5.1%, embora tendo-se assistido a revisões em baixa dos valores observados nos trimestres anteriores – no 2ºT2009, em 0.3 p.p., para -5.8%; no 1ºT2009, em 0.2 p.p., para -5.2%; no 4ºT2008, em 0.1 p.p., para -2.1%.



Esta revisão em alta do crescimento trimestral da economia britânica resultou de uma revisão de todas as principais componentes, na óptica da

Despesa, tendo contribuído positivamente para o PIB as observadas no Consumo Privado, em +0.1 p.p., no Consumo Público (+0.1 p.p.), nas Exportações (+0.3 p.p.) e, essencialmente, no Investimento em Capital Fixo (FBCF), em +2.5 p.p., e, negativamente, nas Importações (+0.2 p.p.).



Assim, o Consumo Privado subiu 0.1%, o 1º crescimento em seis trimestres (-0.7%, no 2ºT2009), o Consumo Público aumentou 0.3% (+0.7%, no 2ºT2009), o Investimento em Capital Fixo cresceu 2.2% (-5.9%, no 2ºT2009), tendo as Exportações e as Importações crescido 0.8% e 1.5%, respectivamente, depois das quedas de 2.2% e 3.2% observadas no trimestre anterior. As Exportações Líquidas apresentaram, assim, um contributo negativo para o crescimento do PIB, com o Défice Comercial britânico a subir para 7.1 mil milhões de libras, em termos reais.

Un: %	Crescimento Trimestral				Crescimento Homólogo			
	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
PIB	-1.8	-2.5	-0.7	-0.2	-2.1	-5.2	-5.8	-5.1
Consumo Privado	-1.2	-1.5	-0.7	0.1	-0.8	-3.2	-3.6	-3.3
Consumo Público	1.1	0.0	0.7	0.3	3.3	2.5	2.3	2.1
FBCF	-2.4	-7.5	-5.9	2.2	-9.1	-12.8	-18.2	-13.3
Importações	-6.1	-6.7	-3.2	1.5	-8.1	-14.0	-16.1	-13.9
Exportações	-4.5	-7.0	-2.2	0.8	-3.6	-11.4	-13.6	-12.4

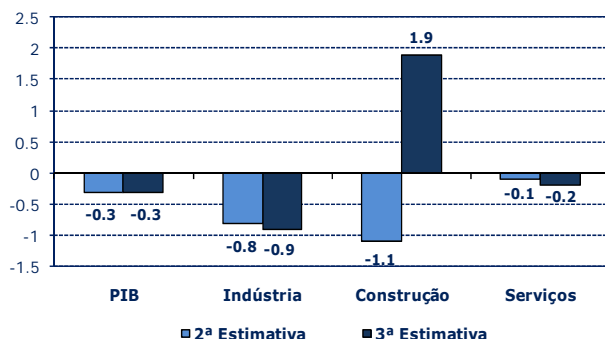
Fonte: ONS.

Destaque, também, para a Variação de Existências, que voltou a cair, no 3ºT2009, 4.6 mil milhões de libras (o que representa uma revisão em baixa face ao decréscimo de 4.1 mil milhões de libras que havia sido anteriormente avançado), uma queda inferior à observada no trimestre anterior (3.7 mil milhões de libras), contribuindo, assim, positivamente para o crescimento do PIB (ainda que negativamente para o valor do PIB).

Ao nível sectorial, esta revisão favorável do PIB resultou de uma revisão em alta do Valor Acrescentado Bruto (VAB) no sector da

Construção, que mais do que compensou as ligeiras revisões em baixa efectuadas nos restantes dois principais sectores.

Reino Unido - Crescimento do PIB - 3ºT2009 (QoQ)



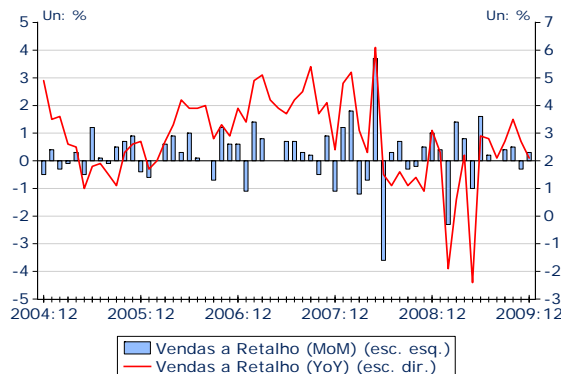
Assim, a estimativa final do PIB reviu em baixa a variação do VAB no sector Industrial, de -0.8% para -0.9% (-0.6%, no 2ºT2009) e no sector dos Serviços, de uma queda de 0.1% para um decréscimo de 0.2% (-0.8%, no trimestre anterior), tendo a variação de -1.1% inicialmente avançada para o sector da Construção sido fortemente revista em alta, para um acréscimo de 1.9% (+0.5%, no 2ºT2009).

Gorada que foi, então, a saída da recessão no 3ºT2009, as expectativas do mercado são de que o último trimestre de 2009 tenha, finalmente, correspondido ao trimestre de saída da economia do Reino Unido daquela que foi a recessão mais longa desde, pelo menos, 1955, o ano de início dos registos da série trimestral do PIB britânico. Com efeito, é para um cenário de regresso ao crescimento económico que apontam os dados macroeconómicos já conhecidos para o 4ºT2009, pese embora a um ritmo que deverá ser inferior ao actualmente esperado pelo mercado, bem como pelas principais entidades internacionais, e com o Consumo Privado a dever ter-se mantido relativamente estagnado, depois do ligeiro crescimento observado no trimestre anterior ter interrompido um ciclo de cinco trimestres consecutivos em contracção.

Começando a análise dos indicadores económicos já conhecidos pelo lado da Procura e, em concreto, pelo agregado do Consumo Privado, constata-se que, na verdade, as Vendas a Retalho (responsável por boa parte da evolução do Consumo), até conseguiu apresentar uma evolução favorável no último trimestre de 2009. Efectivamente, em Dezembro, as **Vendas a Retalho** britânicas

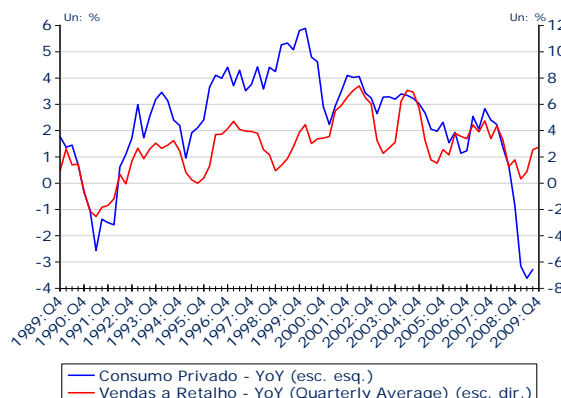
registaram uma subida mensal de 0.3% (depois da queda de 0.3% registada no mês anterior, a 1ª em seis meses), com a variável a evidenciar um crescimento homólogo de 2.1%, ainda assim, inferior ao observado em Novembro (+2.7%).

Reino Unido - Vendas a Retalho



Apesar de positivo, o acréscimo mensal das Vendas acabou por ficar bastante abaixo das expectativas, porquanto o Consenso antevia uma subida de 1.1%, com o aumento dos preços verificado a poder ter refreado algum do “espírito consumista” durante a época natalícia, com os agentes económicos a demonstrarem, ainda, algum receio quanto à celeridade da actual recuperação da economia. Com efeito, o Índice de Preços no Retalho subiu, nesse mês, 0.6%, um crescimento superior ao registado no mês anterior (+0.3%), tendo a respectiva variação homóloga aumentado de 0.3% para 2.4%, estando, assim, há três meses, em terreno positivo.

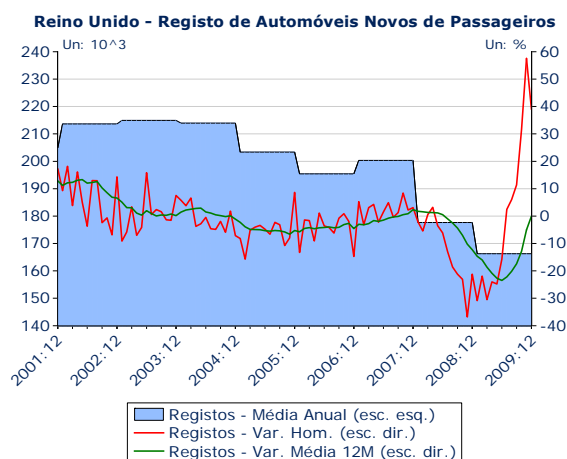
Reino Unido - Consumo Privado vs Vendas a Retalho



Com a subida observada, e completada a informação trimestral, as Vendas a Retalho passaram a apresentar, no 4ºT2009, um crescimento de 0.8% face à média do trimestre anterior (+1.2%, no 3ºT2009), encontrando-se,

nesse sentido, a contribuir positivamente para a evolução do Consumo Privado no último trimestre de 2009.

Positiva foi, também, a leitura de Dezembro dos **Registos de Automóveis Novos de Passageiros**, cujo abrandamento do acréscimo homólogo (de +57.6% para +38.9%) poderá ter sido interpretada como um resultado menos positivo, mas que, em termos mensais, e quando ajustada de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), traduz uma subida bastante superior à observada no mês anterior (+4.0% vs +0.8%), e sendo esta a principal componente do Consumo de Bens Duradouros, sugere uma evolução mais favorável deste agregado. Tendo igualmente em consideração os dados ajustados de sazonalidade, o número de Registos de Automóveis, em Dezembro, terá correspondido ao mais elevado desde Dezembro de 2005.



Assim, e terminada a informação relativa ao 4ºT2009, os Registos de Automóveis evidenciam um crescimento médio de 14.4% face ao trimestre anterior, o que representa o 3º acréscimo trimestral consecutivo (+17.6%, no 3ºT2009), depois de se terem mantido em queda entre o 1ºT2008 e o 1ºT2009.

Neste contexto, é verdade que as Vendas a Retalho e as Vendas de Automóveis terão apresentado um contributo positivo para a evolução trimestral do Consumo Privado britânico. No entanto, também não deixa de o ser que, no 3ºT2009, estas mesmas duas variáveis registaram um comportamento mais favorável do que o agora observado, tendo, ainda assim, não sido suficientes para fazer com que o Consumo Privado

conseguisse ir além de um modesto crescimento trimestral de 0.1%, o que deixa, assim, bem evidente a importância dos Serviços no Consumo britânico.

Com efeito, a última leitura do **Índice de Serviços**, um indicador que mede a evolução mensal (média móvel de três meses) do VAB no sector dos Serviços, que representa cerca de 74% do PIB britânico, deu conta de uma queda de 0.2% da actividade neste sector nos três meses terminados em Outubro, uma contracção idêntica à observada no 3ºT2009. Relativamente aos dois restantes meses do trimestre, não obstante a forte melhoria observada, em Dezembro, pelo indicador de **Confiança nos Serviços** da Comissão Europeia (CE), as quedas observadas nos dois primeiros meses do 4ºT2009 ditaram que este apresentasse, em termos médios trimestrais, num nível inferior ao observado no 3ºT2009.

Também a recente evolução da **Confiança dos Consumidores** poderá estar a reflectir perspectivas menos favoráveis ao nível deste tipo de Consumo, tendo o indicador medido pela *Nationwide* dado conta de uma queda, em Dezembro (de 5 pontos, para -69 pontos), surpreendendo o mercado pela negativa (que esperava uma descida, mas inferior), resultado que acabou por ser suportado, também, pelo indicador da CE, que também caiu (de -8.3 para -9.7 pontos), levando o nosso **Indicador Compósito para a Confiança dos Consumidores britânicos** (que é obtido através da média estandardizada dos três principais índices – o 3º é o do *GfK*, divulgado cerca de três semanas antes, e que também caiu) a registar a 2ª queda consecutiva, depois de 8 avanços.

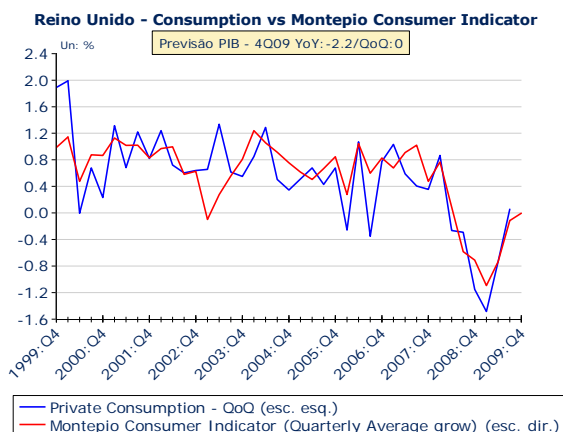
Reino Unido - Índices de Confiança do Consumidor

Un: %	Mai 09	Jun 09	Jul 09	Ago 09	Set 09	Out 09	Nov 09	Dez 09
CE	-20.8	-18.1	-16	-16.2	-10.1	-8.3	-8.3	-9.7
GfK	-27	-25	-25	-25	-16	-13	-17	-19
Nationwide	58	64	66	69	75	74	74	69
Compósito	-1.31	-1.05	-0.94	-0.89	-0.30	-0.17	-0.28	-0.48

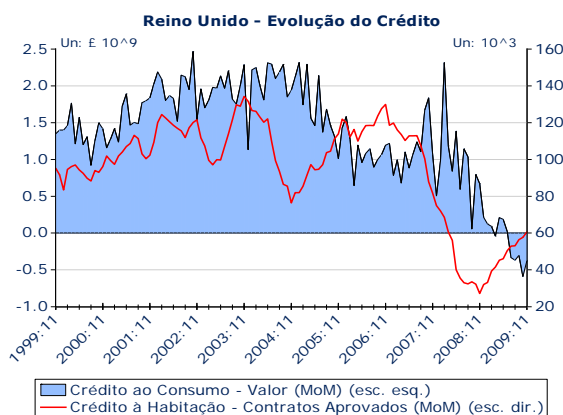
Nota: Índice Compósito obtido através da média estandardizada dos três índices. CE=Comissão Europeia.

Assim, no cômputo geral, e quando considerada a informação trimestral actualmente já disponível para as Vendas a Retalho, as Vendas de Automóveis e as Confianças dos Consumidores e nos Serviços, o **Indicador Compósito para Consumo Privado britânico**, calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio, encontra-se a sinalizar uma relativa estagnação deste

agregado, no 4ºT2009, depois da ligeira expansão trimestral observada no 3ºT2009 (+0.1%) e que havia ditado o regresso do Consumo Privado ao crescimento, após cinco trimestres consecutivos de contracção.

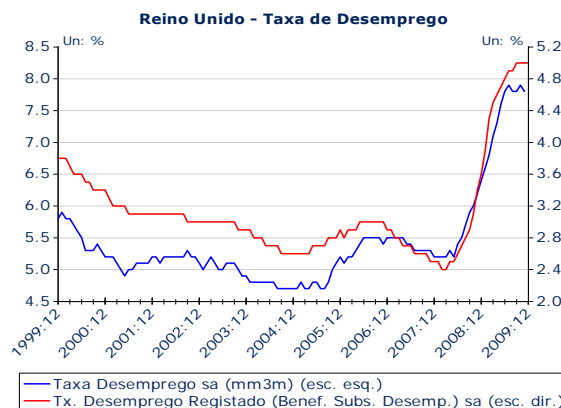


A condicionar uma recuperação mais sustentável do Consumo Privado no país (bem como da economia como um todo) acaba, também, por estar a fraca dinâmica da actividade creditícia neste segmento da economia. De facto, de acordo com o Banco de Inglaterra (BoE), o **Crédito ao Consumo** registou, em Novembro, um decréscimo mensal de 0.4 mil milhões de libras, uma queda, ainda assim, inferior à observada no mês anterior (de 0.6 mil milhões de libras). Esta nova queda do Crédito ao Consumo (a 5ª consecutiva) foi provocada por um forte decréscimo nas outras categorias de crédito (-0.6 mil milhões de libras), que mais do que compensou o aumento observado na utilização de Cartões de Crédito (+0.2 mil milhões de libras).

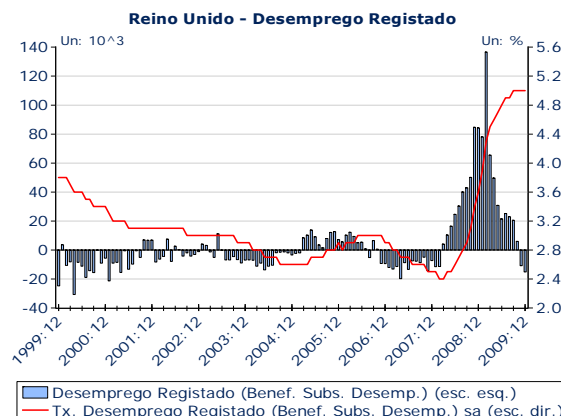


A própria situação deteriorada do **Mercado Laboral** acaba por constituir um forte

constrangimento a uma evolução mais favorável do Consumo, não obstante os últimos dados conhecidos sobre este mercado terem vindo dar conta de algumas melhorias.



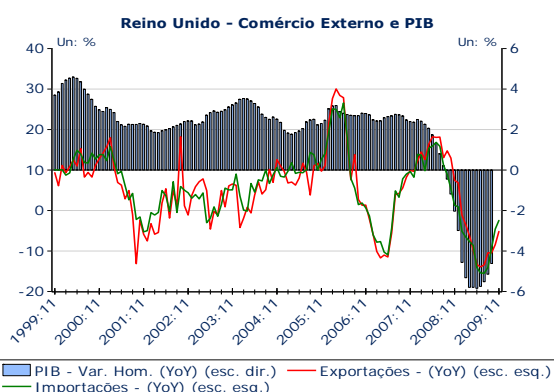
Efectivamente, em Novembro, a **Taxa de Desemprego** registou um desagravamento de 0.1 p.p., para 7.8%, surpreendendo o mercado pela positiva, porquanto o Consenso apontava para 8%, o qual representaria um agravamento de 0.1 p.p. face ao valor do mês anterior. Com esta subida, a Taxa de Desemprego igualou o nível observado em Setembro, recuperando do valor de Outubro, que correspondia ao registo mais elevado (a par do valor de Julho) desde Novembro de 1996 (8.0%).



Por outro lado, a **Taxa de Desemprego Registrado**, já relativa ao mês de Dezembro, manteve-se inalterada, em 5.0%, em linha com o esperado pelo mercado, com esta Taxa a manter-se, assim, pelo 4º mês consecutivo, neste valor. Com efeito, observou-se, mesmo, uma nova queda mensal (a 2º consecutiva) do **Desemprego Registrado**, de 15.2 mil desempregados, para um total de 1 606.5 milhões, que compara, favoravelmente, com o decréscimo de 10.8 mil

desempregados observado no mês anterior. Convém, no entanto, ter presente que, não obstante a Taxa de Desemprego Registrado ter-se mantido, novamente, inalterada, esta encontra-se, no entanto, no nível mais elevado desde Setembro de 1997 (igualmente, 5.0%), o que reflecte bem a situação difícil que este mercado continua a atravessar.

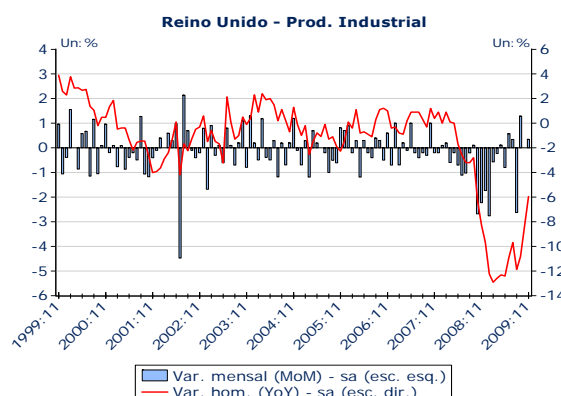
Ao nível da Procura Externa, os últimos dados mensais da **Balança Comercial** britânica até se revelaram favoráveis, tendo-se assistido a uma redução do Défice, em Novembro, mas com as Exportações Líquidas a manterem-se a contribuir negativamente para o crescimento trimestral do PIB, no 4ºT2009. Efectivamente, o Défice Comercial foi de 2.9 mil milhões de libras, nesse mês, o que representa uma melhoria face ao saldo negativo de 3.1 mil milhões de libras observado no mês anterior e que foi resultado de um crescimento mensal de 0.6% das Exportações (o 6º consecutivo), ao mesmo tempo que as Importações se mantiveram inalteradas, depois de dois acréscimos consecutivos.



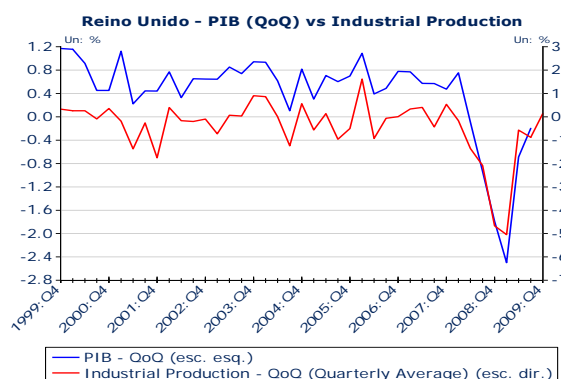
No entanto, em termos trimestrais, e apesar de ainda não ser conhecido o dado de Dezembro, as Exportações evidenciam um crescimento de 4.2%, no 4ºT2009, ao passo que as Importações apresentam um crescimento superior, de 5.0%, com as Exportações Líquidas a evidenciarem, para já, um contributo negativo para o crescimento trimestral do PIB britânico.

Do lado da Oferta, os últimos dados conhecidos sobre a **Produção Industrial** são bastante animadores, com a leitura de Novembro a dar conta de um crescimento de 0.4%, um resultado que surpreendeu, ligeiramente, o mercado pela positiva (esperava um crescimento de 0.3%), e que surgiu após a estagnação observada no mês

anterior. Em termos homólogos, observou-se a 19ª contração consecutiva, tendo, ainda assim, se assistido a um desagramento da queda, de 8.4% para 6.0%, mantendo a tendência de diminuição das quedas que se vem observando desde o pico verificado em Fevereiro (de -12.9%).



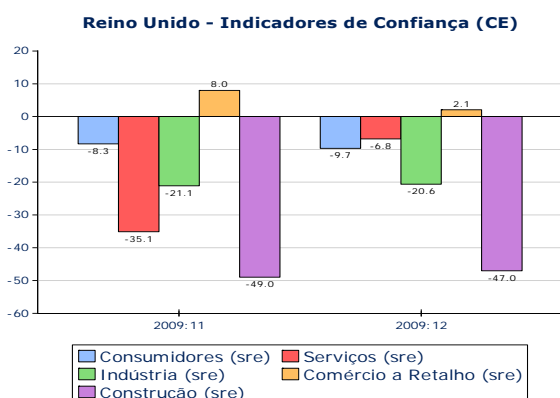
Refira-se, no entanto, que, na Indústria Transformadora, o dado da Produção surpreendeu o mercado pela negativa, ao estagnar (-5.4%, em termos homólogos), quando era esperado um crescimento (+0.2%), sendo penalizada pelo agrupamento de Bens de Consumo Duradouro (-2.1%, a 3ª queda em quatro meses, face a -0.8% no mês anterior) e de Bens de Consumo Não Duradouro (-0.2% vs -1.2%, no mês anterior).



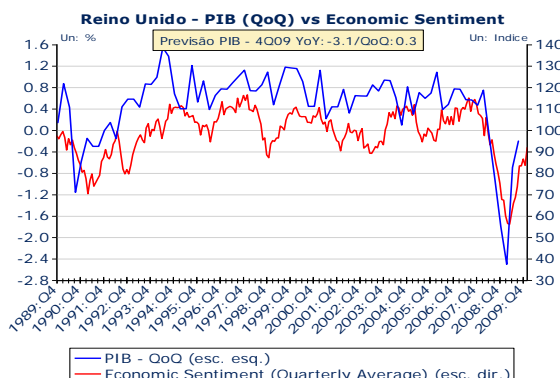
Neste sentido, e embora ainda sem um terço da informação disponível para o 4ºT2009, a Produção Industrial apresenta, para já, um ligeiro acréscimo trimestral (+0.1%), mas que ascenderá a 0.3% se considerarmos que a Produção evoluirá, em Dezembro, em linha com a indicação dada pelo *PMI Manufacturing* – que subiu, em Dezembro, de 51.8 para 54.1 pontos, mantendo-se, pelo 3º mês consecutivo, a sinalizar uma expansão do sector – o que, a confirmar-se, quebrará um ciclo de 7 contrações trimestrais consecutivas, com o sector

a contribuir, assim, positivamente, para a evolução da actividade económica do Reino Unido, nesse trimestre.

De resto, o último mês do 4ºT2009 terá sido relativamente favorável para os principais sectores da economia britânica, a avaliar, designadamente, pelas leituras de Dezembro dos **Indicadores de Confiança da CE**, tendo os piores registos sido observados, precisamente, e em linha com o anteriormente referido, nas Confianças que mais se relacionam com o Consumo Privado, como sendo a já referida Confiança nos Consumidores e a Confiança no Comércio a Retalho, tendo-se registado quedas em ambas.

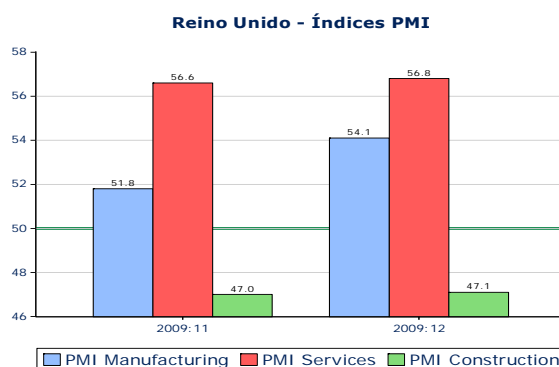


Pela positiva, destaque para a forte melhoria da Confiança observada nos Serviços (de -35 para -7 pontos), depois de três quedas consecutivas e atingindo o valor mais elevado desde Abril de 2008, melhoria que se verificou, igualmente, na Construção, para um máximo desde Setembro de 2008. Por seu lado, na Indústria, assistiu-se a uma manutenção da Confiança.

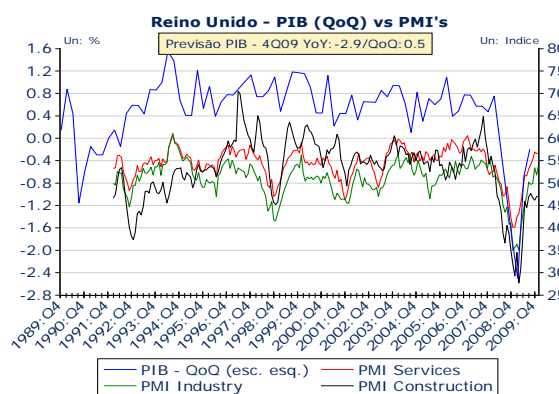


Reflectindo este comportamento globalmente positivo, o **Indicador de Sentimento Económico** registou um forte acréscimo de 8.2 pontos, para

92.0 pontos, retomando, assim, a tendência de subida iniciada em Abril de 2009, e que fora apenas interrompida nos meses de Setembro (estagnação) e de Novembro (queda de 2.9 pontos). Com esta forte subida, o Indicador de Sentimento Económico encontra-se no nível mais elevado desde Junho de 2008 (95.7 pontos), embora mantendo-se, ainda, em níveis historicamente baixos (depois de, em Março, ter registado o mínimo desde a sua criação, em 1985), e a sinalizar um crescimento em cadeia da economia britânica de 0.3%, no 4ºT2009.



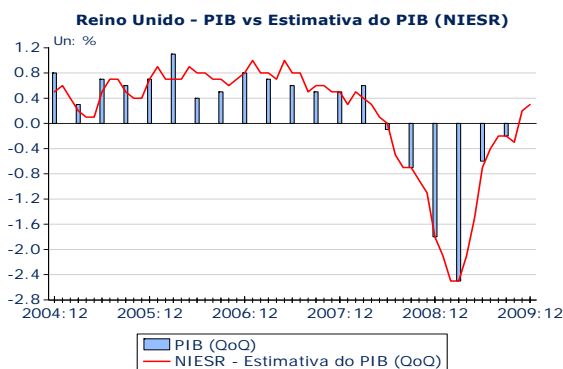
É, também, para um cenário de expansão que apontam os **Indicadores PMI**, cujas leituras de Dezembro evidenciaram subidas nos três sectores considerados, continuando a sinalizar expansões de actividade na Indústria e nos Serviços (pelo 3º e o 8º mês consecutivo, respectivamente), mas a sugerir uma contracção da actividade na Construção (pelo 22º mês consecutivo).



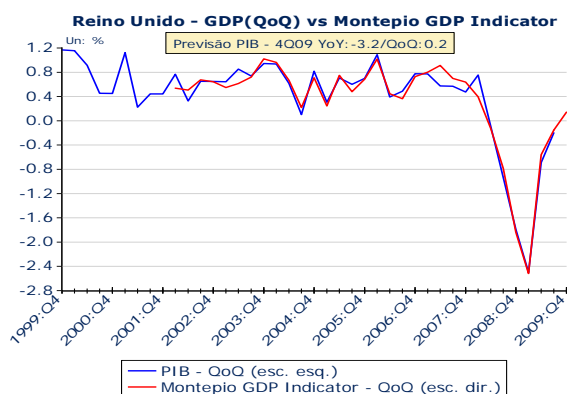
Completada a informação trimestral, os indicadores **PMI** encontram-se, igualmente, a sugerir que a economia britânica terá regressado ao crescimento, no 4ºT2009, mas para valores que, para já, e atendendo a toda a informação actualmente já disponível (tanto de natureza

qualitativa, como quantitativa), nos parece um pouco excessivo.

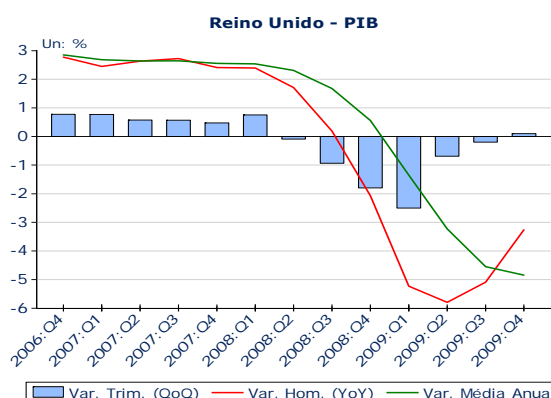
De resto, também é essa a perspectiva do *National Institute of Economic and Social Research (NIESR)*, que, na sua última **Estimativa do PIB Mensal**, já relativa ao mês de Dezembro, refere que a economia do Reino Unido terá registado um crescimento em cadeia de 0.3%, no 4ºT2009, depois de ter avançado 0.2% nos três meses terminados em Novembro. Segundo o *NIESR*, para a expansão do PIB estimada para o 4ºT2009 contribuíram os sectores da Construção (+1.2%, em termos anualizados), da Indústria (+1.9%) e dos Serviços Privados (+1.8%), tendo a Agricultura e os Serviços Públicos continuado a registar quedas de actividade (-2.1% e -0.8%, respectivamente).



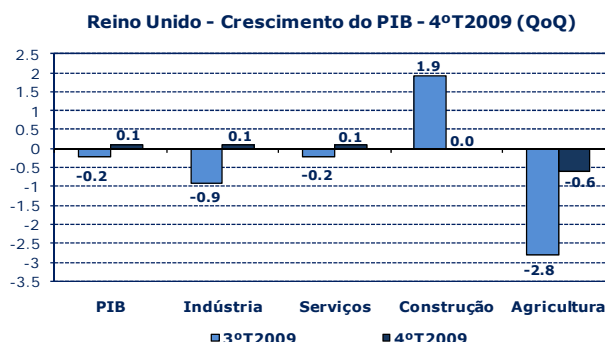
No entanto, o **Indicador Compósito para o PIB do Reino Unido**, calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio e que utiliza como *inputs* dados tanto de natureza quantitativa como qualitativa, encontra-se, actualmente, a apontar para um crescimento ainda inferior, de apenas 0.2%, no último trimestre de 2009, depois da contracção de 0.2% observada no 3ºT2009.



Com efeito, a estimativa avançada para o PIB do 4ºT2009, recentemente divulgada pelo *Office for National Statistics (ONS)*, acabou por se aproximar mais do valor sinalizado pelo nosso Indicador Compósito, ao dar conta, nesta primeira estimativa (num total de três) de um crescimento trimestral do PIB de apenas 0.1%, no último trimestre de 2009. Em termos homólogos, o PIB terá registado um decréscimo de 3.2%, depois de, no 3ºT2009, ter-se observado uma contracção de 5.1%.



Com esta estimativa inicial, não foram, ainda, divulgados dados em detalhe do PIB, na óptica da Despesa. No entanto, na óptica da Produção, destaque para os acréscimos observados no VAB da Indústria (+0.1% vs -0.9%, no 3ºT2009), com a Indústria Transformadora a apresentar o maior contributo, ao crescer 0.4% (-0.2%, no trimestre anterior), e dos Serviços (+0.1% vs -0.2%, no 3ºT2009). Por seu lado, assistiu-se a uma estagnação do VAB no sector da Construção (+1.9%, no trimestre anterior) e a um decréscimo no Agrícola (-0.6% vs -2.8%, no 3ºT2009).



Assim, e a confirmar-se os valores avançados nesta primeira estimativa, trata-se de um resultado que terá sempre um lado positivo – no limite, por corresponder, finalmente, à saída da economia britânica daquela que foi a recessão

mais longa (entre o 2ºT2008 e o 3ºT2009) desde, pelo menos, 1955, o ano de início dos registos da actual série trimestral do PIB. No entanto, o dado ficou muito aquém do esperado pelo mercado, que apontava para uma expansão de 0.4%, bem como das previsões efectuadas pelas principais entidades – a Comissão Europeia e a OCDE previram expansões de 0.4% e 0.5%, respectivamente, ao passo que o *BoE*, no seu *Inflation Report* de Novembro, avançou com previsões consistentes com uma expansão trimestral de 0.7%, no 4ºT2009.

Com efeito, entre as principais entidades, as últimas **Previsões Económicas** para a economia do Reino Unido foram efectuadas pela OCDE, em meados de Novembro, que veio proceder a uma revisão em alta das suas anteriores previsões de crescimento, embora revelando-se, para 2009, piores do que as avançadas pelas principais entidades internacionais, bem como pelo *BoE*. Assim, e depois do fraco crescimento médio anual observado, em 2008, pelo PIB britânico (+0.6%), para 2009, a OCDE acabou por manter inalterada a previsão que havia avançado nas suas previsões intermédias de Setembro, de uma contracção média anual de 4.7%, valor que compara, negativamente, com as quedas de 4.6% e 4.4% projectadas pela CE e pelo FMI, respectivamente, bem como pela contracção de 4.6% apresentada nas últimas previsões do *BoE*.

Reino Unido - Previsões Económicas

Un.-%	CE		FMI		OCDE	
	03-Nov		01-Out		19-Nov	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB	-4.6	0.9	-4.4	0.9	-4.7	1.2
Consumo Privado	-3.3	-0.3	-	-	-3.0	-0.2
Consumo Público	2.9	1.4	-	-	2.8	3.3
Investimento (FBCF)	-15.9	-3.8	-	-	-16.1	-5.2
Exportações	-11.5	1.8	-	-	-10.6	4.4
Importações	-13.7	0.1	-	-	-13.3	0.9
Inflação	2.0	1.4	1.9	1.5	2.1	1.7
Desemprego	7.8	8.7	7.6	9.3	8.0	9.3
Saldo Orçamental	-12.1	-12.9	-11.6	-13.2	-12.6	-13.3

Fonte: FMI, OCDE e Comissão Europeia.

No entanto, para este ano, a Organização prevê uma expansão média anual de 1.2%, o que corresponde a uma forte revisão em alta face à estagnação que havia sido avançada nas suas anteriores previsões (que já datavam do *Economic Outlook* de Junho), valor que se apresenta mais favorável do que os perspectivados pela CE e pelo FMI (ambos de +0.9%), mas que se revela inferior ao perspectivado pelo *BoE* (+1.6%). Para o próximo ano, a OCDE projecta uma expansão de

2.2%, mantendo-se, assim, mais optimista do que a CE (+1.9%), mas menos do que o *BoE* (+3.3%).

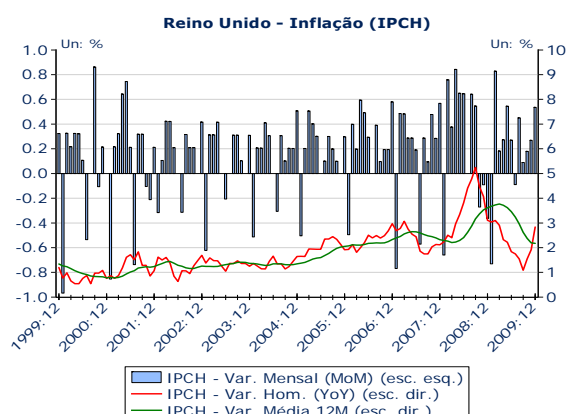
Segundo a Organização, a economia britânica encontra-se preparada para a recuperação, apoiado pela melhoria das condições financeiras, uma Política Monetária expansionista e forte crescimento económico internacional. No entanto, a OCDE considera que a recuperação será lenta, com o crescimento do PIB a manter-se em níveis relativamente baixos em 2010, reflectindo os fortes ajustamentos nos balanços dos agentes económicos, um Mercado Laboral ainda muito enfraquecido e do aperto da situação orçamental. Por seu lado, para 2011, e apesar do já referido maior impulso para o actual processo de recuperação (+2.2% vs +1.2%, em 2010), a OCDE refere que a Utilização da Capacidade Instalada permanecerá em níveis baixos e que a Taxa de Desemprego deverá alcançar os 9.5%.

De resto, ao nível do **Mercado Laboral**, a OCDE acaba por traçar um cenário mais desfavorável do que o perspectivado pelas principais entidades, avançando com uma Taxa de Desemprego de 8.0%, para 2009 (5.7%, no ano anterior), quando a CE e o FMI prevêem taxas de 7.8% e 7.6%, respectivamente, seguido de novos agravamentos em 2010 e 2011, para, respectivamente, 9.3% e 9.5%. A Organização prevê que o Desemprego atinja o valor mais elevado entre o último trimestre de 2010 e o 2º trimestre de 2011, nos 9.5%, contrariamente ao avançado pela Comissão, que considera que a Taxa de Desemprego média anual deverá cair de 8.7%, este ano, para 8.0%, em 2011, com o maior nível de Desemprego a dever ser atingido em meados do próximo ano.

Em termos de **Evolução dos Preços**, e depois da taxa de variação média anual do Índice de Preços no Consumidor Harmonizado (IPCH) de 3.6% observada em 2008, a Organização projectou uma considerável redução em 2009, para 2.1% (a CE e o FMI avançaram com taxas ligeiramente inferiores, de 2.0% e 1.9%, respectivamente) – valor que acabou por ficar, apenas, 0.1 p.p. abaixo do verificado –, prevendo uma nova redução em 2010, para 1.7%, igualmente superior às avançadas pela CE e o FMI. Tal como tem vindo a ser defendido pelas duas entidades referidas, a OCDE espera vir a assistir-se a um longo período de Inflação abaixo do *target* de 2.0% do *BoE*, expectativa que foi, de resto, partilhada pela própria Autoridade Monetária, que, no seu último

Inflation Report, previu a manutenção da Taxa de Inflação Homóloga do país abaixo do seu objectivo de 2.0% durante, pelo menos, os dois próximos anos, pese embora tendo alertado para o facto de esta dever chegar a superar, temporariamente, este nível, durante a primeira metade de 2010, o que, de resto, já se está a observar.

Efectivamente, já em Dezembro, a **Taxa de Inflação Homóloga** registou a maior subida desde o início da série, em Janeiro de 1997, de 1.9% para 2.9%, o nível mais elevado desde Março de 2009, voltando a ultrapassar o *target* de Inflação do *BoE* (+2.0%), depois de ter estado 6 meses abaixo desse nível. Em termos mensais, o IPCH registou um acréscimo de 0.6%, depois da subida de 0.3% observada no mês anterior. O acréscimo mensal dos preços mais significativo observou-se na classe dos Transportes (+2.2%), reflectindo os efeitos de base positivos associados aos preços dos bens energéticos.



O IPCH *Core* (i.e., excluindo a alimentação e a energia) registou, igualmente, uma subida da variação homóloga dos preços, de 1.9% para 2.8%, o que representa o nível mais elevado desde o início da série, em Janeiro de 1997, o que reflecte, também, um eventual efeito cambial – é verdade que, em Dezembro, a Libra acabou por apreciar face ao Euro, em termos homólogos, mas o facto de o ajustamento não dever ser instantâneo deverá ter levado a depreciação registada em Novembro a assumir um efeito positivo sobre a evolução dos preços, em Dezembro, nomeadamente se tivermos em consideração que, face ao Dólar, a Libra depreciou-se em ambos os meses.

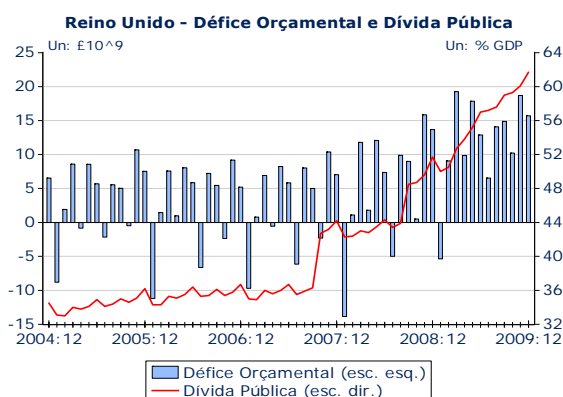
Mais difícil de suportar é, contudo, a perspectiva da OCDE de manutenção das quedas da Inflação

Homóloga em 2011 (para uma taxa média anual de 0.5%), designadamente quando a economia já deverá apresentar níveis de crescimento bem mais satisfatórios (pese embora devendo permanecer, ainda, abaixo do seu potencial), e quando se espera que, nesse período, os preços do Petróleo não se encontrem a afectar negativamente a evolução da Inflação, mas, antes, positivamente, à medida que a recuperação vá contribuindo para a retoma dos anteriores níveis de procura desta matéria-prima. Por detrás destas previsões da OCDE poderá estar, no entanto, a expectativa de que uma apreciação da Libra, a médio-prazo, para níveis mais próximos dos observados antes do início da actual crise, se revele suficiente para mais do que compensar as pressões inflacionistas acima referidas.

Ainda relativamente ao último *Economic Outlook* da OCDE, a Organização realça a importância que o apoio ao sector financeiro e as políticas orçamentais e monetárias expansionistas tiveram no amortecimento da queda da economia. No entanto, se relativamente à Política Monetária a OCDE considera que o *BoE* deverá manter a actual política expansionista durante todo o período de previsão, devendo o início de normalização das taxas de juro começar a revelar-se necessário em 2011, já relativamente à Política Orçamental, a Organização considera que a difícil situação orçamental do país torna necessária uma maior consolidação (a OCDE prevê um agravamento do **Déficé Orçamental** de 5.3%, em 2008, para 12.6%, em 2009, e 13.3%, no próximo ano, valores que se situam acima dos projectados tanto pela CE como pelo FMI). Neste sentido, e tendo em vista uma maior estabilização das condições macroeconómicas para o Reino Unido, a OCDE recomenda o anúncio de um plano de consolidação orçamental concreto e abrangente.

De resto, os últimos dados relativos ao Saldo Orçamental britânico continuaram a dar conta de um agravamento da situação, com a leitura de Dezembro a revelar um défice de 15.7 mil milhões de libras, o que, apesar de representar uma diminuição face ao saldo negativo de 18.7 mil milhões de libras observado no mês anterior, correspondeu ao pior registo num mês de Dezembro, desde o início da série, em 1993, originando um aumento do rácio de Dívida Pública do país de 60.2% para 61.7% do PIB, igualmente, o mais elevado desde, pelo menos, 1993. Recorde-

se que, em Dezembro, o Governo britânico divulgou a Proposta de Orçamento de Estado para 2010, que foi entendida pelo mercado como sendo pouco ambiciosa tendo em vista o necessário processo de consolidação orçamental. Trata-se, assim, de um dado bastante negativo, designadamente num período em que a solvabilidade dos estados está a ser sujeita a um forte (e, eventualmente, um pouco exagerado!) escrutínio por parte dos diversos *players* do mercado.



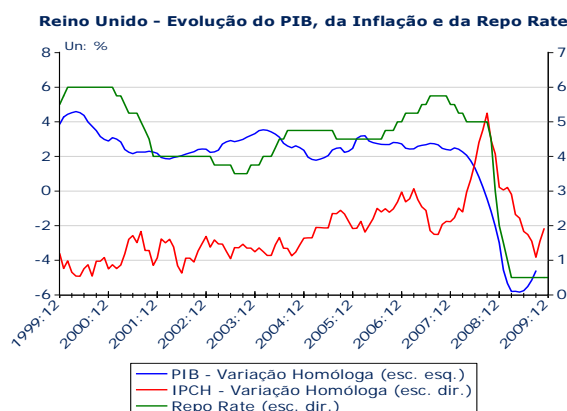
A OCDE considera, ainda, que o fortalecimento da regulação e supervisão financeira também permitirá apoiar a estabilidade e impedir uma acumulação de novos desequilíbrios perante taxas de juros em níveis historicamente tão baixos.

A OCDE traçou, assim, um *outlook* para a economia britânica mais favorável do que o anteriormente avançado, mas que continuou a dar conta de uma série de riscos, que poderão tornar o actual processo de recuperação muito gradual e demorado. Em todo o caso, parece relativamente consensual o regresso do país ao crescimento, no 4ºT2009 (opinião que, como vimos, é partilhada pela generalidade das entidades que publicam previsões para o Reino Unido).

No que se refere à Política Monetária, na última **Reunião do Comité de Política Monetária do BoE**, que decorreu no passado dia 7 de Janeiro, a Autoridade, em linha com as expectativas do mercado, decidiu manter inalterada a taxa de juro de referência do país, a *Repo Rate*, em 0.50%, nível em que se encontra desde Março e que corresponde ao mais baixo desde a fundação da autoridade, em 1694.

No Comunicado divulgado após a reunião, o *BoE* revelou, ainda, ter sido acordado dar continuidade

ao actual programa de compra de dívida pública e privada financiada através da emissão de reservas do banco central, cuja extensão havia sido novamente alargada, na reunião de Novembro, em mais 25 mil milhões de libras, para um total de 200 mil milhões de libras. O Comité revelou, ainda, que deverá ser necessário mais um mês para completar este programa, voltando a referir, no entanto, que a respectiva dimensão permanecerá sujeita a revisão.



Do ponto de vista das próximas medidas de Política Monetária, e não obstante as recentes melhorias da actividade, que sugerem que a economia britânica tenha regressado ao crescimento, no 4ºT2009, a Autoridade deverá estar a aguardar pela publicação do seu Relatório de Inflação de Fevereiro, para definir o rumo a tomar nos próximos meses, sendo que, no curto-prazo, este poderá passar pela não extensão do actual programa de compra de dívida, um pouco em linha com a última decisão tomada pelo BCE, na reunião de Dezembro, ao anunciar a retirada gradual das medidas de estímulo de liquidez adoptadas.

No entanto, cerca de duas semanas depois da última reunião do *BoE*, a já referida forte subida da Taxa de Inflação, em Dezembro, para níveis superiores ao *target* de 2.0% definido pela Autoridade, fez levantar alguns rumores sobre um eventual aumento da restritividade da Política Monetária num futuro próximo, que se reflectiram, nos mercados, num aumento das taxas de juro e numa apreciação da Libra. Assim, e numa tentativa de contrariar tais rumores (que, em nossa opinião, também são desprovidos de sentido, numa fase em que a economia ainda se encontra muito debilitada e onde a Inflação se encontra a reflectir, essencialmente, efeitos de

base associados aos preços dos bens energéticos, que agora são positivos, e em concreto esta leitura de Dezembro, os saldos agressivos praticados no Natal de 2008), o Governador do *BoE*, Mervin King, numa intervenção efectuada dois dias após ter sido conhecido o dado da Inflação, veio salientar que o Crédito continua a crescer a níveis indesejavelmente baixos, o que tenderá a conter aumentos adicionais da Inflação, voltando a reforçar a ideia avançada no último *Inflation Report* da Autoridade, de que a Inflação deverá voltar a cair para valores em torno dos 2.0%, no médio prazo, o horizonte relevante em termos de condução da Política Monetária.

Por último, uma referência aos dados divulgados, nos últimos meses, sobre o **Mercado Imobiliário** – mercado que esteve na origem de boa parte das dificuldades que a economia britânica actualmente atravessa –, que continuaram a revelar-se positivos, sugerindo uma maior sustentabilidade do actual processo de estabilização deste mercado, não obstante continuarem a contrastar com os dados negativos para o sector da Construção que continuam a ser evidenciados quer pelo indicador *PMI Construction* (em Dezembro, a sinalizar contracção da actividade), quer pelo indicador de Confiança na Construção da CE (que se manteve, em Dezembro, em terreno claramente negativo, pese embora a ligeira melhoria observada).

Efectivamente, por um lado, ao nível da evolução dos **Preços das Casas**, dos seis indicadores mais seguidos pelo mercado, cinco já divulgaram dados relativos ao mês de Dezembro (apenas falta conhecer a leitura do índice do *DCLG*), tendo a sua generalidade apontado para acréscimos mensais dos preços, com a única excepção do índice da *Rightmove*, que apontou para uma queda dos preços, mas que foi motivada por efeitos sazonais (-2.2% vs +0.1%, quando ajustado de sazonalidade). De resto, os últimos dados divulgados pela *Rightmove*, e já referentes a Janeiro, continuaram a dar conta do elevado efeito sazonal deste mercado, ao avançar com um acréscimo mensal dos Preços das Casas Colocadas à Venda de 0.4%, para um valor médio de 222 261 libras, mas que, na verdade, corresponde a uma subida mais expressiva, de 1.0%, quando os dados são ajustados de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio).

Por outro lado, e em linha com o que havia sido avançado, anteriormente, pela *British Bankers' Association*, os dados de Novembro do *BoE* revelaram uma manutenção da tendência de crescimento do **Crédito à Habitação**, pelo 12º mês consecutivo e para o nível de contratos mais elevado desde Março de 2008.

Reino Unido - Índices de Preços de Casas

Un: %	Variação Mensal				Variação Homóloga			
	Out 09	Nov 09	Dez 09	Jan 10	Out 09	Nov 09	Dez 09	Jan 10
Halifax	1.1	1.3	0.9		-4.7	-1.6	1.1	
Nationwide	0.5	0.5	0.4		2.0	2.7	5.9	
Rightmove	2.8	-1.6	-2.2	0.4	0.2	1.6	1.7	4.1
Hometrack	0.2	0.2	0.1		-4.2	-2.9	-1.9	
DCLG	-0.4	1.0			-2.2	0.6		
RICS (sre)	33.0	35.0	30.0					

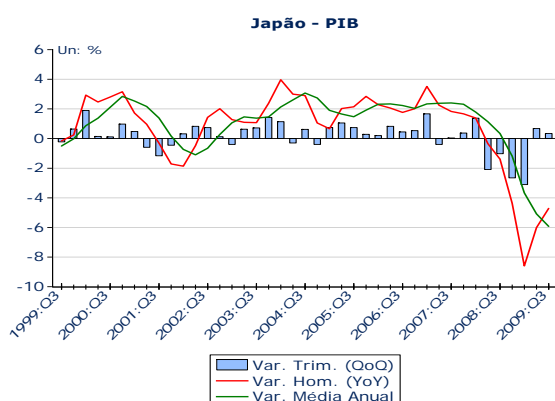
Nota: RICS - Saldo de Respostas Extremas; consoante seja positivo, ou negativo, o indicador dá-nos a percentagem da diferença entre o número de agentes imobiliários que afirmam que os preços subiram, face aos que consideram que os preços desceram.

José Miguel Moreira
JoseMoreira@Montepio.pt

Japão – Expectativas de crescimento no 4ºT2009

O PIB deverá ter crescido no 4ºT2009, impulsionado por crescimentos da Produção Industrial ao longo de todo o trimestre, enquanto a Actividade no Sector Terciário caiu, no mês de Novembro, mas não o suficiente para impedir o avanço do Índice de Actividade Económica, naquela que foi a 7ª subida dos últimos 8 meses. Em Dezembro, a Produção Industrial deverá subir, mas os dados qualitativos referentes ao sector dos Serviços têm revelado um comportamento negativo. Os Indicadores Avançados sinalizam um crescimento no 1ºT2010, com a fraqueza da Procura Interna a constituir um importante risco para este cenário.

A economia japonesa, ao contrário das da Zona Euro e dos EUA, regressou ao crescimento logo no 2ºT2009. Todavia, a estimativa final do PIB do 3ºT2009 veio surpreender pela negativa, ao apontar para um crescimento trimestral de 0.3% (+1.3%, em termos anualizados), claramente abaixo do esperado pelo mercado (+0.7%), bem como do que fora avançado na 1ª estimativa (+1.2%), o que representa, assim, uma desaceleração face ao crescimento de 0.7% observado no 2ºT2009.

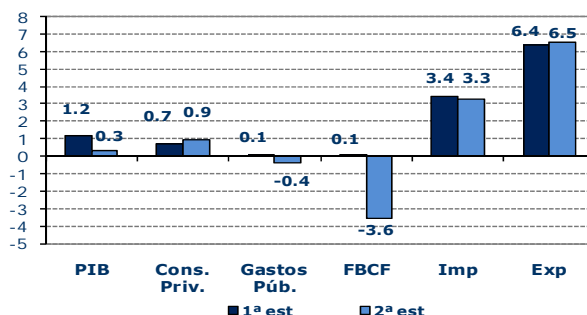


Em todo o caso, trata-se do 2º trimestre consecutivo de crescimento, após 4 trimestres de quedas, que provocou um desagravamento da contracção homóloga do PIB de -5.8% para -5.1%.

A revisão em baixa do crescimento trimestral foi influenciada, sobretudo, pela revisão do **Investimento Privado em Capital Fixo (FBCF)**, de um crescimento de 0.1% para uma contracção de 3.6%, o que representa, assim, a 6ª queda

trimestral consecutiva (-5.4%, no 2ºT2009). Também os **Gastos Públicos** foram revistos em baixa, de um crescimento de 0.1% para uma queda de 0.4%, interrompendo uma sequência de 3 trimestres de subidas (+1.3%, no 2ºT2009).

Japão - Crescimento do PIB - 2009Q3 (1ª est vs 2ª est)



Pela positiva destaca-se o **Consumo Privado**, cujo crescimento foi revisto em alta, em 0.2 p.p., para 0.9% (o 2º trimestre consecutivo de expansão, após o avanço de 1.2%, no 2ºT2009). Destaque, também, para a revisão em alta das Exportações Líquidas, com as **Exportações** a avançarem 6.5%, o mesmo crescimento do trimestre anterior (+6.4%, na 1ª estimativa) e com as **Importações** a subirem 3.3% (+3.4%, na 1ª estimativa, e -3.4%, no 2ºT2009), revelando o papel determinante da **Procura Externa** na recuperação da economia japonesa.

Japão - Crescimento do PIB

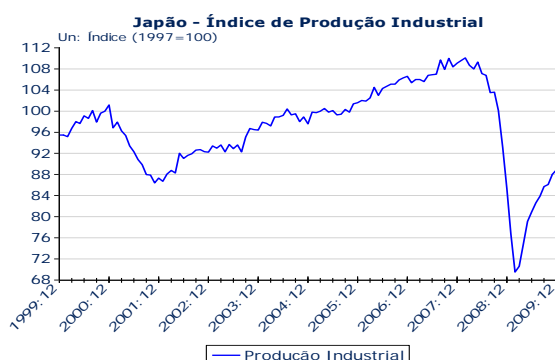
Un: %	Crescimento Trimestral				Crescimento Homólogo			
	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
PIB	-2.7	-3.1	0.7	0.3	-4.1	-8.9	-5.8	-5.1
Consumo Privado	-0.9	-1.2	1.2	0.9	-1.8	-3.8	-1.1	0.0
Gastos Públicos	1.1	1.1	1.3	-0.4	-2.0	0.0	3.2	2.9
FBCF	-5.3	-8.1	-5.4	-3.6	-4.7	-17.3	-20.3	-20.6
Procura interna	-0.4	-2.3	-0.7	-0.1	-1.7	-5.5	-3.7	-3.8
Importações	-1.6	-15.0	-3.4	3.3	0.2	-17.7	-18.6	-16.5
Exportações	-13.9	-21.3	6.5	6.5	-13.4	-36.3	-29.3	-23.1

Fonte: ESRI.

Entrando já no 4ºT2009, continuou-se a observar a dicotomia entre o Sector Industrial, que tem vindo a beneficiar da forte recuperação das economias asiáticas (particularmente da China, que já constitui o principal parceiro comercial do Japão), e a Procura Interna Privada, que permanece fraca, patente na queda homóloga das Remunerações do Trabalho (Novembro), pelo 18º mês consecutivo, num mês em que, recorde-se, a Taxa de Desemprego, após três quedas consecutivas, subiu ligeiramente, apesar de a economia ter criado empregos. Por conseguinte, o crescimento do Consumo tem sido suportado, em grande parte, pelas quedas nos Preços.

Começando pelo **Sector Industrial**, a Produção terá observado subidas ao longo de todo o trimestre, não obstante os baixos níveis de Utilização da Capacidade Instalada sugiram uma recuperação relativamente anémica do Investimento.

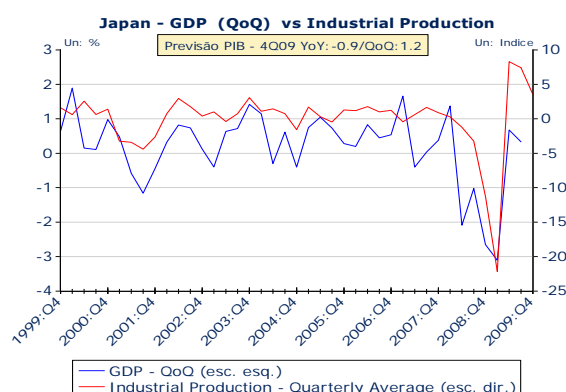
Com efeito, as **Encomendas de Maquinaria do Sector Privado**, excluindo as componentes voláteis, uma *proxy* do investimento futuro das empresas, registaram uma queda homóloga de 20.5%, em Novembro, diminuindo, mas muito ligeiramente, o ritmo de contracção homóloga (-21.0%, em Outubro). Em termos mensais, as Encomendas registaram uma diminuição de 11.3%, que se segue ao decréscimo de 4.5% observado no mês anterior. Ainda assim, em termos trimestrais, no 4ºT2009 (ainda sem o dado de Dezembro), as Encomendas subiram 2.3%, depois de já terem avançado 10.4%, no 3ºT2009, representando os primeiros trimestres de ganhos após 5 trimestres de quedas. Neste sentido, estes dados sinalizam uma (ligeira) recuperação do Investimento Privado Não-Residencial, que entre o 2ºT2008 e o 3ºT2009 apenas registou quedas, não obstante a Utilização da Capacidade Instalada na Indústria se encontrar, em Novembro, cerca de 13.7% abaixo da sua média no período 2003-2009 e o último *survey Tankan* do Banco do Japão (*BoJ*), relativo ao 4ºT2009, ter dado conta de uma deterioração das perspectivas para o Investimento em Capital Fixo, no ano fiscal terminado em Março de 2010, passando a contrair 13.8% (-10.8%, no *survey* realizado no 3ºT2009).



Relativamente à **Produção Industrial** a estimativa final de Novembro veio rever em baixa a anterior estimativa, em 0.4 p.p., mas para um crescimento robusto de 2.2%, a 9ª subida consecutiva e em aceleração face ao crescimento de Outubro (+0.5%), que representou o crescimento mais baixo da referida série de

subidas. A Produção atingiu o valor mais elevado desde Novembro de 2008, ainda que permaneça 3.9% abaixo daquele valor.

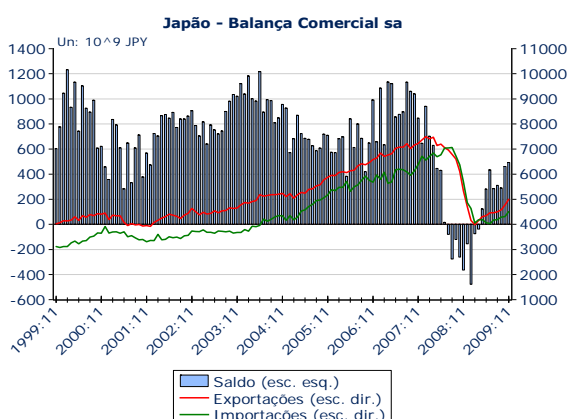
Mesmo admitindo que a Produção, em Dezembro, iria manter-se no nível observado nos dois meses anteriores, esta variável continua a sinalizar um crescimento robusto do PIB Japonês no 4ºT2009. Este crescimento fica, contudo, sobrevalorizado, porquanto a performance deste sector é claramente superior à dos demais.



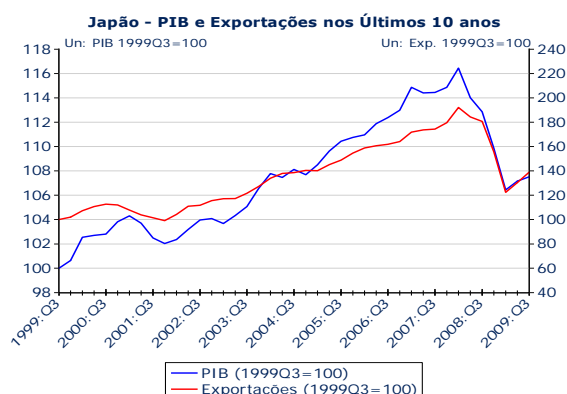
O forte crescimento da Produção Industrial em Novembro veio, assim, diminuir os receios dos investidores relativamente à velocidade de recuperação do sector industrial, ademais que as estimativas do Ministério da Economia, Comércio e Indústria (*METI*) apontam para crescimentos mensais da Produção na Indústria Transformadora de 3.4% e 1.3%, respectivamente, em Dezembro e Janeiro, sugerindo uma certa consistência desta retoma da dinâmica de crescimento, num momento em que as principais economias asiáticas se encontram em aceleração.

Deste modo, no mês de Novembro assistiu-se a uma subida mensal de 4.9% das **Exportações de Bens** (+4.1%, em Outubro), superior, em 0.8 p.p., à observada nas **Importações** (+0.4%, em Outubro). Em termos homólogos, as Exportações caíram 6.2%, o que representa uma franca melhoria face ao valor do mês anterior (-23.2%) e a menor queda dos últimos 14 meses. Este efeito não é completamente surpreendente, pois é, em grande parte, consequência dos planos governamentais de estímulo à procura levados a cabo um pouco por todo o mundo. Especial destaque para o mercado asiático, onde as Exportações inverteram (de uma queda homóloga de 1.9%, em Outubro, para uma subida de 11.9%, em Novembro), enquanto, para os EUA, se assistiu

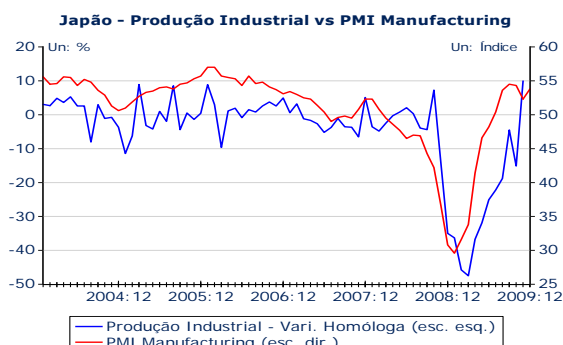
a um forte desagravamento do ritmo de queda (de -21.1% para -6.2%). Do lado das Importações, verificou-se, também, um forte alívio das contracções homólogas, de -35.6%, em Outubro, para -16.8%, em Novembro. Assim, no mês de Novembro, assistiu-se a um aumento mensal do *superavit* da **Balança Comercial de Bens**, que passou de 460.8 mil milhões de ienes, em Outubro, para 492.4 mil milhões de ienes, sugerindo um contributo positivo das Exportações Líquidas para o PIB do 4ºT2009.



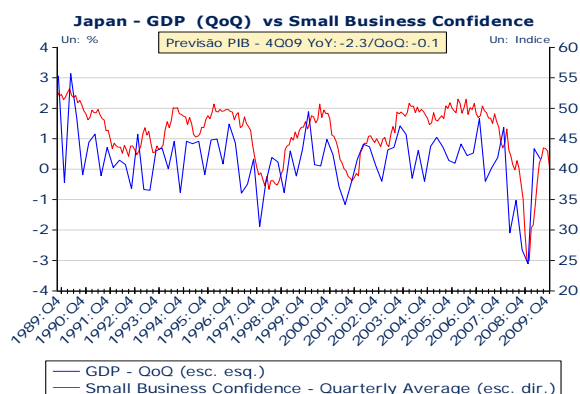
Para além da Procura Externa dever continuar a ter um papel determinante na continuação da recuperação da Produção, o ciclo de Inventários deverá agora favorecer a Produção. Na verdade, não obstante se ter assistido, em Novembro, a uma ligeira subida dos *Stocks* (+0.4%), já que as Vendas subiram menos do que a Produção (+0.9% vs +2.2%), esta correspondeu, apenas, à 2ª subida mensal de *Stocks* no ano de 2009, encontrando-se no 2º valor mais baixo desde, pelo menos, 2003, sugerindo que o ajustamento de *Stocks* deverá conduzir, igualmente, a uma subida da Produção futura.



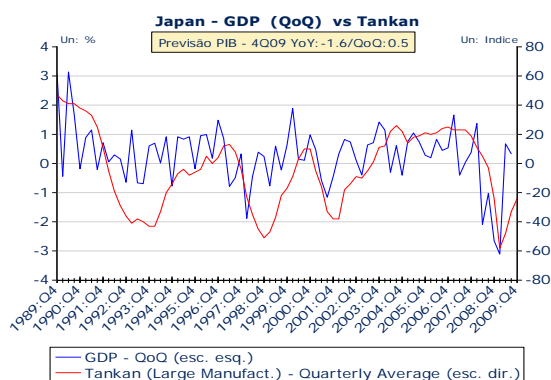
Com efeito, a leitura do índice **PMI Manufacturing**, já relativo a Dezembro, parece querer confirmar o cenário descrito anteriormente, tendo avançado 1.5 pontos, para 53.8 pontos, a 1ª subida em três meses, estando acima do limiar da expansão (50 pontos), pelo 6º mês consecutivo. De referir que a contribuir para subida do *PMI* estiveram as componentes de Produção (que sinaliza uma expansão pelo 7º mês consecutivo) e de Novas Encomendas, onde o já referido crescimento da Procura Externa por parte dos vizinhos asiáticos, nomeadamente a China, poderá estar a contrabalançar a apreciação observada pelo Iene. Na verdade, as Novas Encomendas para o Mercado Externo cresceram ao ritmo mais elevado desde Julho de 2004, permitindo compensar o fraco comportamento do mercado interno. Em termos trimestrais, o ritmo de crescimento das Novas Encomendas foi ligeiramente inferior ao do 3ºT2009. A componente de Emprego permaneceu abaixo do limiar da expansão, embora o ritmo de queda tenha sido muito marginal.



Estes registos do *PMI Manufacturing* parecem vir, todavia, contradizer os dados anteriormente conhecidos para a **Confiança nas Pequenas Empresas**, que apontou para uma queda, em Dezembro, de 2.6 pontos face a Novembro, para 40.4 pontos, a 3ª descida consecutiva, depois de ter subido por 8 meses consecutivos até Setembro. Apesar da descida, no 4ºT2009, em termos médios, o indicador atingiu o valor mais elevado desde o 1ºT2008, ainda assim, para um nível recessivo – o registo médio trimestral seria compatível com uma queda de 0.1% do PIB japonês.



Todavia, a Confiança nas Grandes Empresas (Inquérito *Tankan* do *BoJ*) e os dados quantitativos já disponíveis sinalizam um crescimento no actual trimestre. Assim, o indicador *Tankan* que avalia a **Situação Corrente entre as Maiores Empresas da Indústria Transformadora** subiu para -24 pontos, face aos -33 pontos registados no 3ºT2009. Também o sentimento entre as empresas dos sectores que não a Indústria Transformadora (essencialmente Serviços), que representam, aproximadamente, 70% da economia, subiu, mas apenas 2 pontos, para -22 pontos. Neste sentido, estes indicadores sinalizam um crescimento do PIB japonês no 4ºT2009 na ordem dos 0.5%, acima das estimativas de Consenso (+0.4%) e das estimativas da OCDE no seu último *Economic Outlook* (+0.3%, ou +1.3%, em termos anualizados).



Na verdade, as grandes empresas, que são as que estão mais representadas no *survey PMI*, têm beneficiado mais intensamente da recuperação da Procura Externa, enquanto as pequenas empresas, que vivem essencialmente do mercado interno, são especialmente afectadas pelo elevado nível do Desemprego e pelos critérios mais restritivos de concessão de Crédito, ademais, porque a sua fonte de financiamento é essencialmente bancário, não

podendo, por isso, ser beneficiadas pela melhoria nas condições de financiamento que se tem assistido nos mercados internacionais de dívida.

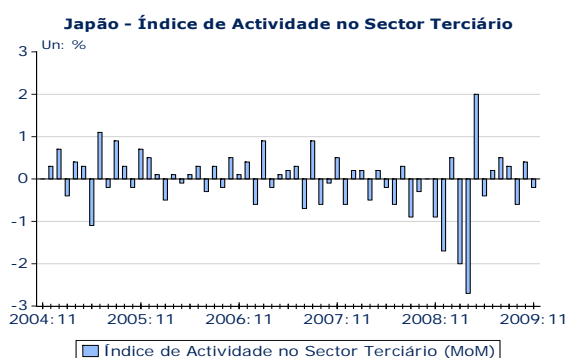
Se o índice geral da Confiança das Pequenas Empresas já se revela contraditório com o *PMI Manufacturing*, que dizer, então, da análise da componente da Indústria Transformadora! Na verdade, esta caiu de 45.0 para 41.3 pontos, tendo a componente dos restantes sectores (*Non-Manufacturing*) descido 1.7 pontos, para 39.6 pontos. Em todo o caso, o indicador ainda ficará abaixo da componente industrial, mais um sinal de que a recuperação na economia japonesa está a ser liderada pelo Sector Industrial, revelando o Sector dos Serviços um comportamento relativamente enfraquecido, sector que acaba por estar mais exposto aos desenvolvimentos do Mercado de Trabalho japonês.

De mesma forma, o *PMI Services (Business Activity)*, apesar de ter subido, ligeiramente, em Dezembro, após 3 quedas consecutivas, de 42.3 para 42.7 pontos, e recuperando do mínimo desde Maio, continuou a sinalizar uma contracção da actividade no sector. No 4ºT2009, em termos médios, a contracção terá sido superior à observada no trimestre anterior. Não obstante ter-se assistido a uma aceleração do crescimento da actividade Industrial, o **PMI Compósito da Produção** continuou a sinalizar uma contracção da actividade no Sector Privado (46.5 pontos), pelo 4º mês consecutivo, ainda que a um ritmo inferior ao do mês anterior.

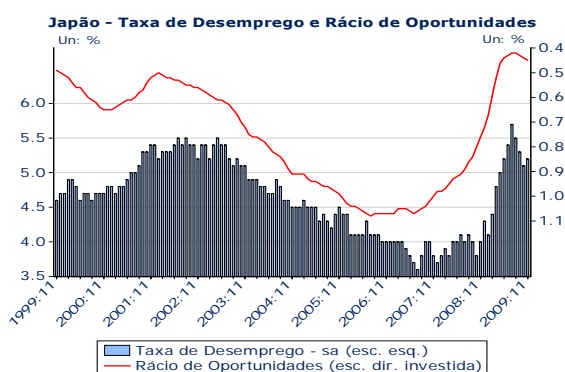
As **Novas Encomendas nos Serviços** continuaram a cair, perfazendo 2 anos de quedas, embora moderando o ritmo de contracção, que, em Novembro, fora o mais elevado em sete meses, uma situação que contrasta com o sector industrial, onde se observou uma aceleração do crescimento. O Índice referente às Expectativas de Actividade para os próximos 12 meses, que, no mês de Novembro, tinha voltado a ultrapassar o limiar dos 50 pontos, voltou a cair, descendo 6.1 pontos, para 44.4 pontos, um mínimo de 9 meses. Este comportamento sinaliza que o Sector dos Serviços permanecerá anémico, no quadro de um regresso à deflação, de uma frágil Procura Interna e à medida que as anteriores políticas públicas de combate à crise se desvanecem e no quadro de algum cepticismo quanto à eficácia das medidas adicionais de política orçamental, anunciadas pelo Governo, em Dezembro, medidas que deverão

estar na mira das agências de *Rating*, porquanto o rácio Dívida Pública/PIB, no Japão, é um dos mais elevados do Mundo.

Ainda ao nível dos Serviços, mas agora do ponto de vista quantitativo, a leitura de Novembro do **Indicador de Actividade no Sector Terciário**, que registou um decréscimo de 0.2% face ao mês anterior, a 2ª queda em 6 meses, depois de ter subido 0.4%, em Outubro. O resultado acabou por sair em linha com a expectativa do mercado, reflectindo, igualmente, a indicação dada pelo *PMI Services (Business Activity)* que, em Novembro, se situava 7.7 pontos abaixo do limiar da expansão.



Para Dezembro, as indicações para a performance do sector dos Serviços são todas negativas: o *PMI Services* continuou abaixo do limiar da expansão e a Confiança nas Pequenas Empresas e a dos Consumidores desceu, constituindo a actual situação do Mercado Laboral um importante obstáculo à recuperação da Procura Interna.



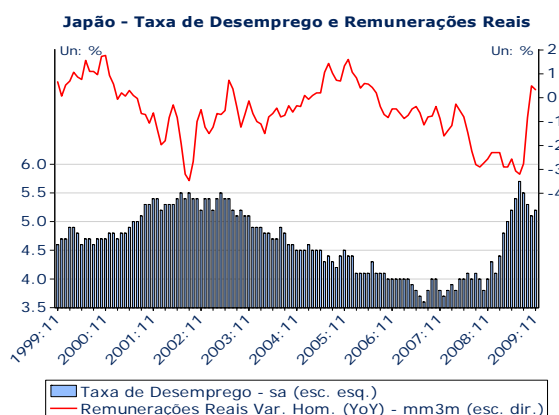
Com efeito, a **Taxa de Desemprego**, em Novembro, subiu 0.1 p.p., para 5.2%, a 1ª subida mensal após 3 meses consecutivos de quedas, um avanço em linha com o que era esperado pelo mercado, mas mantendo-se abaixo do valor mais elevado desde o pós-guerra (5.7%, em Julho). Note-se que algumas das quedas observadas

anteriormente na Taxa de Desemprego terão resultado de alterações entre a População Activa e a População Não-Activa, uma vez que, de acordo com as Regras da Organização Internacional do Trabalho, um Desempregado que não procure trabalho durante as últimas 4 semanas é considerado inactivo.

Surgiram, ainda assim, alguns sinais animadores. Por um lado, apesar do aumento da Taxa de Desemprego, ter-se-á assistido a um aumento do Emprego (+30 mil), mas a um ritmo inferior ao Desemprego (+60 mil). Por outro lado, o **Rácio de Oportunidades de Trabalho por Candidato** subiu, pelo 3º mês consecutivo, quando, nos dois anos anteriores, praticamente só tinha observado quedas, que o haviam colocado, nos meses de Julho e Agosto, no mínimo da série (iniciada em 1963).

As descidas homólogas no Emprego – que, de acordo com o Inquérito às Empresas, desceu 0.2% –, e nas Horas Trabalhadas (-1.0%), especialmente nas Horas Extraordinárias (-9.5%), continuam a pesar negativamente nas Remunerações do Trabalho e, conseqüentemente, nas Despesas de Consumo (nominais), situação que, de resto, acaba por ter as devidas conseqüências ao nível dos Preços.

Neste sentido, em Novembro, as **Remunerações do Trabalho** caíram 2.8% face a igual período de 2008, o 18º decréscimo consecutivo (a maior série negativa em seis anos), uma queda superior à observada no mês anterior (-1.7%) e à esperada pelo Consenso (-1.8%).

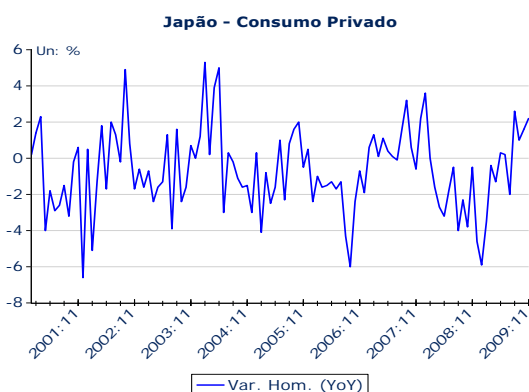


Em termos reais, registou-se uma descida de 0.6% das Remunerações do Trabalho, após dois acréscimos consecutivos (+1.0%, em Outubro, e

+0.6%, em Setembro), que corresponderam aos dois primeiros acréscimos desde Agosto de 2007. O Emprego (igualmente de acordo com o Inquérito às Empresas) manteve-se inalterado face ao mês anterior, mas assistiu-se a uma revisão em alta dos dados de Outubro, de uma estagnação para um crescimento de 0.1%, enquanto as Horas Extraordinárias caíram 1.0%, corrigindo, parcialmente, da subida de 1.4% do mês anterior, pese embora o total das Horas Trabalhadas tenha subido 0.6%.

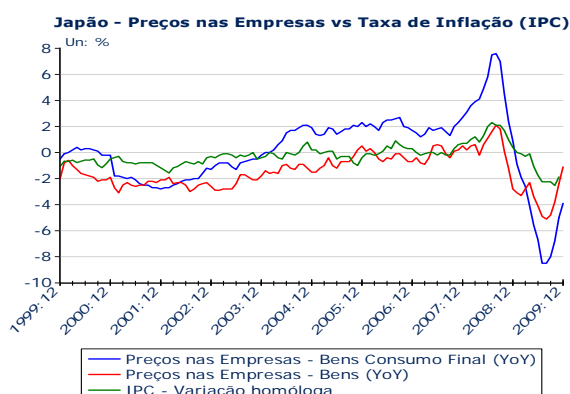
Refira-se que, em Dezembro, a componente de **Emprego** do *survey PMI* dos Serviços subiu para um máximo desde Setembro, mas continuou a sinalizar, pelo 17º mês consecutivo, quedas no Emprego (ainda que relativamente moderadas), sendo que, no Sector Industrial se observou, igualmente, uma subida, porém, continuando a assinalar uma contracção do Emprego, pelo que o **PMI Compósito de Emprego** continuou em terreno negativo. Destaque para o facto de, pela 1ª vez desde Agosto de 2008, o indicador *PMI* de Emprego da Indústria ter ultrapassado o dos Serviços.

Apesar das quedas homólogas nas Remunerações, o **Consumo Privado** (real), igualmente relativo a Novembro, registou uma aceleração do seu crescimento homólogo, de 1.6% para 2.2%, que esteve associado a um crescimento mensal de 0.1% (+0.7%, em Outubro). A contribuir para a subida do Consumo Privado está a evolução dos preços, aumentando o poder de compra dos consumidores, mas, simultaneamente, ampliando o risco de formação de expectativas deflacionistas por parte dos agentes económicos.

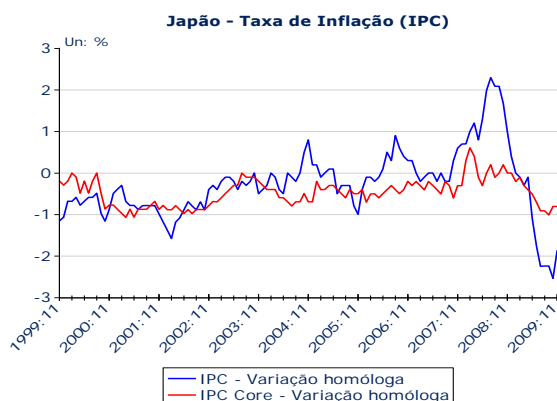


Efectivamente, o **Índice de Preços no Consumidor** (IPC), em Novembro, continuou a observar um crescimento homólogo negativo –

contrariamente ao que sucedeu nos EUA e na Zona Euro, no mesmo período –, não obstante ter-se assistido a um desagravamento da queda homóloga (de -2.5% para -1.9%). Para Dezembro, o abrandamento das contracções homólogas na componente de Bens de Consumo Final do Índice de Preços nas Empresas japonesas sugere um desagravamento das quedas homólogas no IPC, não obstante, recorde-se, o IPC referente a Tóquio ter apontado para um ligeiro agravamento.



Também o **IPC Core** (i.e., excluindo a alimentação e a energia) registou, em Novembro, o 11º decréscimo homólogo consecutivo, tendo caído 1.0%, depois de ter descido 1.1% no mês anterior, mas com o índice referente a Tóquio a sinalizar, igualmente, um agravamento da queda homóloga no mês de Dezembro. O índice *PMI* para os Preços, igualmente relativo a Dezembro, evidencia que os Preços dos Serviços prestados foram cortados, novamente, pelo 22º mês consecutivo, ainda que ao ritmo mais moderado em três meses.



Reflectindo um certo desvanecer das expectativas relativamente a uma recuperação robusta da actividade, o **Índice de Confiança dos Consumidores** (famílias) caiu, em Dezembro, de

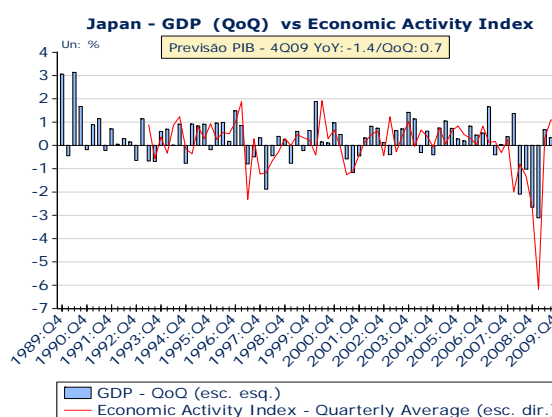
39.5 para 37.6 pontos, a 2ª descida consecutiva e um mínimo desde Junho, depois de ter estagnado no mês de Outubro e após 9 meses de subidas, que tinham colocado a Confiança no valor mais elevado desde Outubro de 2007. A maior queda ocorreu na componente de Emprego, que caiu 4.2 pontos, para mínimos desde Maio de 2009, um sinal de que o Mercado Laboral ainda permanece pressionado. Já a componente de Perspectivas para Aquisição de Bens Duradouros avançou 0.3 pontos, depois de ter observado a maior queda entre as diversas componentes no mês anterior (-1.5 pontos), mantendo-se (e reforçando-se) como a componente com o valor mais elevado (45.1 pontos). Recorde-se que esta componente tinha sido especialmente beneficiada pelo pacote fiscal, do anterior Governo, de incentivo à aquisição de Bens Duradouros, nomeadamente, Automóveis e Tecnologia, plano que foi determinante para o avanço do Consumo Privado no 2ºT2009 e no 3ºT2009, após quatro trimestres em que, em termos acumulados, tinha caído 3.8%, bastante mais do que os 2.7% estimados antes da última revisão aos dados do PIB. Porém, em vez de despedir trabalhadores, as empresas parecem optar por reduzir os custos do trabalho, particularmente as componentes variáveis, como os bónus, bem como contratar trabalhadores com vínculos precários, que tipicamente têm salários substantivamente inferiores aos restantes trabalhadores. Neste sentido, em termos nominais, as Remunerações do Trabalho, em termos homólogos, já caem há 18 meses, o que poderá impedir um crescimento sustentável do Consumo Privado. Estes desenvolvimentos acabam por afectar a Confiança dos Consumidores, tendo-se observado uma descida de 1.6 pontos da componente de Perspectivas de Rendimento e de 2.2 pontos na componente de Condições Gerais de Vida.

No Sector da Construção, os dados de Novembro dos **Fogos Iniciados** revelaram-se favoráveis, observando um abrandamento do ritmo das quedas homólogas (de -27.1% para -19.1%) e um crescimento mensal de 4.7%, o 3º consecutivo. Também as **Encomendas de Construção**, um indicador da evolução futura da Construção evidenciaram um comportamento mais favorável, descendo 11.6%, face ao mesmo período do ano anterior, evidenciando uma forte desaceleração do ritmo de queda homóloga comparativamente ao registo do mês anterior (-40.1%). Na verdade, de

acordo com os dados ajustados de sazonalidade (cálculos do Departamento do Estudos do Montepio), as Encomendas terão registado mais uma subida, a 3ª dos últimos 4 meses, ao avançarem 1.8%.

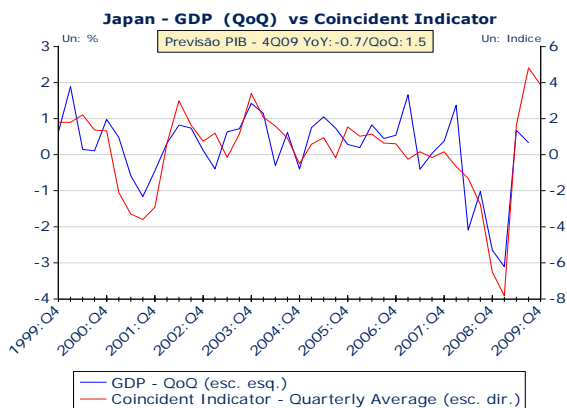
Apesar da queda nos Serviços, o **Índice de Actividade Económica** do *METI*, que engloba todos os sectores de actividade, subiu 0.1%, em Novembro, a 7ª subida dos últimos 8 meses, para o valor mais elevado desde Janeiro de 2009. Analisando as componentes do índice, e tendo em mente que a correcção de sazonalidade é efectuada directamente sobre o índice geral e não sobre as suas componentes, a principal conclusão é de que o crescimento observado no índice geral, contrariamente ao observado no mês anterior, é inferior à soma das partes. Efectivamente, apenas o sector dos Serviços (com maior peso no total do índice, de 63.2%) registou um decréscimo de 0.2% (+0.4%, no mês anterior), tendo esta queda sido mais do que compensada pelo crescimento da Produção Industrial, que progrediu 2.2% (+0.5%, em Outubro), pelo avanço de 1.8% da Construção (-0.6%, em Outubro) e pelo sector dos Serviços Públicos, que subiu 0.1% (-0.4%, em Outubro).

Neste sentido, o Indicador revela-se, para já (ainda com o dado de Dezembro em falta), consistente com um crescimento do PIB japonês no 4ºT2009.

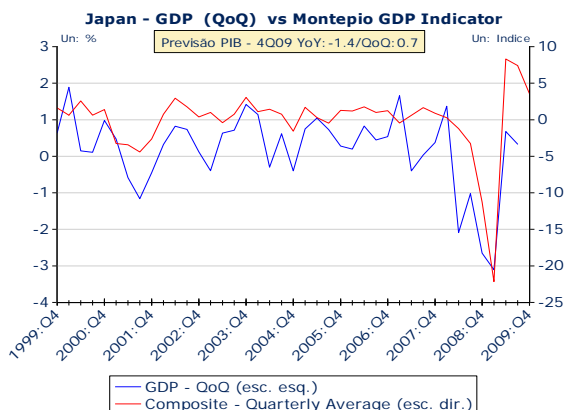


Também o **Indicador Coincidente da ESRI** prosseguiu com a sua tendência ascendente, tendo, em Novembro, subido 1.7 pontos face ao mês anterior, para 96.0 pontos, o valor mais elevado desde Outubro de 2008. Estas subidas sustentam, igualmente, o cenário de crescimento da economia japonesa no 4ºT2009, ainda que o crescimento sinalizado pelo indicador seja

excessivamente optimista, porquanto, por construção, o indicador detém alguma sobreexposição ao Sector Industrial, que, como temos vindo a referir, está a liderar a recuperação.



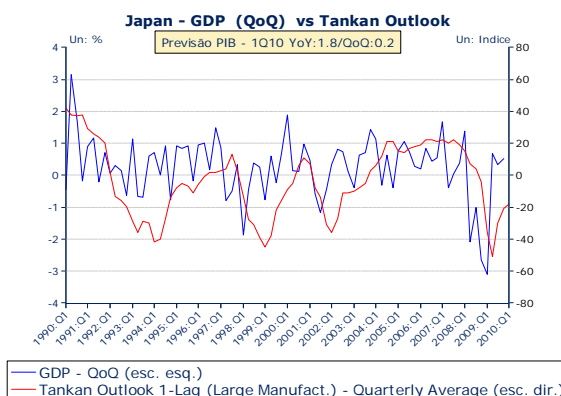
Em todo o caso, o **Indicador Compósito para o PIB do Japão**, calculado pelo Departamento de Estudos do Montepio e que engloba indicadores tanto de natureza quantitativa, como de qualitativa, aponta para um crescimento trimestral relativamente elevado, de 0.7%, no 4ºT2009, o que, a confirmar-se, corresponderá a uma aceleração do crescimento (+0.3%, no 3ºT2009).



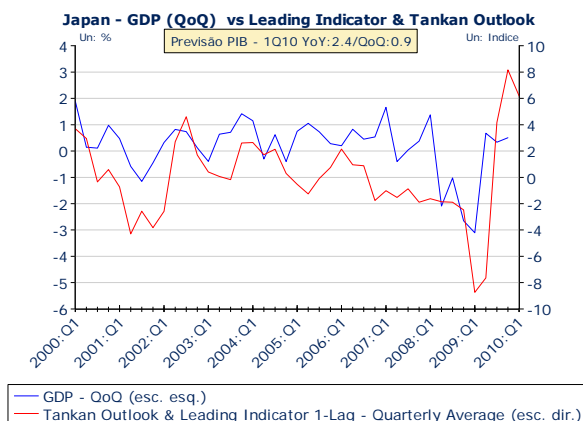
Relativamente ao actual trimestre, os indicadores mais prospectivos apontam, todos, para a continuação do crescimento, ainda que a tendência pareça ser a mesma dos últimos trimestres: a recuperação a ser liderada pelo sector exportador.

Assim, os indicadores do já referido inquérito *Tankan* do *BoJ*, relativos à **Situação Futura** (próximo trimestre), evidenciaram um comportamento distinto entre os dois sectores, embora consistente com os indicadores divulgados para o 4ºT2009 (v.g., os *PMI* ou a *Confiança nas Pequenas Empresas*), dando conta de uma subida

na Indústria Transformadora, de -21 para -18 pontos, mas evidenciando uma queda, de -17 para -19 pontos, fora daquele sector, um tanto em linha com observado no Índice *PMI Services* relativamente às Expectativas para a Actividade nos próximos 12 meses. Neste sentido, estes indicadores sinalizam um ligeiro crescimento de 0.2% no início deste ano, em linha com as últimas previsões da OCDE (+0.8%, em termos anualizados), ainda que a capacidade explicativa destas variáveis seja bastante reduzida.



Por outro lado, a leitura final do **Indicador Avançado da ESRI**, não obstante ter sido revisto em baixa, apontou para uma subida de 1.3 pontos face ao mês anterior (a 9ª consecutiva), para 90.7 pontos, um máximo desde Maio de 2008. Considerando a informação dos indicadores prospectivos do inquérito *Tankan* do *BoJ* e dos Indicadores Avançados (*ESRI* e OCDE), constata-se que estes sinalizam um crescimento bastante robusto da economia japonesa no actual trimestre, algo que não constitui, actualmente, nem o cenário central do Consenso, nem do próprio *BoJ*, nem da OCDE.



Efectivamente, a suportar o crescimento deverão estar ainda as Políticas Monetária e Orçamental altamente expansionistas.

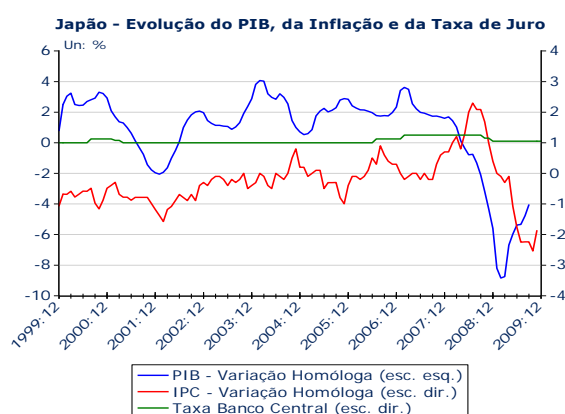
De resto, em termos de Política Monetária, o passado trimestre foi marcado por uma reunião extraordinária de Política Monetária, que ocorreu no dia 1 de Dezembro, onde o *BoJ* decidiu manter inalterada a taxa de juro de referência do país, em 0.1%, mas criou um novo programa de concessão de fundos, em que os bancos podem efectuar operações com duração de três meses à taxa de 0.1% (o *target* do *BoJ*). Neste sentido, o *BoJ* voltou a não alargar o programa de aquisição de Dívida Pública, contrariando os apelos do Governo e as recomendações da OCDE (no seu *Economic Outlook* de 19 de Novembro), que invocavam a utilização de medidas de *quantitative easing* até que a Inflação subjacente estivesse firmemente em terreno positivo.

Na verdade, os responsáveis do *BoJ* não vêm com bons olhos a prossecução das monetarizações dos défices, porquanto estas não favorecem a adopção de uma maior disciplina nas Finanças Públicas. Como justificação para a criação do novo programa, a Autoridade Monetária considerou que, não obstante a “economia estar a crescer”, o crescimento deverá permanecer moderado até meados do ano fiscal de 2010, referindo, ainda, que não será de excluir, pontualmente, uma queda da actividade, porquanto não existe um ímpeto suficiente para suportar uma recuperação sustentada no Investimento e no Consumo Privado, particularmente perante os últimos desenvolvimentos ao nível dos mercados financeiros internacionais (crise do *Dubai*) e a instabilidade no Mercado Cambial (apreciação do Iene), que poderão vir a ter efeitos adversos na actividade económica.

Em meados do mês de Dezembro, teve lugar mais uma reunião de **Política Monetária do BoJ**, em que foi decidido manter inalterada a taxa de juro de referência do país, em 0.1%, bem como a dimensão do programa de concessão de fundos (à taxa de 0.1% – o *target* do *BoJ* – para operações com duração de três meses). A apreciação da situação económica por parte da Autoridade Monetária ficou praticamente inalterada. Ao nível dos Preços, destaque para o facto do *BoJ*, confrontado com as quedas nos Preços – no fundo, admitindo que o país se encontra em Deflação –, ter vindo clarificar o seu conceito de estabilidade

de preços. Neste sentido, considera que não tolerará variações homólogas nos preços negativas e que a actuação do Banco se orientará no sentido de atingir uma Taxa de Inflação homóloga de 1%, que poderá flutuar no intervalo [0%;2%].

Já no final do mês de Dezembro, o Governador do *BoJ* proferiu declarações no sentido de se comprometer a manter “persistentemente” as Taxas de Juro “virtualmente nos 0%”, de modo a combater a deflação.



Ao nível da **Política Orçamental** de curto prazo, o maior destaque vai para o anúncio, por parte do Governo, no início de Dezembro, de medidas adicionais, e que consistem, nomeadamente, num segundo pacote de estímulo orçamental, no valor de 7.2 biliões de ienes (cerca de 1.5% do PIB), para mitigar o contexto económico fortemente deflacionista.

Destaque, ainda, para a divulgação dos **Objectivos do Governo para a economia japonesa para a próxima década**: alcançar um crescimento real de 2% ao ano e uma Taxa de Desemprego de 3%, objectivos que o mercado considera um tanto irrealistas, porquanto desde a década terminada em 1998 que a economia não cresce mais do que 2%. Na década terminada em 1999 cresceu 1.5% e na década terminada em 2009 terá crescido, apenas, 0.7%. Para 2009, tendo em consideração, nomeadamente, os dados da 1ª estimativa do PIB japonês referente ao 3ºT2009, que eram muito mais optimistas que a estimativa final, a OCDE, nas suas últimas **Previsões Económicas** (publicadas em meados de Novembro, no âmbito do seu *Economic Outlook*), projectava uma contracção média de 5.3%, para 2009, inferior à perspectivada pelo FMI, que, no início de Outubro, apontou para uma

contração de 5.4%, e bastante inferior à prevista pela Comissão Europeia (CE) duas semanas antes (-5.9%). Para o 4ºT2009, as previsões da OCDE apontam para um crescimento trimestral anualizado de 1.3%, devendo esse crescimento ainda abrandar no trimestre seguinte (+0.8%), para voltar a acelerar a partir daí, de resto, uma trajetória que, do ponto de vista qualitativo, é partilhada pelo BoJ. Também para 2010, a OCDE revela-se a entidade mais optimista, prevendo um crescimento de 1.8%, cerca de 0.1 p.p. e 0.7 p.p. acima do projectado pelo FMI e pela CE, respectivamente.

Japão - Previsões Económicas

Un.%	CE		FMI		OCDE	
	2009-11-03		2009-10-01		2009-11-19	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB	-5.9	1.1	-5.4	1.7	-5.3	1.8
Consumo Privado	-1.2	0.9			-0.7	1.2
Consumo Público	0.8	0.7			1.1	2.3
FBCF	-12.3	0.2	21.2	21.3	-12.8	-0.8
Exportações	-26.6	7.9			-25.1	10.8
Importações	-16.7	2.9			-14.7	5.9
Inflação	-1.2	-0.4	-1.1	-0.8	-1.2	-0.9
Desemprego	5.8	6.3	5.4	6.1	5.2	5.6
Saldo Orçamental (% PIB)	-8.0	-8.9	-10.5	-10.2	-7.4	-8.2
Dívida Pública (% PIB)	189.8	197.6	218.6	227.0		

Fonte: FMI, OCDE e Comissão Europeia.

O Governo estabeleceu, igualmente, um *target* para o crescimento nominal (+3%), situação que não pode ser dissociada do facto da economia japonesa ter visto os seus preços caírem nos últimos 10 anos, fazendo com que o PIB nominal do 3ºT2009 fosse o mais baixo desde o início dos anos 90. Refira-se que, para este ano, as principais organizações internacionais apontam para uma Taxa de Inflação negativa (-0.4%, segundo a CE e -0.9%, segundo a OCDE). A OCDE projecta quedas nos Preços ao longo de todo o período de previsão (até 2011), revelando-se, assim, como a entidade que mais teme o cenário deflacionista no país, apontando para uma queda de 0.5%, em 2011.

Relativamente à Taxa de Desemprego, as últimas previsões da OCDE apontam para que se continue a assistir a uma degradação do mercado laboral, prevendo que a Taxa média de Desemprego, em 2009, tenha sido de 5.2% (5.8% e 5.4%, de acordo com a CE e o FMI, respectivamente) e que suba para 5.6%, este ano, igualmente mais optimista que a CE e o FMI, que prevêem, respectivamente, subidas para 6.3% e 6.1%, respectivamente. A OCDE considera que a Taxa de Desemprego deverá atingir um máximo durante este ano, devendo cair para 5.4%, em 2011.

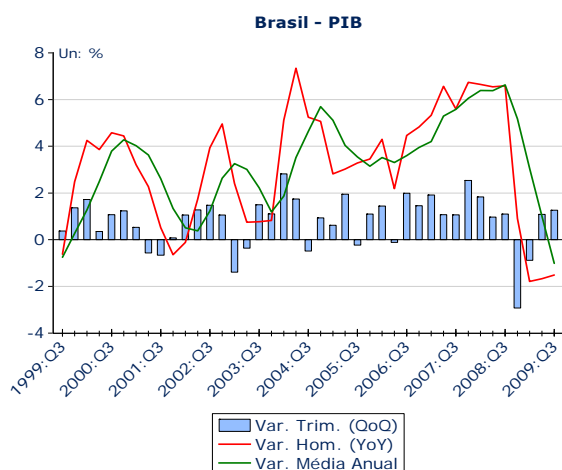
Perante este cenário, no referido horizonte de médio prazo do Governo, a descida da Taxa de Desemprego para os 3% passa pela criação de 1.4 milhões de postos de trabalho em indústrias ligadas ao Ambiente, 2.8 milhões na Saúde e 560 mil no Turismo. No curto prazo, o Governo mantém-se firme no apoio à economia, procurando que esta não volte a entrar em recessão após o actual ímpeto de forte recuperação da Procura Externa e do ciclo de Inventários, nomeadamente, através da Política Orçamental, visando, nomeadamente, impulsionar o Consumo Privado e o Investimento Residencial. Todavia, no final de Dezembro, a *Standard & Poor's* veio afirmar que o *rating* do Japão poderá ser cortado se a Política Orçamental não conseguir suportar o crescimento económico. Recorde-se que o rácio de Dívida Pública do Japão, que, segundo a CE, deve atingir, praticamente, os 200%, este ano, é dos mais elevados do Mundo e resultou, em grande parte, dos sucessivos esforços dos governos para impulsionarem o crescimento económico japonês a partir dos anos 90.

Rui Bernardes Serra
RBSerra@Montepio.pt

Brasil – PIB no 3ºT2009 abaixo do esperado, mas boas perspectivas para o 4ºT2009 e para 2010

Apesar de terem saído abaixo do esperado, os dados do PIB brasileiro, no 3ºT2009, vieram confirmar a saída da recessão. Para além disso, os dados divulgados para o 4ºT2009 sustentam uma recuperação sustentada da economia do Brasil, amparada pelas medidas de estímulo governamentais e baseada numa forte Procura Privada e numa Indústria em ascensão.

No passado dia 10 de Dezembro, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou os dados do **PIB** relativos ao 3ºT2009, os quais vieram, em certo sentido, desiludir, depois de, no 2ºT2009, o país ter recuperado da primeira recessão técnica desde 2003. Assim, no 3ºT2009, o PIB do Brasil registou um crescimento trimestral de 1.3%, abaixo do Consenso, que apontava para 2.0%, e com o crescimento no 2ºT2009 a ser revisto em baixa, de 1.9% para 1.1%. Do mesmo modo, também o crescimento homólogo desiludiu, caindo 1.2%, quando o Consenso indicava apenas -0.2%, com o valor anterior também a ser revisto em baixa, de -1.2% para -1.6%.



A divulgação deste dado veio refrear a apreciação do mercado em relação ao crescimento da economia brasileira, no 4ºT2009, diminuindo as expectativas dos investidores em relação à Inflação e, em consequência, tornando menos provável da subida das Taxas de Juro por parte do Banco Central antes de Abril de 2010.

Relativamente às componentes do PIB, na óptica da Procura, destaque para o facto de todas terem crescido. O **Consumo Público** voltou a avançar, 0.5%, porém mantendo-se abaixo da subida recorde de 4.2%, no 1º trimestre do ano. O Consumo Privado teve o mesmo comportamento, sendo, de resto, a única componente a crescer pelo 3º trimestre consecutivo. A evolução desta componente é, aliás, condizente com o comportamento das Vendas a Retalho, que subiram, em termos mensais, durante grande parte do período de Janeiro a Setembro, impulsionadas pelos benefícios fiscais concedidos pelo Governo e pela Política Monetária expansionista seguida pelo Banco Central.

A maior subida foi a da **Formação Bruta de Capital Fixo**, que cresceu fortemente, 6.5%, face ao trimestre anterior. Este dado é positivo, porquanto a Utilização da Capacidade Instalada também cresceu neste período. As **Exportações** e as **Importações** registaram, ambas, um abrandamento do ritmo de subida, principalmente as Exportações, que subiram apenas 0.5%, face a 7.1%, no 2ºT2009. Analisando os diversos sectores de actividade, isto é, na óptica da Produção, destaque para os Serviços, o único sector a avançar pelo 3º trimestre consecutivo. Por outro lado, a Indústria registou o maior avanço trimestral dos três sectores, recuperando face às quedas verificadas desde o final de 2008 e confirmando as indicações dadas pela Produção Industrial, que registou avanços mensais durante grande parte do ano. Todavia, a Agricultura continua a apresentar sucessivas variações negativas, caindo já pelo 4º trimestre consecutivo.

Entrando já nos dados referentes ao 4ºT2009, a verdade é que o cenário traçado é condizente com uma evolução favorável da economia brasileira, sendo, portanto, de esperar que a economia esteja, de facto, a expandir sustentadamente.

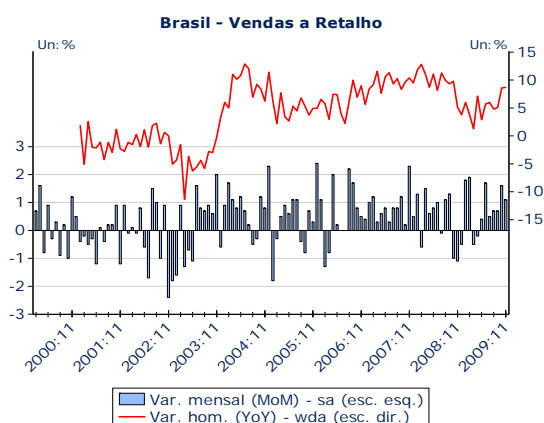
Na realidade, o Consumo Privado deverá continuar a concorrer positivamente para o crescimento económico, a avaliar pela evolução recente das **Vendas a Retalho** (reais), que subiram, em Novembro, 8.7%, em termos homólogos, em aceleração face ao valor observado em Outubro (+8.6%) e ao ritmo mais elevado desde Outubro de 2008 (+9.8%). Em termos mensais, as Vendas registaram a 7ª subida consecutiva, aumentando 1.1%, desacelerando, porém, face ao valor de

Outubro (+1.6%, valor revisto em alta em 0.2 p.p.).

Brasil - Vendas a Retalho

Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out	Nov	Out	Nov
Vendas a Retalho	1.6	1.1	8.6	8.7
Alimentação, Bebidas e Tabaco	8.6	-4.3	12.2	8.2
Móveis e Electrodomésticos	5.4	3.6	3.5	13.8
Combustíveis e Lubrificantes	7.2	-4.1	1.3	3.0
Veículos e Motos, Partes e Peças	-15.3	-4.9	19.9	37.1

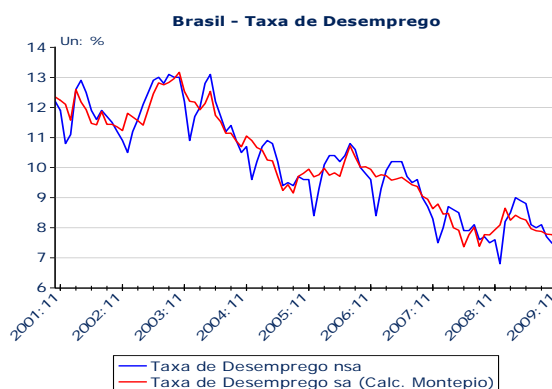
Destaque, ainda, para a componente de Material para Habitação, que registou um incremento homólogo de 13.8% (+3.5%, em Outubro), pelo 5º mês consecutivo, e para a de Automóveis, que avançou 37.1%, em termos homólogos (+19.9%, em Outubro).



Esta evolução verificada no **Consumo Privado** tem vindo a ser suportada pelas melhorias observadas ao nível do Mercado Laboral, da Confiança dos Consumidores, da actividade creditícia, em parte resultante da manutenção das taxas de juro de referência em valores reduzidos, pelo Banco Central do Brasil, bem como das medidas adoptadas pelo Governo e da própria evolução dos Preços.

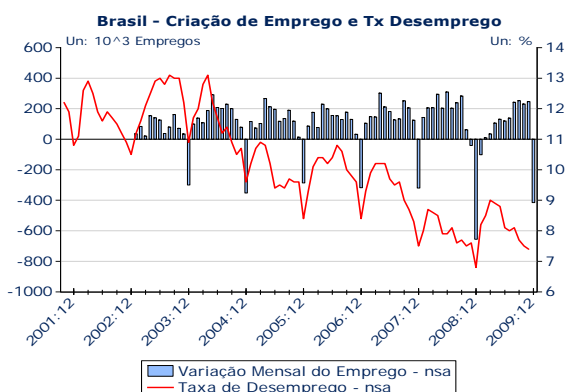
Com efeito, a **Taxa de Desemprego** caiu sustentadamente no período Setembro-Novembro, criando, assim, condições para os agentes aumentarem o Consumo. Os últimos dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, de Novembro, dão conta que a Taxa de Desemprego, no Brasil, não ajustada de sazonalidade, tendo como referência as seis principais áreas metropolitanas, caiu de 7.5%, em Outubro, para 7.4%, em Novembro. Trata-se da 3ª descida consecutiva, atingindo mínimos desde Dezembro de 2008 (6.8%), depois de ter atingido um

máximo do actual ciclo, de 9.0%, em Março. De acordo com os cálculos efectuados pelo Departamento de Estudos do Montepio, o valor ajustado de sazonalidade também diminuiu, passando de 7.77%, em Outubro, para 7.75%, em Novembro, um mínimo desde Agosto de 2008 (7.38%).

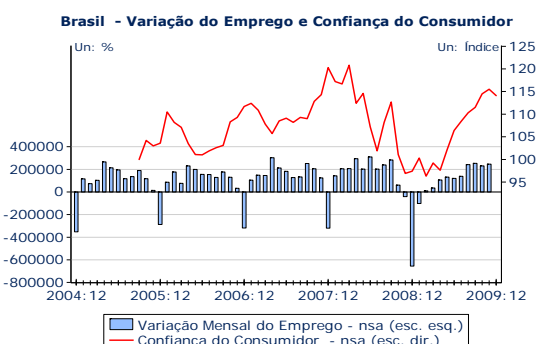


As boas perspectivas para o Mercado Laboral mantêm-se, mesmo depois da leitura da informação mais recente publicada pelo **Ministério do Trabalho**, a qual surge, à primeira vista, como bastante negativa. O Ministério deu conta da perda líquida de 415 mil postos de trabalho em Dezembro, depois de 10 meses consecutivos a criar emprego (+247 mil, em Novembro), marcando a primeira queda desde Janeiro de 2009. Deste modo, a economia brasileira perde mais de 400 mil postos de trabalho, depois de ter criado mais de 1.5 milhões desde Janeiro de 2009. Este valor ficou, ademais, acima do Consenso, que apontava para uma perda de 300 mil postos de trabalho.

Ainda assim, embora esta descida seja, sem dúvida, elevada, a presença de sazonalidade na criação de emprego tornava a queda de Dezembro expectável. Com efeito, desde pelo menos 2003, a economia brasileira perdeu sempre postos de trabalho nos meses de Dezembro (em média, cerca de 378 mil). A queda verificada em Dezembro foi a 2ª maior de toda a série, embora tenha sido substancialmente inferior à do mesmo mês do ano anterior, de 655 mil postos de trabalho, o qual, porém, ocorreu no pico da crise. A queda do Emprego não teve particular repercussão nas expectativas dos investidores em relação ao *timing* da subida da taxa de juro de referência por parte do Banco Central, levando a variações ligeiras e de tendência indefinida nos futuros sobre a Taxa Selic.



A recuperação do Consumo Privado é atestada, também, pelo Indicador de **Confiança dos Consumidores**, elaborado pela **Fundação Getulio Vargas**. De facto, embora até tenha caído em Dezembro de 115.5 para 114.1 pontos, contabiliza já 7 subidas nos últimos 8 registos. O índice ajustado de sazonalidade caiu ainda mais, de 115.1 para 112.3 pontos, impulsionado tanto pela componente de Situação Actual, que desceu, depois de 7 subidas consecutivas, de 123.9 para 120.6 pontos, como pela componente de Expectativa, que também caiu, de 110.4 para 107.8 pontos. A verdade é que, como referido, a Confiança do Consumidor apresenta, não obstante este dado, uma evolução favorável no 4ºT2009, algo que é demonstrado através da análise da média trimestral, na qual se observa que o indicador continua a registar um forte aumento, de 110.1 para 115.0 pontos. Esta evolução está, ademais, em linha com o Indicador trimestral de **Confiança do Consumidor da Confederação Nacional da Indústria**, que aponta para 115.4 pontos, no 4ºT2009, uma subida de 5.1 pontos face ao trimestre anterior.



No **Mercado de Crédito**, os dados publicados pelo Banco Central de Brasil (BACEN), no seu último Relatório de Inflação, também se revelam consistentes com o cenário de recuperação do

Consumo, com o valor total do crédito concedido pelas instituições financeiras a crescer, no trimestre terminado em Outubro, 3.3% face ao trimestre terminado em Julho.

Ao nível da evolução dos preços, a **Taxa de Inflação Homóloga**, calculada com base na variação homóloga do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), situou-se, em Dezembro, nos 4.31%, acima dos 4.22% verificados no mês anterior. Trata-se da 2ª aceleração consecutiva, depois do movimento de desaceleração iniciado em Novembro de 2008 e apenas interrompido, em Fevereiro. Olhando um pouco mais à frente, a Inflação relativa aos 30 dias terminados a meio de Janeiro registou uma subida de 0.52%.

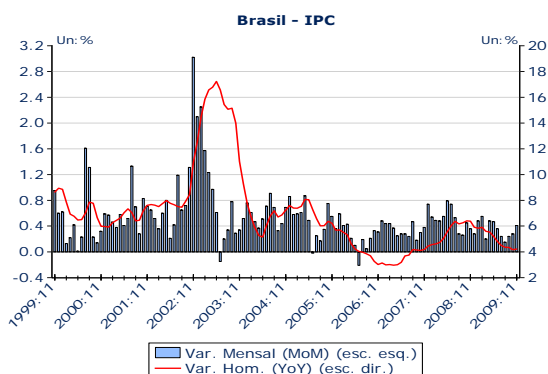
Com esta evolução, a Inflação homóloga distancia-se ligeiramente do limite inferior do intervalo considerado pelo BACEN como sendo consistente com a estabilidade de preços no país, [2.5%; 6.5%], colando-se ao valor avançado por esta Autoridade Monetária no seu último Relatório de Inflação, em Dezembro de 2009, como sendo adequado para uma Taxa de Câmbio em torno de 1.85 Real/Dólar e para uma Taxa de Juro de referência de 8.75% (4.2%, em 2009). Esta aparente inversão da tendência descendente que se vinha verificando nos últimos meses é, ainda assim, relativamente branda, se comparado com outros *BRIC* (mais precisamente, com a Índia e, em certa medida, com a China). Aliás, em termos mensais, a Taxa de Inflação até desacelerou ligeiramente, passando de 0.41% para 0.37%, depois de 3 meses a acelerar.

Brasil - Índice de Preços no Consumidor

	Variação		Nº Var. > 0	
	Nov	Dez	Nov	Dez
Un: %				
IPC (Variação Homóloga)	4.22	4.31	1	2
IPC	0.41	0.37	3	-1
Vestuário	0.58	0.76	-1	1
Comunicação	0.01	-0.11	-1	-2
Educação	0.01	0.10	-3	1
Alimentação e Bebidas	0.58	0.24	2	-1
Artigos de Residência	0.43	0.51	3	4
Saúde e Cuidados Pessoais	0.24	0.24	0	0
Habituação	0.19	0.17	-2	-3
Despesas Pessoais	0.55	0.46	1	-1
Transporte	0.61	0.78	3	4

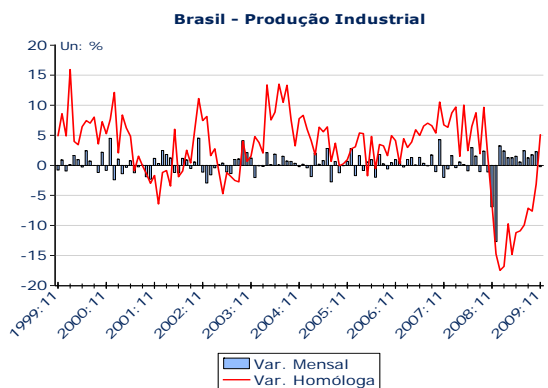
A verdade é que o recrudescer da Inflação no Brasil se deve, por enquanto, quase exclusivamente, à componente de Transportes, cujo crescimento mensal ascendeu a 0.78% (+0.61%, em Novembro), um máximo desde

Dezembro de 2006, levando já 4 meses consecutivos a acelerar. Esta componente reflecte a subida do preço dos combustíveis verificada na segunda metade de 2009. Esta tendência relativamente branda da Inflação dá, por outro lado, mais margem ao Banco Central para adiar uma subida da Taxa de Juro de referência durante alguns meses.



Também o **Sector Industrial** tem apresentado francos sinais de melhoria, devendo, por isso, igualmente, contribuir positivamente para o crescimento da economia brasileira no 4ºT2009.

Com efeito, embora se tenha registado, em Novembro, uma queda mensal de 0.2%, a **Produção Industrial** leva já 10 dos últimos 11 meses a avançar. Neste registo, destacam-se algumas componentes, mormente a de Bens de Consumo Duradouro, que caiu 4.8%, corrigindo parcialmente da forte subida de Outubro (+6.3%), podendo esta queda estar associada à incerteza em relação à extensão do programa governamental de estímulos fiscais sobre este tipo de bens.

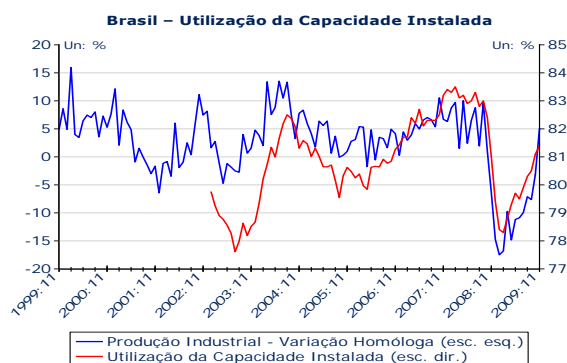


A verdade é que, não obstante esta queda mensal, em termos homólogos, a Produção Industrial registou a primeira subida, de 5.1%, depois de 12

meses consecutivos no vermelho. Conquanto previsível, pois está enviesada pelo facto de comparar com um período em que já se faziam sentir os efeitos da crise, esta melhoria não deixa de impor alguma contenção na interpretação da variação mensal deste indicador.

Para além disso, a Produção de Bens de Investimento, que é uma medida do investimento futuro, continuou a aumentar, acelerando, inclusivamente, de um crescimento mensal de 4.8%, em Outubro, para 6.1%, em Novembro, o que abre boas perspectivas para o futuro da indústria brasileira. Por outro lado, esta queda mensal da Produção Industrial vem, porventura, impedir que a economia sobreaqueça, algo já sugerido, como explicitado acima, pelo registo da Inflação de Novembro, a qual avançou pelo 3º mês consecutivo.

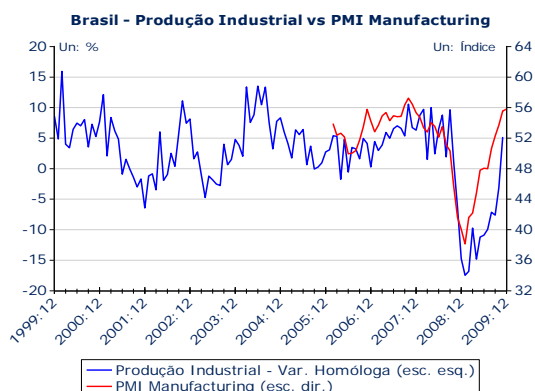
Com efeito, as fortes subidas verificadas tanto no Consumo Privado, como na Produção Industrial (a qual, de resto, é bastante influenciada por este, particularmente numa conjuntura em que o mercado externo se encontra, ainda, afastado dos valores pré-crise), sugerem que a economia brasileira corre, de facto, algum risco de sobreaquecer, embora não tanto no muito curto prazo (v.g., próximos 6 meses), pois a Utilização da Capacidade Instalada na Indústria mantém-se reduzida se comparada com a sua média histórica.



Ainda assim, em Dezembro, a **Utilização da Capacidade Instalada na Indústria** prosseguiu com a trajetória ascendente dos últimos meses, tendo aumentado de 81.1% para 81.4%, perfazendo 8 subidas nos 9 últimos meses e atingindo o valor mais elevado desde Outubro de 2008.

O Relatório da Confederação Nacional da Indústria divulgou, ainda, outros dados positivos. Os

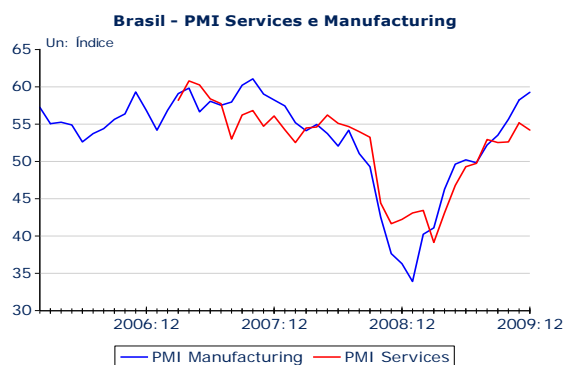
Salários cresceram 1.5% face a igual período de 2008, depois de 5 quedas consecutivas. As Horas Trabalhadas subiram 2.6% face ao mês anterior (+1.4%, em Outubro). Realce, ainda, para o facto de as **Vendas** (em termos reais) terem subido, pelo 7º mês consecutivo (+1.3% vs 1.6%, no mês anterior), tendo observado um crescimento homólogo de 9.6%, acima do registado na Produção (+5.1%), sugerindo, dessa forma, um crescimento da Produção no futuro. Já o **Emprego**, não obstante ter observado a 4ª subida mensal consecutiva, em termos homólogos, continuou em terreno negativo, embora tenha diminuído o seu ritmo de queda, de 4.2% para 2.7%.



Em qualquer caso, a recuperação da Produção Industrial deverá prosseguir, de resto, em 2010, como é sugerido pela evolução recente do **PMI Manufacturing** – um indicador prospectivo – que leva já 5 meses a assinalar expansão do sector industrial. No registo mais recente, de Dezembro, este indicador apresentou uma subida, de 55.5 para 55.8 pontos (máximo desde Novembro de 2007).

No que diz respeito às diversas componentes, registaram-se 4 subidas e apenas 1 queda. Do lado das subidas, o grande destaque vai para os Inventários, que galgaram 2.8 pontos, atingindo o limiar da expansão pela primeira vez desde Dezembro de 2008. A componente de Produção voltou a subir, pelo 5º mês consecutivo, 1 ponto, para 59.3 pontos, para máximos desde Outubro de 2007. As componentes de Emprego e Entregas avançaram 0.3 e 0.4 pontos, respectivamente, para máximos de Maio de 2008 e Outubro de 2009. As Entregas mantêm-se, porém, abaixo do limiar de expansão, sendo, agora, a única componente nesta posição. Do lado das descidas,

as Novas Encomendas registaram a primeira queda em 5 meses, de 0.9 pontos, para 57.8 pontos, mas permanecendo num valor que sugere um crescimento robusto da Produção futura. Já o Índice de Preços caiu 0.3 pontos, depois de 6 meses a subir, mantendo-se, ainda assim, bem acima dos 50 pontos, pelo 4º mês consecutivo.

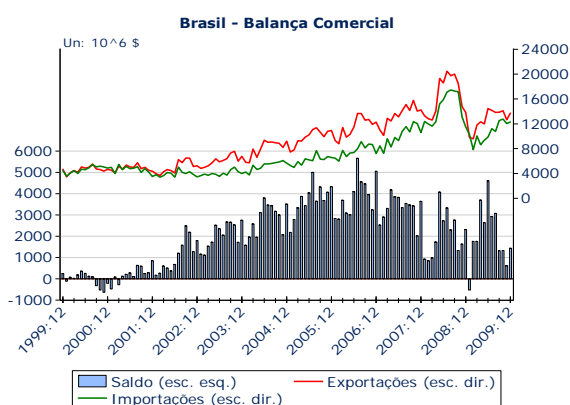


Também o sector dos **Serviços** tem apresentado dados que se revelaram, nos últimos meses, positivos. Mais precisamente, o **PMI Services** encontra-se a assinalar uma franca expansão, situando-se perto de máximos de ano e meio. O registo mais recente, de Dezembro, assinalou, todavia, uma queda de 1 ponto, para os 54.2 pontos, mantendo-se, ainda assim, bem acima dos 50 pontos. Juntando este dado à progressão da componente de Produção do **PMI Manufacturing**, o **PMI Compósito de Produção** ficou praticamente inalterado, continuando a assinalar uma forte expansão da actividade no Sector Privado.

Relativamente às componentes do **PMI Services**, o grande destaque vai para o Emprego, que voltou – à semelhança do sucedido em Novembro – a aumentar o ritmo de expansão, a qual já é sinalizada pelo 5º mês consecutivo. Também a componente de Novas Encomendas continuou a sinalizar expansão, embora a um ritmo ligeiramente menor que em Novembro. Mesmo com a expansão das Novas Encomendas, a componente de Encomendas em Carteira voltou a ficar abaixo dos 50 pontos. No que diz respeito aos Preços, o **Índice de Preços dos Inputs** continuou a sinalizar um aumento significativo dos Preços, ainda que a um ritmo ligeiramente menor que em Novembro, devido ao aumento dos custos com salários e com outros *inputs*. Já o **Índice de Preços dos Outputs** sugeriu uma manutenção do nível de Preços, em virtude da pressão competitiva entre vendedores.

Os últimos dados disponíveis sobre a **Balança Comercial** referentes a Dezembro, vêm, em certa medida, confirmar o cenário traçado para a economia brasileira, revelando, nos últimos meses, alguma recuperação do comércio externo do Brasil. Assim, com a recuperação do Consumo Privado e com a apreciação do Real (que apreciou 44% face ao Dólar desde o pico, em Dezembro de 2008), as Importações aumentaram 7.4% face à média do trimestre anterior. Já as Exportações, não obstante a recuperação do sector industrial brasileiro, regrediram 3.3%, devido à apreciação do Real. Assim, o superavit da Balança Comercial brasileira encontra-se agora 53.8% abaixo, face à média do 3ºT2009, algo normal, tendo em conta o crescente poder de compra do consumidor brasileiro (por oposição àquele dos países desenvolvidos, cuja retoma está a ser bem mais lenta que a do Brasil) e a apreciação recente do Real.

No futuro, é expectável que a Balança Comercial brasileira recue ainda mais, podendo mesmo registar défices. Com efeito, em virtude da progressão da economia brasileira, é de esperar que as Importações sejam as primeiras a recuperar. Já as Exportações, só recuperarão totalmente quando os países ocidentais regressarem a níveis de crescimento pré-criese. Neste sentido, a China deverá consolidar a sua posição como parceiro comercial do Brasil, podendo mesmo tirar a liderança aos EUA, em virtude do crescimento da procura privada chinesa.



Em termos de Política Monetária, na sua última reunião de 9 de Dezembro, e tal como esperado, o **Comité de Política Monetária (Copom) do BACEN** manteve a sua taxa de juro de referência, a taxa Selic, em 8.75%. Trata-se, assim, da 3ª reunião consecutiva em que a Taxa permaneceu inalterada, embora, desde Dezembro de 2008, a taxa Selic tivesse sido reduzida em 5.0 p.p.. A

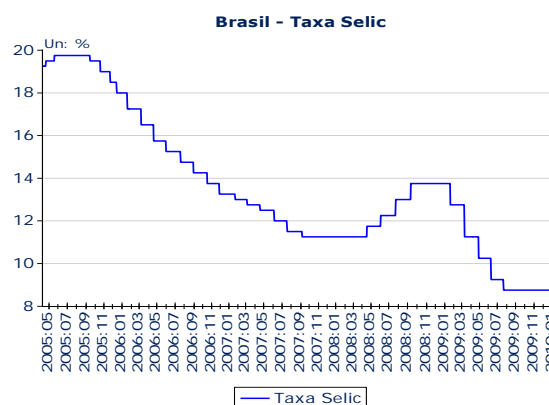
grande surpresa da reunião acabou por ser o facto do Banco Central ter sinalizado que se encontra confortável com os actuais níveis de taxas.

Esta decisão foi condicionada pela leitura do PIB para o 3ºT2009, a qual, como referido, saiu abaixo do esperado. De resto, alguns dados divulgados entretanto vieram indicar algum abrandamento do ritmo de expansão da economia brasileira, diminuindo, em consequência, a necessidade de uma Política Monetária menos expansionista para combater a Inflação e o sobreaquecimento da economia.

Para além disso, a recente apreciação do Real condiciona seriamente a capacidade do Banco Central para intervir na economia. Este movimento é consequência da onda de *carry trade* com base no Dólar, que tem inundado os mercados mundiais, conduzindo a um sobre-investimento nos mercados emergentes e, por conseguinte, à apreciação das suas divisas.

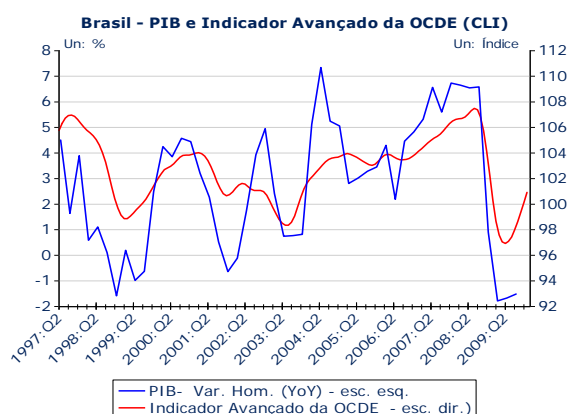
Um outro factor, mais prosaico, poderá, também, adiar a tomada de medidas mais restritivas, porquanto se adivinha que o Presidente Lula da Silva procurará adiar medidas mais restritivas até 2011, de molde a ajudar a candidata do seu próprio partido, Dilma Rousseff, nas eleições de Outubro de 2010.

Entretanto, o Ministro das Finanças, Guido Mantega anunciou, ainda, no mesmo dia em que o Copom reuniu, que o Governo expandirá, por mais seis meses, o plano de estímulo fiscal, que deveria expirar no final de 2009, de molde a sustentar a recuperação do Consumo e da Produção durante mais tempo.



Os dados já disponíveis para a economia do Brasil para o 4ºT2009 sugerem que, não obstante um

possível abrandamento do ritmo, esta continuou a crescer no trimestre, a um ritmo superior aos seus congéneres sul-americanos. Além disso, o **Indicador Avançado da OCDE (CLI)**, referente ao mês de Novembro, sinaliza uma continuação do crescimento neste início de ano, tendo o indicador aumentado 0.8 pontos, para 100.9 pontos (máximo desde Novembro de 2008), com a Organização a manter, pelo 4º mês consecutivo, o *outlook* para o país em "recovery".



Também as últimas **Previsões Económicas** publicadas pela OCDE, pela Comissão Europeia (CE) e pelo Ministério das Finanças brasileiro apontam para uma recuperação da economia brasileira.

Quanto às OCDE, destaque para os valores avançados para o crescimento do PIB em 2009 (0%, o que representa uma significativa revisão em alta face aos -0.8% avançados nas previsões de Junho) e para 2010 (+4.8%, igualmente uma revisão em alta face ao valor anterior, +4.0%). Estas previsões foram, porém, elaboradas antes da divulgação do registo do PIB no 3ºT2009. Neste sentido, é – parece-nos – seguro afirmar que a OCDE previa um crescimento maior para a economia brasileira nesse semestre e que, portanto, a evolução do PIB no total do ano será, provavelmente, inferior. Com efeito, em termos trimestrais, para que estas previsões se concretizassem, a economia teria que ter crescido, no mínimo, 3.4% no 4ºT2009, o que seria o registo mais elevado desde o 1ºT2008.

Nas previsões económicas da CE, a diferença é ainda mais gritante (embora o valor absoluto para 2009 seja mais conservador), com o crescimento do PIB em 2009 a ser revisto em alta de -1.4%

para -0.4% e o valor para 2010 a ser fortemente revisto em alta de 2.2% para 4.2%.

Já o Ministério das Finanças, na edição de Novembro da publicação "Economia Brasileira em Perspectiva", revela-se bem mais optimista, prevendo um crescimento de 1%, em 2009, e de 5%, em 2010. Um dado particularmente relevante é o facto de as medidas de combate à crise terem custado (segundo cálculos do próprio Ministério) apenas 1.2% do PIB, o que é significativamente menos do que os programas chinês (13% do PIB) ou norte-americano (6.7%).

Brasil - Previsões Económicas

	CE		FMI		OCDE	
Un: %	2009-11-03		2009-10-01		2009-11-19	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB	-0.4	4.2	-0.7	3.5	0.0	4.8
Inflação			4.8	4.1	4.2	4.4

Fonte: Comissão Europeia, FMI e OCDE.

A evolução da economia do Brasil nos últimos meses e os indicadores já disponíveis criam a ideia de que, apesar da desilusão do PIB para o 3ºT2009, o Brasil manterá, em 2010, uma retoma acima daquela inicialmente projectada (podendo o perigo ser, precisamente, a força dessa retoma) e, sobretudo, superior a alguns dos seus pares, como a Rússia ou o México.

A Indústria e os Serviços continuarão a evoluir positivamente, o mesmo se passando com a Procura Privada, a qual, sustentada numa evolução favorável do Emprego, do Crédito e dos Salários Reais, liderará, provavelmente, a retoma, o que, por sua vez, criará algumas pressões inflacionistas.

Tal facto, por seu lado, criará pressão sobre o Banco Central no sentido de subir a Taxa de Juro de referência. Por conseguinte, embora os dados mais recentes do PIB no 3ºT2009 tenham tido inicialmente algum efeito sobre as expectativas dos investidores relativamente à Taxa de Juro de referência, este foi relativamente efémero, pois, na verdade, os futuros da Taxa Selic mantiveram-se praticamente inalterados face ao início de Dezembro. A verdade é que, para além das pressões inflacionistas, o comprometimento do Governo na manutenção das medidas de estímulo (e tendo em conta o factor eleições em Outubro), cria a ideia de que o ónus de levar a cabo medidas contra-cíclicas recairá, provavelmente, sobre a Política Monetária. Uma leitura dos futuros da Taxa Selic traduz expectativas do mercado para uma

subida desta taxa, apenas, no mínimo, em finais de Março.

Por outro lado, a subida da Taxa de Juro, em meados deste ano, contribuirá para impedir o Real de desvalorizar face aos níveis anormalmente elevados em que se encontra. Por isso, as autoridades monetárias brasileiras esperarão, provavelmente, que, entretanto, os Bancos Centrais dos países ocidentais sigam, também, esta política, “desmontando” o ciclo actual de *carry trade* baseado no Dólar.

O crescimento da economia brasileira será, porventura, prejudicado pela menor velocidade de recuperação dos EUA e da Zona Euro, ficando, portanto, altamente dependente da evolução dos países emergentes, particularmente, da China. Assim, ao nível da Balança Comercial, com a pujança da Procura Privada e com a apreciação do

Real, é de esperar que a evolução Exportações continue a ficar atrás da das Importações.

Em conclusão, em 2010, apesar da provável subida das Taxas de Juro de referência, a manutenção das políticas governamentais de estímulo, associada à pujança da Indústria e da Procura Privada, contribuirão para uma recuperação sustentada da economia brasileira, mesmo que a um ritmo menor do que aquele esperado pelas autoridades brasileiras.

José Maria Pimentel
JVPimentel@Montepio.pt

Índia – PIB acelera no 3ºT2009, com boas indicações para o 4ºT2009

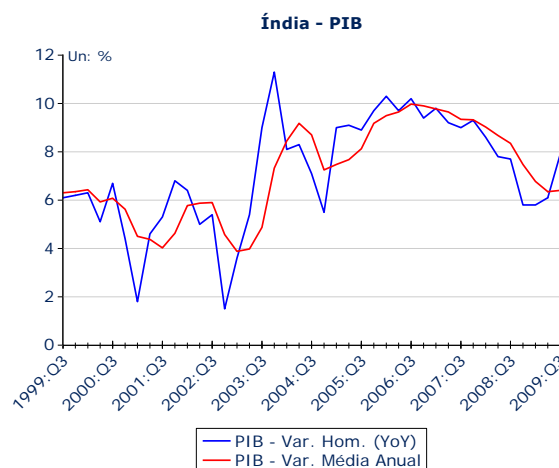
Economia indiana volta a acelerar no 3ºT2009. No 4º trimestre, as indicações são positivas, com os sectores Industrial e dos Serviços a concorrer positivamente para o PIB. O controlo do aumento dos preços – principalmente dos Bens Alimentares – é o maior desafio de 2010 para os decisores políticos.

No 3ºT2009, o **PIB** indiano registou um crescimento homólogo de 7.9%, acelerando face ao trimestre anterior, em que havia progredido 6.1%, o que representa a 2ª aceleração consecutiva do crescimento. Acresce que esta aceleração surgiu contrariando as expectativas do Consenso, que apontava para uma desaceleração, para +6.3%. Ademais, trata-se do crescimento mais elevado desde o 1ºT2008.

Em termos sectoriais, apenas três dos oito sectores registaram uma desaceleração da Produção, tendo a maior ocorrido no Sector Primário (Agricultura, Silvicultura e Pesca, que representou cerca de 17% do PIB indiano, no ano fiscal de 2008), que subiu 0.9%, em termos homólogos, quando, no trimestre anterior, tinha avançado 2.4%, abrandamento que já era esperado atendendo à fraca precipitação durante a época de monções (entre Junho e Setembro, e que é crucial para o comportamento do Sector Agrícola indiano, onde apenas um terço das terras agrícolas é irrigado), com algumas previsões a avançarem que, este ano, a quantidade de precipitação apresentou uma diminuição para valores que se situam entre 20% e 25% abaixo do registo médio para aquela época do ano. Igualmente em desaceleração estiveram o sector da Construção, apresentando um crescimento homólogo de 6.5%, que se situa 0.6 p.p. abaixo do valor observado no trimestre anterior, e o sector Financeiro e de Actividades Imobiliárias, que cresceu 7.7% (+8.1%, no 2ºT2009).

A maior aceleração do crescimento observou-se no sector dos Serviços Pessoais, Comunitários e Sociais, que é essencialmente financiado através de Gastos Públicos, crescendo 12.7%, mais 5.9 p.p. do que no trimestre anterior. Ainda nos Serviços, o sector do Comércio, Hotelaria, Transportes e Comunicações observou uma aceleração do seu crescimento, que já era robusto,

de 8.1% para 8.5%. No sector Industrial, o destaque, pela positiva, vai para a Indústria Transformadora (*Manufacturing*), que avançou 9.2%, quando, no trimestre anterior, tinha crescido 3.4%. Ainda no Sector Industrial, a Indústria Extractiva observou, igualmente, uma aceleração, crescendo 9.5% (+7.9%, no 2ºT2009), tendo as *Utilities* também acelerado (de +6.2% para +7.4%). Realce para o facto de, pela 1ª vez desde o 2ºT2007, o crescimento da Indústria Transformadora ter superado o crescimento do PIB, uma condição necessária para um crescimento mais harmonioso da economia indiana, que durante o *boom* de crescimento de 2003-2007, em que a economia indiana cresceu perto dos 9% ao ano, viu a produção da Indústria Transformadora e a actividade nos Serviços crescerem a taxas idênticas.

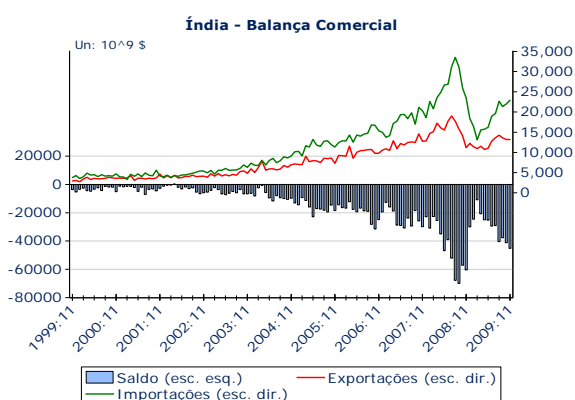


Relativamente à evolução da economia no 4ºT2009, temos que, ao nível do **Comércio Externo**, assistiu-se a um agravamento do Défice Comercial da Índia. Assim, no último registo, de Novembro, verificou-se uma subida mensal (+10.1%) no Défice (+13.3%, em Outubro), para 9 690 milhões de dólares. Já em termos homólogos, o registo até foi positivo, beneficiando de efeitos de base ainda positivos (compara com os elevados défices verificados no final de 2008). Com efeito, em termos homólogos, o Défice Comercial voltou a contrair, 20.2%, prosseguindo com a tendência de abrandamento do ritmo de queda, já observada nos últimos meses (-25.0%, em Outubro).

Relativamente às componentes, o grande destaque vai para as Importações, que subiram 4.1% (+2.9%, em Outubro), marcando uma retoma na

Procura por parte dos consumidores indianos, consequência das medidas de estímulo do Governo e da recente apreciação da Rupia. Já as Exportações permaneceram praticamente inalteradas em Novembro (+0.1%), depois de regredirem em Outubro (-3.1%), apesar da política de subsídios aos exportadores levada a cabo pelo Governo indiano, sendo prejudicadas pela demora na retoma dos países ocidentais e pela apreciação da moeda indiana.

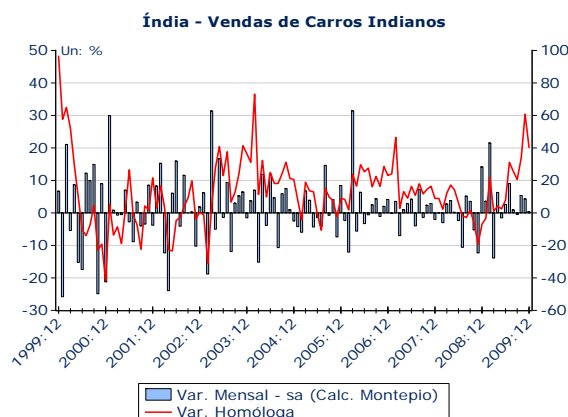
Em termos de variações homólogas, é de destacar que ambas têm registado fortes melhorias, beneficiando de efeitos de base positivos (particularmente as Importações, cujo decréscimo no final de 2008 e início de 2009 foi especialmente pronunciado). De facto, as Exportações passaram, em Novembro, de uma queda homóloga de 6.6% para um avanço de 18.2%. No mesmo sentido, as Importações também melhoraram, terminando com uma queda homóloga de “apenas” 2.6%, comparativamente com -15.0% no mês anterior.



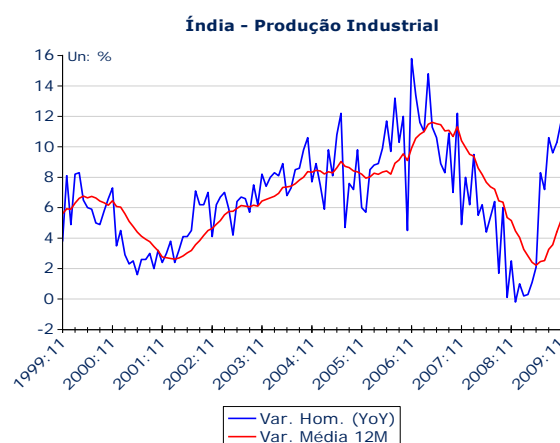
O **Consumo Privado** deverá contribuir positivamente para a evolução do PIB no 4ºT2009. Para além da referida evolução das Importações, este facto está patente nos dados relativos ao mercado de automóveis na Índia. Este ramo de actividade tem vivido um momento de recuperação, depois das quedas nas vendas observadas em 2008 e início de 2009.

De acordo com a associação dos fabricantes de veículos do país, as **Vendas de Carros Indianos**, em Dezembro, cresceram 40.7%, em termos homólogos (+60.0%, em Novembro), a 11ª variação homóloga positiva consecutiva, tendo sido comercializados 136 mil novas unidades, o valor mais elevado desde o início da série, em 1998. Em termos mensais, observou-se uma progressão de 0.42% (+4.34%, no mês anterior), embora o valor

ajustado de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio) evidencie uma forte queda – de 13.78%. Em resultado dos acréscimos verificados nos últimos meses, o 4ºT2009 ficou marcado por um avanço de 8.55% das Vendas, o 4º consecutivo, depois das duas quedas nos dois últimos trimestres de 2008.



Já o **Sector Industrial** indiano, suportado pelos incentivos governamentais e pela política expansionista do Banco Central (que reduziu significativamente a taxa de juro de referência no país, favorecendo o Investimento), favorece as previsões mais optimistas.

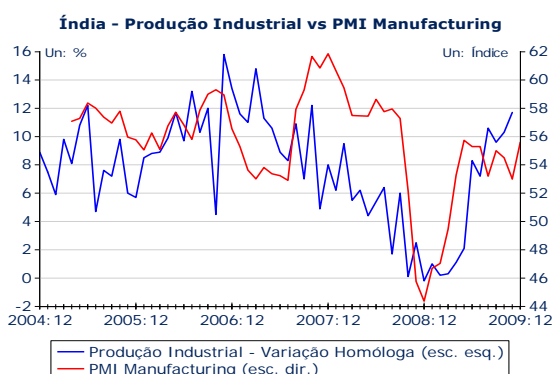


Com efeito, a **Produção Industrial** registou, em Novembro, a 11ª variação homóloga positiva consecutiva, aumentando 11.7%, o que representa uma aceleração face ao valor de Outubro (+10.3%) e o mais elevado crescimento desde Outubro de 2007.

Os dados de Novembro marcam uma melhoria nos sectores da Indústria Extractiva (de +9.0% para +10.0%) e, particularmente, da Indústria Transformadora (de +11.1% para +12.7%). Já o

Sector das *Utilities* registou uma desaceleração (de +4.7% para +3.3%), pelo 3º mês consecutivo, embora se tenha mantido em terreno positivo pelo 50º mês consecutivo. De entre os subsectores da Indústria Transformadora, destaca-se, pela positiva, o comportamento dos Bens Intermédios, que aceleraram o ritmo de crescimento homólogo, de 15.2%, em Outubro, para 19.4%, em Novembro, o mais elevado desde Março de 1996. Os Bens de Investimento também aceleraram, embora de uma forma menos intensa, passando de 11.0% para 12.2%, o ritmo mais elevado desde Setembro de 2009, enquanto os Bens Básicos, após os abrandamentos dos últimos 2 meses, voltaram a acelerar (de +4.6% para +6.0%). No sentido inverso, os Bens de Consumo desaceleraram (de +11.9% para +11.1%), pese embora tenha havido uma forte aceleração do crescimento dos Bens de Consumo Duradouro (de +20.2% para +37.3%), atingindo o ritmo de crescimento mais elevado desde Novembro de 1995.

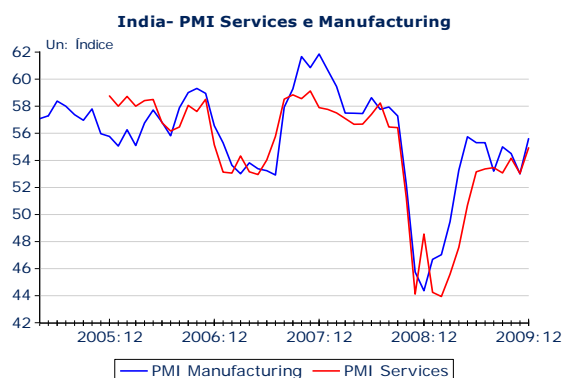
Estes dados da Produção Industrial sinalizam um crescimento robusto da economia no último trimestre do ano, na ordem do observado no 3ºT2009 (+7.9%), quando o Consenso aponta para uma desaceleração (+6.4%), em virtude, essencialmente, da esperada quebra na actividade agrícola. Este registo favorece, igualmente, a adopção de uma Política Monetária mais restritiva por parte do *Reserve Bank of India (RBI)*, ademais porque a Inflação continua a subir.



A retoma da Indústria deverá continuar no último mês de 2009, segundo o que é sugerido pelos dados de Dezembro do indicador **PMI Manufacturing**, que subiu 2.6 pontos, para 55.6 pontos, um máximo desde Maio, depois de dois meses de quedas, sinalizando agora uma expansão robusta do sector.

Por detrás desta significativa progressão esteve, essencialmente, o avanço do ritmo de crescimento das Novas Encomendas, para máximos de 15 meses, fruto de um aumento da procura, tanto interna como externa (mas, principalmente, da primeira). Este avanço, por outro lado, sustentou a progressão da componente de Produção, que leva já 9 meses acima do limiar de expansão, e sinalizando um forte crescimento da Produção Industrial. Apesar deste aumento das Novas Encomendas, a componente de Encomendas em Carteira ficou-se muito perto dos 50 pontos, o mesmo sucedendo à componente de Emprego. Com efeito, os produtores parecem não estar ainda seguros quanto à retoma da economia, hesitando, por conseguinte, em contratar mais trabalhadores.

No que diz respeito ao nível de preços, o Índice de Preços dos *Inputs* subiu para o valor mais elevado desde Setembro, devido, em grande medida, aos custos das matérias-primas (particularmente, energéticas). Já o Índice de Preços dos *Outputs* aumentou, com os produtores a aumentarem os preços sustentados no aumento da procura. Todavia, mantém-se pouco acima dos 50 pontos.



Estes dados vêm repor a confiança no sector industrial indiano, depois dos registos dos dois meses anteriores terem criado alguma desconfiança em relação ao ritmo de retoma.

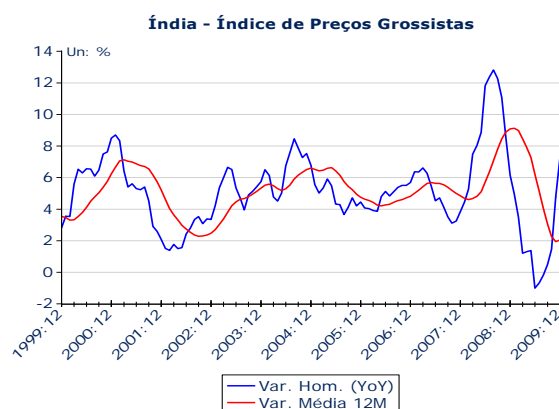
O **Sector dos Serviços** deverá, igualmente, concorrer positivamente para a evolução do PIB no 4ºT2009. Essa tendência é, pelo menos, sugerida pelo **PMI Services (Business Activity)**, que registou uma forte subida em Dezembro, compensando, largamente, a descida verificada em Novembro, tendo avançado 2.2 pontos, para 57.4 pontos, e galgado mais de 17 pontos desde o mínimo registado em Fevereiro de 2009.

Este avanço, associado à subida também verificada na componente de Produção do *PMI Manufacturing*, levou o *PMI Compósito da Produção* para máximos desde Setembro de 2008. O facto mais relevante prendeu-se com a componente de Novas Encomendas, que registou um alargamento do ritmo de expansão (depois de ter abrandado em Novembro), para máximos de 15 meses, perfazendo já 8 meses acima do limiar da expansão (esta subida impulsionou o *PMI Compósito de Novas Encomendas*, também para máximos de 15 meses). O *PMI Services de Emprego* também cresceu, embora tenha continuado a sinalizar uma expansão a um ritmo lento.

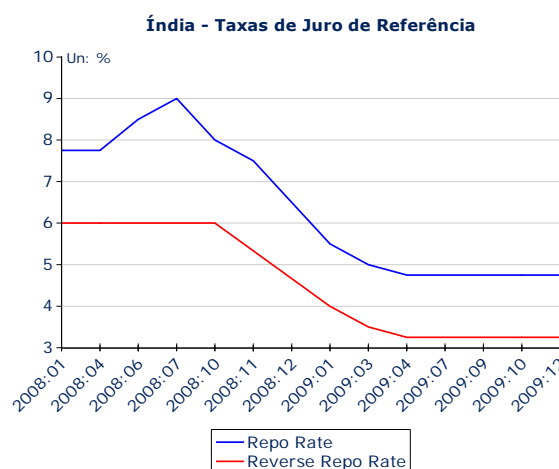
Finalmente, o **Índice de Expectativas para a Actividade nos Serviços para os próximos 12 meses** registou a 2ª queda consecutiva, o que, não obstante o facto de esta componente se encontrar, claramente, em terreno positivo, poderá derivar da preocupação dos empresários com as futuras subidas das taxas de juro por parte do Banco Central, até porque, o **Índice de Preços dos Outputs** na Indústria e nos Serviços subiu, sugerindo a formação de pressões inflacionistas no Sector Privado indiano. Os custos no Sector dos Serviços também avançaram, quer ao nível dos Salários, quer dos outros factores de produção.

Numa altura em se espera que a actividade no sector agrícola tenha contraído, o bom desempenho da Indústria e dos Serviços, sugerido pelas leituras dos *PMI*, terá sido fulcral no desempenho da economia indiana, no 4ºT2009, sugerindo um crescimento do PIB maior do que o previsto pelo Consenso (+6.4%, em termos homólogos). Ainda assim, o *PMI Compósito de Produção* ainda não atingiu os níveis pré-crise (ao contrário do que se passa com a China), sendo de esperar, portanto, avanços futuros.

Relativamente ao nível de preços na economia, o registo de Dezembro do **Índice de Preços Grossistas (WPI)**, a medida de Inflação de referência da Reserva Federal da Índia (RBI), veio corroborar a tendência já amplamente sugerida por ambos os *PMI*. Com efeito, este indicador macroeconómico registou, em Dezembro, mais uma aceleração do ritmo de subida homóloga, registando um incremento de 7.31%, face aos 4.78% registados em Novembro (e +1.46%, em Outubro), constituindo um máximo desde Novembro de 2008 (+8.48%).



Em termos mensais, o *WPI* subiu 0.45% (+1.20%, em Novembro). Relativamente às componentes, o maior destaque continua a ir para os Artigos Primários, onde os preços aumentaram, em termos homólogos, 14.88% (+11.84%, em Novembro). Esta componente contém os Produtos Alimentares, aqueles em que a Inflação mais se tem manifestado, especialmente depois das fracas Monções terem afectado seriamente as colheitas. Acresce que os Produtos Alimentares, devido à sua faculdade de bem básico, provocam grandes tensões sociais, aumentando a pressão sobre as autoridades. Outra componente com particular interesse é a de Combustível, Energia e Luz, que registou a maior aceleração, passando de -0.89%, em Novembro, para 4.29%, em Dezembro, reflectindo a inversão dos efeitos de base das *commodities*, que agora influenciam positivamente a Inflação. Este avanço, particularmente em termos homólogos, deixa mais um registo da rápida evolução deste índice verificada desde Junho, aquando do seu pico inferior, em -1.01%.

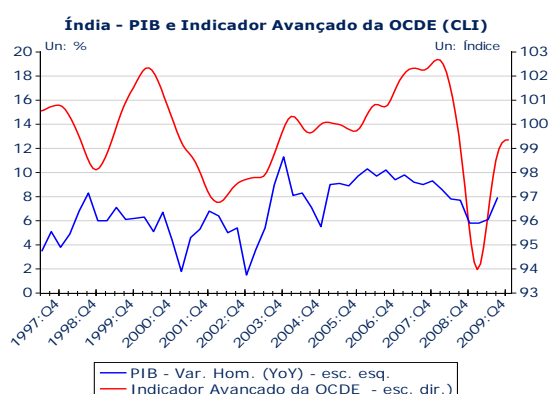


Acresce que uma escalada da Inflação, com as referidas consequências sociais, poderá levar o

Reserve Bank of India subir a taxa de juro de referência na sua próxima reunião trimestral, a 29 de Janeiro, pois é intenção explícita do Banco Central não deixar a Inflação disparar. Na última reunião trimestral, a 27 de Outubro, e tal como, à época, era esperado, o *RBI* decidiu manter tanto a sua Taxa de Juro de Referência (a *Repo Rate*), nos 4.75%, como a taxa de remuneração dos depósitos efectuados junto desta autoridade monetária (*Reverse Repo Rate*), nos 3.25%. Esta tratou-se da segunda reunião em que o *RBI* manteve as taxas, depois de ter iniciado, um ano antes, o ciclo de cortes, quando a *Repo Rate* se encontrava nos 8% e a *Reverse Repo Rate* se situava nos 6%. Para além disso, o *RBI* começou já a remover

A manutenção das taxas na última reunião foi entendida pelo mercado como um sinal de que autoridades indianas começam a estar mais optimistas relativamente ao futuro da economia do país, abrindo portas a uma subida das taxas na próxima reunião. Essa decisão tornou-se ainda mais provável, depois de o Banco Central Chinês ter aumentado as reservas mínimas obrigatórias para os bancos comerciais, uma medida que, na China, é vista como equivalente a uma subida de Taxas de Juro, visto que estas têm um papel secundário na Política Monetária do gigante asiático. Por conseguinte, existe no mercado grande expectativa em relação à próxima reunião do *Reserve Bank of India*.

Em termos prospectivos, e não fora a já referida expectável quebra na actividade agrícola, as indicações dadas pelas recentes leituras do **Indicador Avançado da OCDE** até se têm revelado bastante favoráveis. Efectivamente, a última leitura deste indicador, relativo ao mês de Novembro, manteve-se inalterado, depois de 9 acréscimos consecutivos, perfazendo um máximo desde Julho de 2008, com a Organização a manter como *outlook* para o país um "*recovery*".



Em termos de **Previsões Económicas**, a Comissão Europeia, nas suas últimas projecções (publicadas no dia 3 de Novembro), previu que o PIB indiano tenha crescido 5.7%, em 2009, e que venha a crescer 6.4% no corrente ano. Trata-se de uma forte revisão em alta dos valores avançados em Maio, que apontavam para crescimentos de 4.3% e 5.0%, para 2009 e 2010, respectivamente.

Índia - Previsões Económicas

Un%	CE		FMI		OCDE	
	2009-11-03		2009-10-01		2009-11-19	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB	5.7	6.4	5.4	6.4	6.1	7.3
Inflação			8.7	8.4	7.8	7.1

Fonte: Comissão Europeia, FMI e OCDE.

Em virtude da aceleração do crescimento económico, no 3ºT2009, a OCDE, nas suas últimas Previsões Económicas sobre a economia indiana, publicadas no passado dia 19 de Novembro, aumentou a sua previsão de crescimento do PIB para 2009, de 5.9% para 6.1%, continuando, ainda assim, a prever um crescimento inferior ao observado em 2008, que foi de 7.5% (+6.7%, se considerarmos o ano fiscal de 2008). Para 2010, a autoridade aponta para um crescimento de 7.3%.

A confirmar-se o valor indicado pela OCDE para 2009 (+6.1%), o crescimento no 4ºT2009 terá que ser, no mínimo, de 4.7%, desacelerando, portanto, no último trimestre, em grande medida, devido à fraca performance do Sector Agrícola e às restrições à tomada de medidas adicionais de estímulo monetário e orçamental.

José Maria Pimentel
JVPimentel@Montepio.pt

China – China lidera retoma mundial, com crescimento de dois dígitos no 4ºT2009

China confirmada como líder da recuperação da economia mundial. Economia com crescimento de dois dígitos no 4ºT2009, numa altura em que as autoridades começam a tomar medidas para prevenir o seu sobreaquecimento. Em Dezembro, destaque para a retoma verificada no Comércio Externo, com o regresso aos valores verificados antes da crise.

Os dados do **PIB** para a China, referente ao 4ºT2009, vieram confirmar o forte crescimento desta economia, catapultando-a para a liderança da retoma da economia mundial. Com efeito, a economia chinesa registou um crescimento homólogo de 10.7%, um máximo desde o 4ºT2007 (+11.2%) e uma forte aceleração face às progressões de 9.1% (valor revisto em alta, em 0.2 p.p.), no trimestre anterior, e 7.9%, no 2ºT2009. Ao nível sectorial, face ao ano anterior, o Sector Primário cresceu, em 2009, 4.2%; o Sector Secundário cresceu 9.5% e o Sector Terciário avançou 8.9%.

China - Previsões Económicas

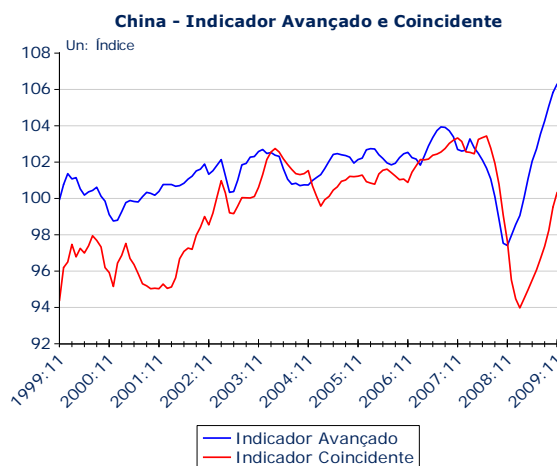
Un: %	CE		FMI		OCDE	
	2009-11-03		2009-10-01		2009-11-19	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
PIB	8.7	9.6	8.5	9.0	8.3	10.2
Inflação			-0.1	0.6	-1.1	0.1

Fonte: Comissão Europeia, FMI e OCDE.

No total do ano de 2009, a economia da China cresceu 8.7%, precisamente o valor avançado pela Comissão Europeia (CE), nas suas últimas **Previsões Económicas**, divulgadas dia 3 de Novembro. Já a OCDE havia previsto, nas suas últimas projecções, publicadas no dia 19 de Novembro, um crescimento de “apenas” 8.3%. O FMI ficou com o meio-termo, apontando para 8.5%. Para 2010, a autoridade mais conservadora é o FMI, que indica um crescimento de 9.0%, seguido da CE (+9.6%). Já a OCDE, aponta para um crescimento de dois dígitos (+10.2%).

O **Indicador Avançado** para a economia chinesa, um indicador mais prospectivo publicado pelo Departamento Nacional de Estatística, apresentou, em Novembro, a 12ª subida consecutiva, atingindo um máximo desde Abril de 1993. Para o mesmo mês, o **Indicador Avançado da OCDE (CLI)** subiu 0.2 pontos, para 100.5, o 10º aumento

consecutivo, atingindo o valor mais elevado desde Junho de 2008, contando já o 3º mês consecutivo acima da sua média de longo prazo (100 pontos).



A aceleração do crescimento do PIB ao longo de 2009 derivou do progresso nos vários sectores.

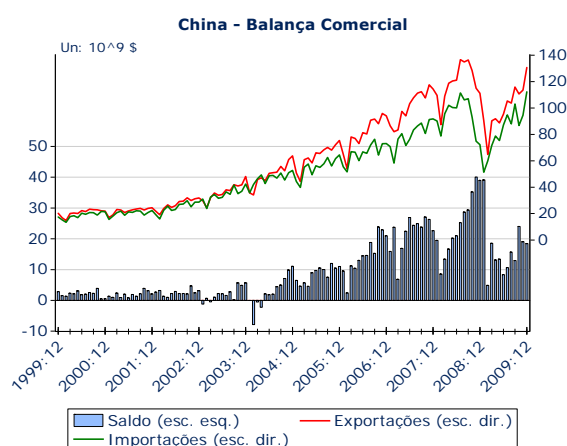
Ao nível do Comércio Externo – o grande motor do crescimento chinês na última década – o registo de Dezembro da **Balança Comercial** veio trazer uma recuperação dos volumes de trocas com uma pujança que não era, aparentemente, previsível. Com efeito, as Exportações subiram para 130.72 mil milhões de dólares, um valor muito próximo daquele registado entre Julho e Setembro de 2008, o pico antes de os volumes de trocas terem caído abruptamente devido ao agudizar da crise global. Já as Importações atingiram 112.29 mil milhões de dólares, um valor que até ultrapassa o pico pré-crise, atingindo um máximo histórico da série iniciada em 1992.

China - Balança Comercial

Un: USD	Valor		Var. Mensal		Var. Homól.	
	Nov	Dez	Nov	Dez	Nov	Dez
Balança	19.1	18.4	-20.4	-3.5	-52.4	-52.7
Exportações	113.7	130.7	2.6	15.0	-1.2	17.7
Importações	94.6	112.3	9.0	18.8	26.7	55.9

Esta retoma ao nível das trocas comerciais, que ocorre mais cedo do que o previsto, reforça as evidências da fortíssima recuperação da economia chinesa. Com efeito, estes dados, particularmente aqueles das Importações, mostram que as políticas orçamentais e monetárias levadas a cabo pelas autoridades mais do que surtiram efeito. Ao nível das Exportações, estes resultados mostram que a crise, pelo menos aparentemente, cessou para os Exportadores chineses, parecendo cada vez mais

provável que a China tenha, naquele mês, ultrapassado a Alemanha como maior exportador mundial. A recuperação das Exportações levanta, entretanto, expectativas em relação a uma valorização do *Yuan*, cujo valor tem sido mantido nos últimos meses, apesar das inúmeras pressões, por parte de líderes de países ocidentais, no sentido de deixar a moeda chinesa apreciar. Relativamente às Importações, estas ultrapassam, agora, os valores pré-crise, demonstrando, simultaneamente, a força da Procura Interna chinesa (e o efeito das medidas de estímulo), a subida dos preços das *commodities* e, finalmente, também, o incremento na compra de materiais para incorporar em produtos a exportar (derivado do também aumento das Exportações).



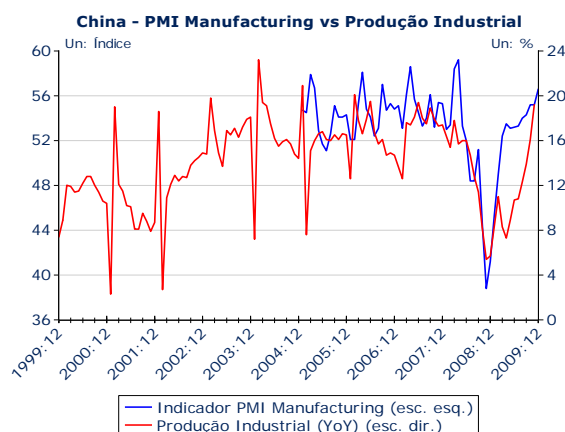
A reflectir a melhoria verificada nas Exportações ao longo do trimestre esteve a **Produção Industrial**. Todavia, em Dezembro, a Produção até abrandou o ritmo de crescimento homólogo, passando de 19.2%, em Novembro, para 18.5%. Em termos de componentes, destaque para os Veículos Motorizados, que avançaram 134.9%, em termos homólogos (+100.8%), reflectindo as medidas de estímulo levadas a cabo pelo Governo chinês, visando não só apoiar o sector, como, também, generalizar o uso do automóvel junto da população chinesa.

Relativamente ao **Investimento em Capital Fixo**, este avançou, em 2009, 30.5% face ao ano anterior, um valor que ficou abaixo do Consenso, que apontava para 31.50%. Entre os sectores, destaque para a Indústria Primária, onde o investimento aumentou 49.9%, em grande parte, resultado das políticas governamentais. Destaque, ainda, para o Sector Imobiliário, onde o

Investimento cresceu 16.1%, quando, em Junho, crescia, ainda, somente 9.9%.

A sinalizar esta recuperação do sector industrial estiveram os dois indicadores *PMI*. Assim, o **PMI Manufacturing "oficial" (CFLP)** registou, em Dezembro, a maior subida desde Agosto de 2005, de 1.4 pontos, para 56.6 pontos, mantendo-se em máximos de Abril de 2008.

Das 5 componentes, todas subiram, exceptuando a de Inventários, que manteve o registo de Novembro, permanecendo todas a sinalizar expansão (i.e., acima dos 50 pontos). Esta componente mantém-se, assim, a assinalar uma expansão, depois de 18 meses abaixo dos 50 pontos. Por seu lado, a componente de Produção subiu 2.0 pontos, para 61.4 pontos, o valor mais elevado entre as 5 componentes. Também a componente de Novas Encomendas registou um importante avanço – o maior de todas as componentes – registando 61.0 pontos (58.4 pontos, em Novembro). Este crescimento é importante, porquanto faz antever uma continuação da trajectória favorável do *PMI Manufacturing* nos próximos meses.

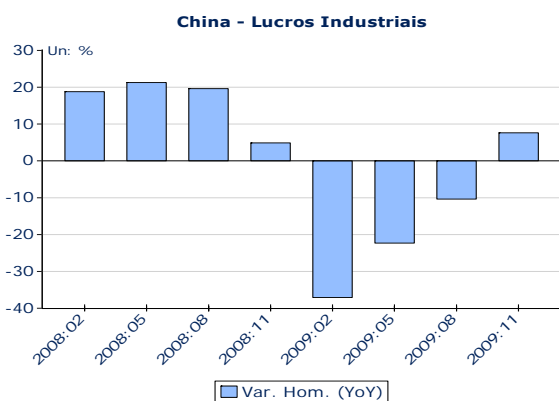


Finalmente, as componentes de Emprego e de Entregas subiram 1.1 e 0.4 pontos, para 52.2 e 50.8 pontos, respectivamente. Uma componente que pode refrear, de certo modo, as expectativas em relação à evolução do sector é as Novas Encomendas para Exportação, que registou uma queda, pelo 2º mês consecutivo, de 1.0 pontos, para 52.6 pontos. Com efeito, este mercado parece estar, de algum modo, a impedir um maior crescimento da Produção Industrial, que está muito dependente da Procura Externa. Destaque, ainda, para o Índice de Preços, que voltou a subir,

3.3 pontos, pelo 2º mês consecutivo, mantendo-se em máximos de Julho de 2008, assinalando, assim, um aumento de preços mais pronunciado. Esta subida é particularmente preocupante numa altura em que crescem os receios relativamente à formação de uma possível bolha especulativa no mercado chinês, consequência da recente recuperação fulgurante da economia.

No mesmo sentido, o **HSBC PMI Manufacturing** (compilado pela *Markit Group*, a mesma que calcula estes indicadores para a maioria dos países) aumentou ligeiramente, para 56.1 pontos (55.7 pontos, em Novembro), mantendo-se em máximos desde Abril de 2004 e sinalizando uma expansão da actividade pelo 9º mês consecutivo. No próximo mês, com as comemorações do Ano Novo, é de esperar que este indicador continue a assinalar uma forte expansão.

A recuperação da indústria no ano de 2009 foi confirmada, também, pelos dados trimestrais dos **Lucros das Principais Empresas do Sector Industrial**, que registaram uma subida homóloga de 7.8%, no conjunto dos 11 primeiros meses do ano, quando, nos primeiros 8 meses, ainda se observava uma quebra no Lucros.



A recuperação da indústria chinesa é, em grande medida, consequência das medidas levadas a cabo pelo Governo chinês (e que, segundo o Primeiro-Ministro, vão continuar), com um número recorde de 1.3 biliões (*trillion*) de dólares de novos empréstimos nos 11 primeiros meses do ano. Estes factores contribuíram para aumentar significativamente a procura, o que permitiu às empresas alcançar melhores margens de lucro. Mais especificamente, a política governamental passou por auxílio à compra de casa e benefícios fiscais às empresas exportadoras.

Relativamente ao Sector dos Serviços, o **PMI Services (Business Activity)** voltou a subir, pelo 2º mês consecutivo, em Dezembro, 0.1 pontos, para 57.2 pontos, um máximo de 3 meses, reforçando a expansão deste sector. Este avanço, associado à progressão (ainda maior) da componente de Produção do **PMI Manufacturing**, conduziu a um aumento de 0.3 pontos do **PMI Compósito de Produção**, para os 57.7 pontos, igualmente um máximo de 3 meses, sinalizando uma forte expansão do Sector Privado.

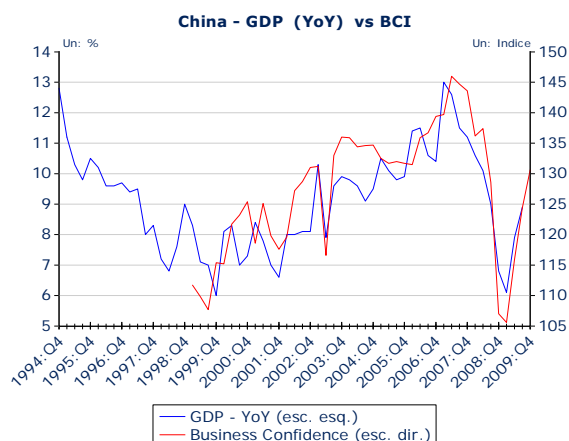


Ao nível das componentes do *PMI Services*, a novidade mais importante é o facto de as Encomendas em Carteira terem passado a assinalar uma expansão (ainda que ligeira), pela primeira vez desde Junho de 2007 (o que, juntamente com o forte avanço desta componente no *PMI Manufacturing*, levou o indicador compósito para máximos desde a sua criação, em 2005).

As Novas Encomendas voltaram a avançar, para máximos desde Setembro, perfazendo, assim, 13 meses a assinalar expansão e alavancando o *PMI Compósito de Novas Encomendas* para máximos de 4 meses. Finalmente, a componente de Emprego subiu para máximos de 3 meses, assinalando expansão há já 11 meses (este avanço foi contrabalançado pela subida menor desta componente no *PMI Manufacturing*, o que conduziu o indicador compósito a avançar apenas ligeiramente).

Outro indicador importante referente ao Sector Privado é o **Índice de Confiança Empresarial**. Este indicador qualitativo subiu, no 4ºT2009, 6.2 pontos, para 130.6 pontos, o valor mais elevado desde o 2ºT2008, e depois de, no trimestre anterior, ter aumentado 8.5 pontos. Também o **Índice de Confiança dos Empresários na**

Economia chinesa avançou 7.6 pontos, para 127.7 pontos, igualmente um máximo desde o 2ºT2009. Tratam-se, assim, de dados que vêm corroborar as indicações dadas pelos principais indicadores macroeconómicos divulgados para a economia chinesa, relativos ao 4ºT2009, revelando-se compatíveis com a aceleração observada no crescimento homólogo chinês nesse trimestre.



Ao nível do **Consumo Privado**, foi, também, conhecido o registo de Dezembro das **Vendas a Retalho**. Estas cresceram 17.5%, uma significativa aceleração face ao mês anterior (+15.8%), perfazendo, em 2009, uma subida de 15.5%. Relativamente às componentes, e tal como seria de esperar, as maiores variações homólogas registaram-se nos Materiais de Construção (+53.9% vs 43.3%, em Novembro) – dando mais uma prova da forte (porventura, forte demais) recuperação do Sector Imobiliário –, e nos Automóveis (+57.7% vs 61.5%, em Novembro) – resultado das medidas de estímulo do Governo.

Importa observar, todavia, que o Consumo Privado tem um elemento de enviesamento devido às medidas de estímulo levadas a cabo pelo Governo, não sendo, portanto, o seu aumento fruto de uma particular mudança estrutural na economia chinesa, cujos consumidores continuam a deter uma elevada propensão à poupança.

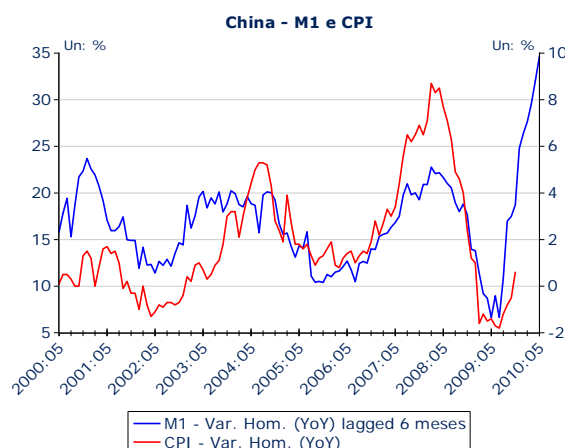
A economia chinesa tem tido uma retoma acima do previsto, chegando, mesmo, a superar as previsões das próprias autoridades. Este facto tem provocado receios, junto dos investidores, em relação à formação de uma bolha especulativa em algumas classes de activos – particularmente no

Mercado Imobiliário – e de uma escalada da Inflação.

As autoridades chinesas pareciam relativamente confortáveis com a situação até, no início de Janeiro, terem levado a cabo uma série de medidas com o objectivo de prevenir pressões inflacionistas e impedir a formação das referidas bolhas.

Por um lado, o Governo e, principalmente, o Governador do Banco Central, Zhou Xiaochuan, fizeram declarações públicas no sentido de instar os bancos comerciais a moderar o ritmo de concessão de crédito, que ascendeu, em 2009, aos 1.5 biliões (*trillion*) de dólares.

Por outro lado, o próprio Banco Central decidiu subir as *Yields* das suas Obrigações a 3 meses e a 1 ano, com o propósito de absorver alguma liquidez do mercado. A esta medida juntou-se o aumento do rácio de reservas obrigatórias dos bancos comerciais junto do Banco Central.



Analisando os indicadores de Nível de Preços e Oferta de Moeda, é possível perceber as motivações por detrás das medidas tomadas pelas autoridades chinesas.

Assim, em Dezembro, a taxa de crescimento homólogo do **Agregado Monetário M2** caiu para 27.7% (abaixo do Consenso, de +28.0%), quebrando um ciclo de 4 meses a acelerar, que culminou, em Novembro, com uma taxa de crescimento de 29.7%, um máximo desde, pelo menos, 1998. Todavia, este movimento ficou, principalmente, a dever-se a efeitos de base, pois as variações mensais denotaram uma aceleração.

China - Agregados Monetários

Un: %	Var. Mensal		Var. Homól.		Nº Var Homól. > 0	
	Nov	Dez	Nov	Dez	Nov	Dez
M0	1.68	5.23	14.99	11.77	1	-1
M1	2.41	3.53	34.63	32.35	10	-1
M2	1.43	1.95	29.74	27.68	4	-1
Empréstimos	0.75	0.96	33.86	31.74	4	-1
Novos Empréstimos	16.53	28.83	-38.19	-50.79	-1	-2

Com o recrudescer da Inflação no final do ano, a continuação do crescimento destes agregados é preocupante. Em parte, tal deriva, também, dos referidos esforços das autoridades para manter o *Yuan* subvalorizado, injectando moeda nacional na economia e aumentando as reservas de moeda estrangeira.

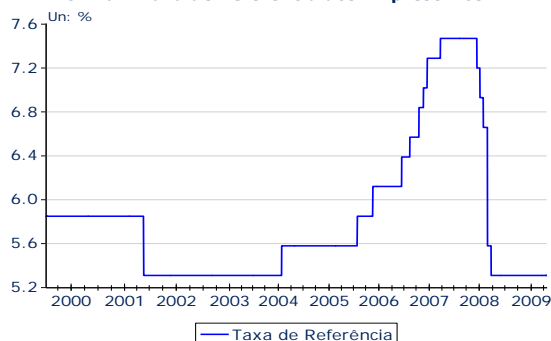
Relativamente às contrapartes, o **Crédito Concedido em Moeda Nacional** registou um crescimento homólogo de 31.7%, desacelerando, depois de 4 meses a acelerar (+33.9%, em Novembro). Já os Novos Empréstimos concedidos em moeda nacional registaram uma forte queda homóloga, de 50.8%, intensificando a tendência já verificada em Novembro (-38.2%). Este abrandamento homólogo deriva de efeitos de base (o início das medidas expansionistas no final de 2008), mas, também, de uma moderação nas medidas expansionistas, com os Novos Empréstimos a retornarem a valores pré-crise. O término destas medidas deve-se à recuperação da economia e aos consequentes receios das Autoridades em relação a pressões inflacionistas e à formação de bolhas nos activos financeiros (particularmente naqueles ligados ao mercado imobiliário).

Relativamente ao Nível de Preços, em Dezembro, o **Índice de Preços no Produtor (IPP)** registou um avanço de 1.7%, em termos homólogos, depois de 12 meses consecutivos a descer (-2.1%, em Novembro). Esta subida corresponde ao ritmo mais elevado desde Novembro de 2008, quando o Consenso apontava para uma progressão de apenas 0.80%. Ao nível das componentes, destaque para a Indústria Extractiva, onde os preços haviam caído 4.1%, em Novembro, e passaram a subir 17.6%, em Dezembro.

No mesmo sentido, o **Índice de Preços no Consumidor (IPC)**, que já havia começado a

subir em Novembro (+0.6%), acelerou, em Dezembro, para 1.9%, crescendo ao ritmo mais elevado, igualmente, desde Novembro de 2008. Relativamente às componentes, destaque para os Bens de Consumo, cujos preços aumentaram, em média, 2.2%, ao passo que os preços dos Serviços apenas avançaram 0.7%. Para além disso, verifica-se, já, uma pronunciada Inflação nos Produtos Alimentares, onde os preços subiram 5.3% (+3.2%, no mês anterior). Finalmente, a componente de Habitação registou uma subida de 1.5%, passando a terreno positivo (-1.2%, no mês anterior). Desta leitura conclui-se que as duas medidas de Nível de Preços na China não só evidenciaram, em Dezembro, uma subida do Nível de Preços, como deram sinais de que essa subida estaria a ocorrer a uma velocidade elevada. Estes dados ajudam, portanto, a compreender a urgência das autoridades chinesas em iniciar medidas de estabilização da economia.

China - Taxa de Referência dos Empréstimos 12M



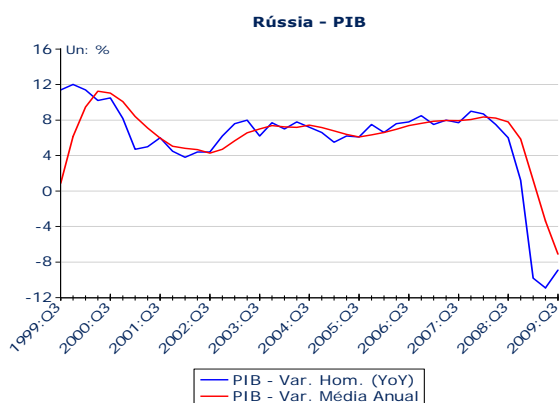
Nos próximos meses, são de esperar mais efeitos ao nível do Crédito e dos Agregados Monetários, em virtude das referidas medidas tomadas pelo Banco Popular da China no sentido de equilibrar a economia. Acresce que estes dados acabam por legitimar essas mesmas medidas, sugerindo que outras medidas contraccionistas ainda poderão ser tomadas. Entre essas medidas contar-se-ão, porventura, a subida da taxa de juro de referência e o fim (ou o aliviar) do *peg* do *Yuan* com o Dólar.

José Maria Pimentel
JVPimentel@Montepio.pt

Rússia – Sinais contraditórios de retoma

A economia russa apresentou, no 4ºT2009, alguns primeiros sinais de retoma, suportada pelo Sector dos Serviços e pelo Comércio Externo. O Sector Industrial permanece intermitente e o Consumo Privado parece ter batido no fundo. Por outro lado, começam a surgir os primeiros indícios de Inflação, o que poderá impedir o Comité de Política Monetária do Banco Central de usar os meios de que dispõe para estimular a economia.

A estimativa final para o **PIB** da Rússia confirmou que a economia continuou a contrair, no 3ºT2009, em termos homólogos (-8.9%). Esta queda ocorre, contudo, a um ritmo inferior ao pico observado no trimestre anterior (-10.9%), que deriva, fundamentalmente, de dois factores. Por um lado, é efeito do plano de estímulo económico levado a cabo pelo Governo, o qual ascendia a 784 mil milhões de rublos até Novembro, de um total de 1.14 biliões (*trillion*). Por outro lado, resulta, também, da parcial inversão do ajustamento brutal verificado nos Inventários na primeira parte do ano. Esta inversão resulta da subida do preço do Gás e, principalmente, do Petróleo, nos últimos meses, um factor importante, tendo em conta que a energia corresponde a 70% dos rendimentos das Exportações do Gigante de Leste.



Já relativamente ao 4ºT2009, o **Indicador Compósito para o PIB da Rússia**, calculado pela empresa de pesquisa britânica *Markit Group* (a mesma que calcula os indicadores *PMI* para a maioria dos países) fornece algumas indicações. Embora continue a assinalar uma contracção homóloga do PIB, este indicador denota uma desaceleração, apontando para uma queda de “apenas” 2.6% no último trimestre de 2009 e,

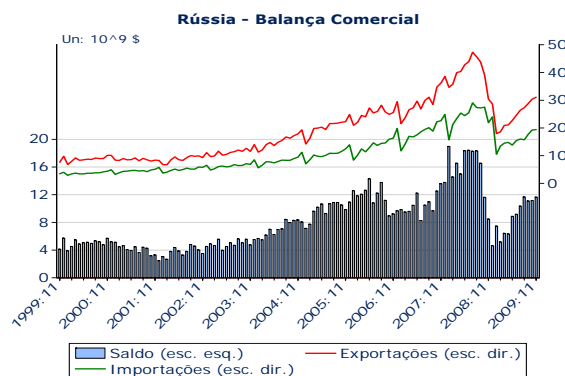
inclusive, para um crescimento trimestral, de 0.3%, o primeiro desde o 4ºT2008.

O Comércio Externo, um dos sectores mais afectados pela crise, revelou alguma recuperação no 4ºT2009. Com efeito, o excedente da **Balança Comercial** registou uma subida mensal, ajustada de sazonalidade, de 4.5%, em Novembro, para 11.65 mil milhões de dólares. Com este registo, o excedente atinge máximos desde Agosto de 2009, tendo registado um aumento do superavit em 6 dos últimos 7 meses.

Rússia - Balança Comercial

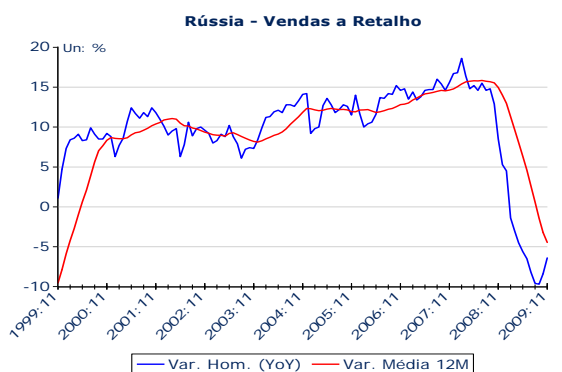
Un: USD	Valor		Var. Mensal		Var. Homól.	
	Out	Nov	Out	Nov	Out	Nov
Balança	11.1	11.6	0.5	4.5	-4.1	37.4
Importações	19.2	19.4	8.6	1.0	-30.0	-11.2
Exportações	30.4	31.1	5.5	2.4	-22.3	2.5

As Exportações beneficiam da recente recuperação dos preços do Petróleo e do Gás, ao passo que as Importações se tornaram mais baratas com a apreciação recente do Rublo, a que acresce, também, a expectável subida da Procura Interna, pese embora o ritmo de crescimento deste agregado seja bem inferior ao que se observa nos restantes *BRIC*.



Com efeito, o Consumo Privado dá algumas mostras de estar a recuperar. Os dados preliminares das **Vendas a Retalho** indicam, em Novembro, a 10ª queda homóloga consecutiva, diminuindo 6.4%. Este declínio representa, contudo, uma franca melhoria face ao resultado do mês anterior, em que as Vendas haviam caído 8.4%. Todavia, em termos mensais, as Vendas a Retalho registaram uma queda de 1.3%, após 6 meses consecutivos de avanços (+3.1%, no mês anterior). Uma possível explicação para este comportamento aponta para um adiamento do Consumo antes da época natalícia. Estes valores, ainda assim, não são ajustados de sazonalidade.

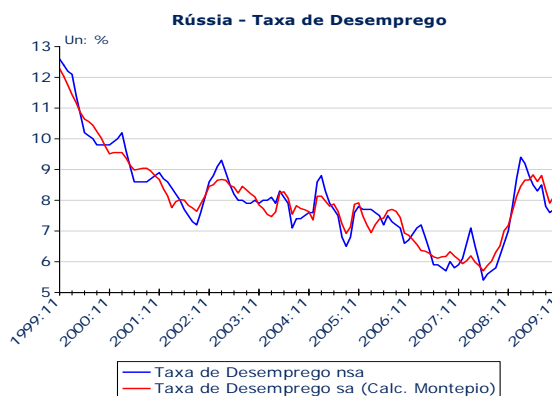
Para este alívio homólogo contribuiu a apreciação do Rublo face ao Dólar observada nos últimos meses (apreciou 27% desde o pico inferior de Fevereiro, até ao máximo verificado em Novembro, mês em que, em termos médios, depreciou 1.7%), que veio embaratecer as Importações, as quais correspondem a cerca de 50% dos Bens de Consumo adquiridos na Rússia.



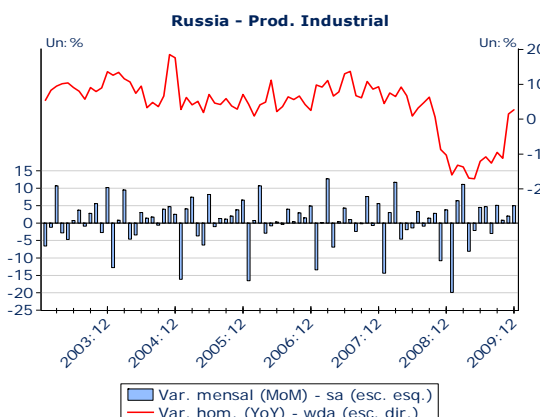
Outro factor que poderá contribuir para a recuperação do Consumo Privado são os **Salários Reais**, que voltaram a abrandar o ritmo de queda homóloga, pelo 4º mês consecutivo, em Novembro, caindo 0.7%, mas com a variação homóloga observada no mês de Outubro a ser revista em alta, em 1.0 p.p., para -3.5%. Trata-se de um valor surpreendente, porquanto o Consenso previa uma descida homóloga significativamente superior (-3.3%). Esta evolução é explicável pela melhoria das condições para a indústria exportadora Russa, em virtude da retoma das *commodities*, bem como pela recente apreciação do Rublo, pelo impacto que teve na redução da Inflação homóloga. Em termos mensais, os Salários Reais avançaram 1.7%, depois de terem regredido 0.3% em Outubro. Já o Rendimento Disponível Real dos Particulares continuou a avançar, em termos homólogos (+1.9%), embora desacelerando fortemente face ao registo de Outubro (+9.9%, valor revisto em alta em 6 p.p.).



Por outro lado, a **Taxa de Desemprego** subiu, em Novembro, pelo 2º mês consecutivo, tanto o valor não ajustado de sazonalidade (de 7.7%, em Outubro, para 8.1%) como o valor ajustado de sazonalidade (cálculos do Departamento de Estudos do Montepio), que subiu para 8.3%, em Novembro, face a 8.1%, no mês anterior.



Estes valores continuam, ainda assim, a ser inferiores ao pico de quase 9% registado em Maio de 2009 (dados ajustados de sazonalidade), mas não deixam de ser preocupantes, numa altura em que a maioria dos países desenvolvidos vê a escalada do desemprego abrandar. A verdade é que o fluxo de crédito às empresas continua bastante reduzido, o que aumenta as pressões sobre os empregadores no sentido de despedir trabalhadores. Por detrás da estagnação do crédito está o aumento das provisões para o crédito em incumprimento, desviando, assim, os fundos que seriam, em condições normais, direccionados para empréstimos a empresas e aos consumidores.



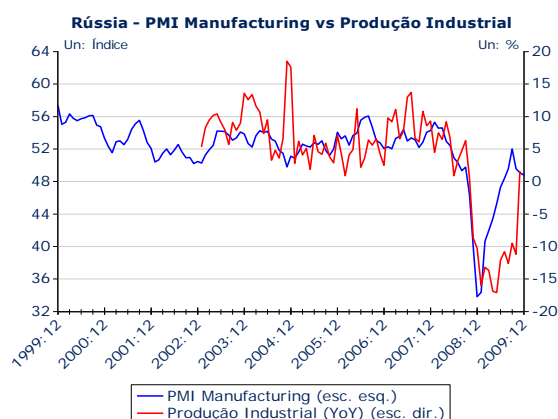
No que diz respeito ao Sector Industrial, a **Produção Industrial**, em Dezembro, registou uma subida homóloga de 2.7%, em progressão face a 1.5% em Novembro, embora ligeiramente

abaixo do Consenso, que apontava para 3.0%. Trata-se, assim, da 2ª subida consecutiva, depois de 12 meses consecutivos no vermelho. Em termos mensais, observou-se um crescimento (não ajustado de sazonalidade) de 5.0%, superior ao valor verificado no mês anterior, de 2.0%, representando, o 4º crescimento positivo consecutivo.

Ao nível das componentes da Produção Industrial, o grande destaque vai para a Indústria Transformadora, cujas variações homólogas regressaram a terreno positivo (+0.7% vs -0.8%, em Novembro), depois de 13 meses no vermelho, estando, já, em máximos desde Setembro de 2008. A Indústria Extractiva registou um forte crescimento (+4.9%, valor igual em Novembro), bem como a Energia, que viu o seu crescimento acelerar (+4.5% vs +1.4%, em Novembro).

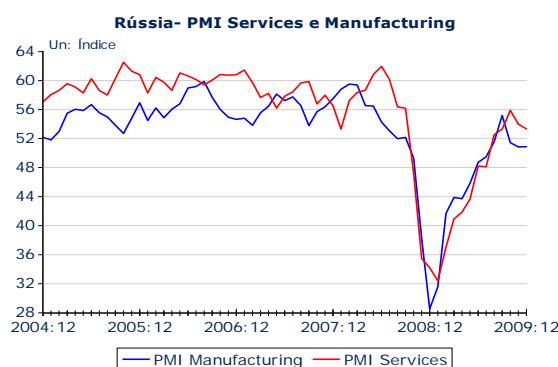
Esta subida da Produção Industrial vem traçar um cenário mais favorável do que o que fora sugerido pelo **PMI Manufacturing**, que voltou, em Dezembro, a cair, pelo 3º mês consecutivo, para 48.8 pontos (49.1 pontos, em Novembro), levando, já, 3 meses abaixo do limiar da expansão (depois de o ter ultrapassado, em Setembro, algo que já não acontecia desde Julho de 2008). Ainda assim, a componente de Produção, aquela que pretende fazer o *track* da Produção Industrial, encontra-se acima do limiar da expansão há cinco meses, embora tenha sinalizado um crescimento reduzido (50.9 pontos, em Dezembro).

A queda do *PMI Manufacturing* aconteceu, em grande medida, devido à 2ª descida consecutiva da componente de Novas Encomendas, que continua a assinalar contracção, eliminando por completo os ganhos obtidos entre Julho e Outubro. Esta componente continua a ser prejudicada pela quebra das Novas Encomendas para Exportação, que caíram pelo 15º mês consecutivo, um dado, aparentemente contraditório com a subida das Exportações nos últimos meses, embora estas tenham certamente vindo a ser beneficiadas por efeitos nominais, particularmente, ao nível dos preços das *commodities*. Para além disso, os Inventários caíram ao ritmo mais elevado desde Abril, o que não fosse a queda das Novas Encomendas, até sugeriria um crescimento da Produção no futuro.



No sentido diametralmente oposto, o **PMI Services Compósito**, o indicador de referência que agrega a performance total do sector, subiu, em Dezembro, 0.1 pontos, para 53.4 pontos, mantendo, em termos genéricos, o ritmo de expansão sustentada sugerido no registo de Novembro. Este é já o 5º mês consecutivo em que o indicador se encontra a assinalar expansão, embora se mantenha significativamente abaixo da sua média histórica, 56.8 pontos.

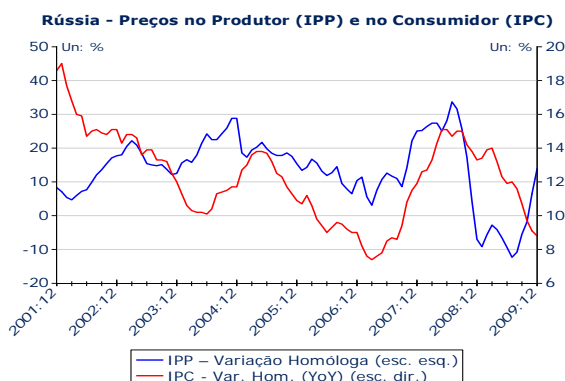
Relativamente às componentes deste indicador, as de Actividade e Novas Encomendas continuaram a assinalar expansão, ambas pelo 5º mês consecutivo, porém a um ritmo menor. Já os níveis de Encomendas em Carteira continuaram abaixo dos 50 pontos, tal como, de resto, se vem a suceder desde Setembro de 2008, não obstante se ter observado uma subida do indicador. A componente de Emprego ficou praticamente inalterada, mas continuou a sinalizar uma ligeira queda do Emprego, pelo 15º mês consecutivo.



Num mês em que o indicador genérico praticamente manteve o seu valor, o desenvolvimento de maior relevo prendeu-se com a subida do **Índice de Expectativas para a**

Actividade nos Serviços para os próximos 12 meses, para o valor mais elevado desde Novembro de 2006.

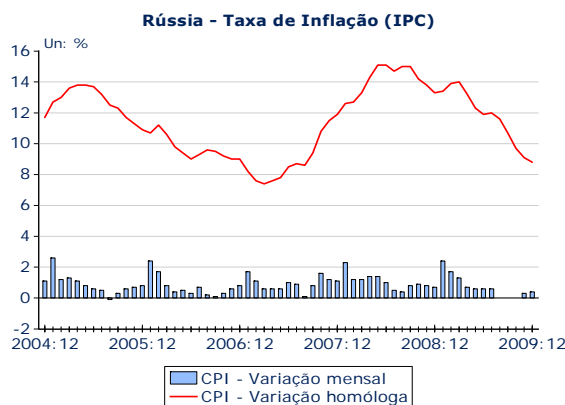
Analisando os Índices de Preços dos dois *PMI*, ressalta do registo de Dezembro o intensificar de alguns indícios que sugerem futuras pressões inflacionistas. Com efeito, no *PMI Manufacturing* observa-se uma aproximação entre o **Índice de Preços dos Inputs** – que, embora tenha continuado a assinalar um aumento dos preços, caiu ligeiramente – e o **Índice de Preços dos Outputs** – que ficou não só, pelo 6º mês consecutivo, acima dos 50 pontos, como registou o maior valor desse período. Ainda assim, este último continua abaixo do Índice de Preços dos *Inputs* e ambos continuam abaixo das médias de longo-prazo. Não obstante, os preços continuam a recuperar, estando, ambos os índices, acima dos 50 pontos. Esta tendência de subida do nível de preços no Sector Privado esteve, também, evidente no *PMI Services*, com um aumento do Índice de Preços dos *Inputs*, para máximos desde Fevereiro de 2009.



Outro indicador preliminar da pressão dos preços na economia, o **Índice de Preços no Produtor (IPP)**, também se encontra a sugerir uma subida da Inflação. Com efeito, este indicador registou o 2º crescimento homólogo positivo consecutivo, depois de 11 meses a cair, acelerando de 6.5%, em Novembro, para 13.9%, em Dezembro. Esta evolução reflecte, essencialmente, a inversão dos efeitos de base associados aos preços das *commodities*, que passaram de favoráveis para desfavoráveis. Em termos mensais, o IPP avançou 0.5%, depois de ter descido 0.5%, em Novembro.

No entanto, a verdade é que essa tendência não foi confirmada na leitura de Dezembro **Índice de Preços no Consumidor (IPC)**. Com efeito, este

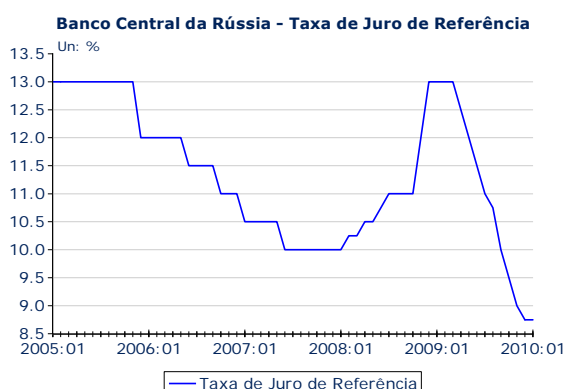
indicador marcou uma continuação da diminuição do ritmo de crescimento homólogo, com uma variação de 8.8%, abaixo dos 9.1% observados no mês anterior e ligeiramente atrás do esperado pelo Consenso, que apontava para 8.9%. Trata-se, ademais, do valor mais baixo desde Agosto de 2007. A Inflação encontra-se especialmente fraca ao nível dos Produtos Alimentares, cujo nível de preços subiu “apenas” 6.1% desde o mesmo período do ano anterior, ao passo que os Serviços viram o seu nível de preços aumentar 11.6%.



Ainda assim, as indicações dadas pelos *PMI* e pelo IPP sugerem que as pressões inflacionistas poderão aumentar nos próximos meses. Aliás, a variação mensal do IPC dá algumas indicações nesse sentido, registando um avanço de 0.4%, depois de ter subido 0.3%, em Novembro, e de ter estagnado nos três meses anteriores. Ainda assim, estes dados são claramente insuficientes, porquanto existe uma elevada sazonalidade neste indicador. Aliás, a evolução até foi inferior ao esperado pelo Consenso, que apontava para uma subida de 0.5%.

Estes dados vêm alimentar a discussão em torno da Política Monetária na Rússia, depois de o **Comité de Política Monetária do Banco Central (Banco Rossi)**, no final de Dezembro, ter cortado a taxa de juro de referência do país em 25 p.b., colocando-a em 8.75%, naquele que foi o 10º corte de taxas desde Abril, num total de 425 p.b.. Estes cortes prendem-se, essencialmente, com dois motivos. Por um lado, o Rublo continua sobrevalorizado – não obstante ter depreciado cerca de 1.5%, em Dezembro –, em virtude do influxo de capital especulativo nos últimos meses. Por outro lado, o mercado creditício continua a funcionar mal, influenciando negativamente a

procura – porquanto os consumidores não têm acesso a fundos – e, em consequência, impedindo a retoma da economia. Com efeito, como referido, os bancos são obrigados a aumentar as provisões devido à subida do incumprimento, desviando, assim, os fundos que seriam, em condições normais, direccionados para empréstimos a empresas e aos consumidores.



Embora o Banco Central abra a porta a novas descidas da Taxa de Juro, tal só será possível se as pressões inflacionistas se mantiverem reduzidas (ou seja, se a Inflação não descolar do *target* do Governo, 8%). É, então, particularmente importante, depois das indicações dadas pelos dois *PMI* e pelo *IPP*, estar atento à evolução do *IPC*. Aliás, o *FMI*, num Relatório divulgado em Dezembro, na sequência da análise semestral da economia russa, alertava o Banco *Rossii* para esperar pelos efeitos da política de injeção de liquidez sobre a Inflação antes de proceder a cortes adicionais nas taxas de juro.

Conclui-se, portanto, que as perspectivas para a economia russa, num futuro próximo, se centram em duas frentes. Por um lado, a economia convive com dois sectores em condições distintas. E a

verdade é que a Indústria, embora de menor importância em termos de PIB, é particularmente sensível à alteração da conjuntura económica, e está extremamente dependente da exportação de *commodities*, nomeadamente das energéticas. Consequentemente, a Indústria só deverá recuperar totalmente à medida que as exportações forem atingindo os valores pré-crise, algo que poderá ser, ainda, um processo moroso. Por outro lado, a Inflação não poderá afastar-se do *target* do Governo, sob pena de impossibilitar ao Banco *Rossii* a prossecução de uma Política Monetária expansionista, importante para a retoma num dos países mais afectados pela crise económica.

Rússia - Previsões Económicas

Un: %	CE		FMI		OCDE	
	2009-11-03	2010	2009-10-01	2010	2009-11-19	2010
PIB	-7.2	2.3	-7.5	1.5	-8.7	4.9
Inflação			12.3	9.9	11.7	6.9

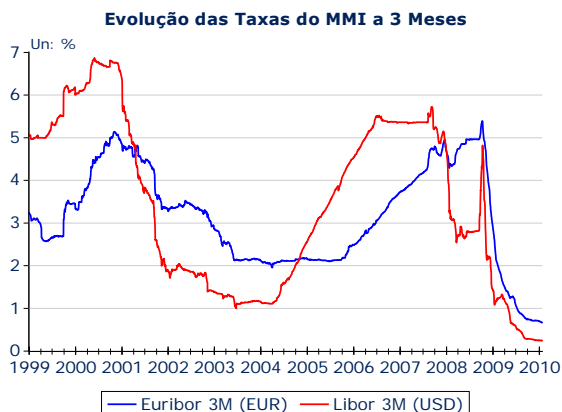
Fonte: Comissão Europeia, FMI e OCDE.

Em todo o caso, o cenário central para o ano de 2010 é de uma recuperação da economia russa, devendo, contudo, o ritmo de recuperação ser inferior ao da queda registada em 2009. Em termos de **Previsões Económicas**, destaque para o facto da OCDE se apresentar, simultaneamente, como a entidade mais pessimista para 2009, ao apontar para uma maior contracção (-8.7%), e a mais optimista para este ano (+4.9%), comparativamente à Comissão Europeia (+2.3%) e ao FMI (+1.5%).

José Maria Pimentel
JVPimentel@Montepio.pt

Taxas de Juro – Taxas do MMI caem, mas Yields da Dívida Pública avançam

No **Mercado Monetário Interbancário** (MMI), continuou-se a assistir a reduções nos principais indexantes nos dois lados do Atlântico.



Na Zona Euro, o BCE tem mantido a *Refi Rate* em 1.00%, desde Maio de 2009. Trichet sublinhou que este continua a ser o nível de juros apropriado, num contexto de pressões inflacionistas contidas. No entanto, o Governador não deixou de assegurar que a Autoridade irá continuar a implementar a retirada gradual das medidas extraordinárias de estímulo de liquidez, já anunciada na anterior reunião, reiterando que estas já não são necessárias na mesma extensão que no passado.

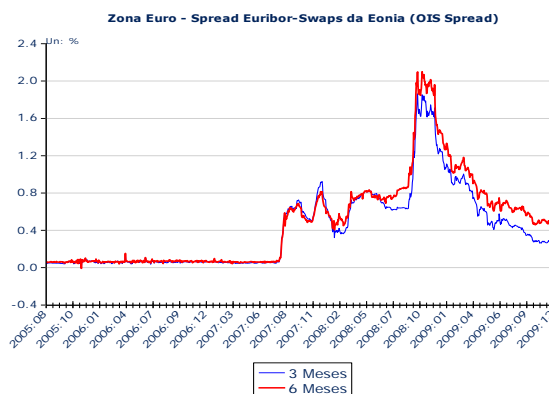
De igual modo, a *Fed* manteve inalterado o *target* para as taxas dos *Fed Funds* no intervalo de [0%;0.25%], voltando a reiterar que aquele nível, excepcionalmente baixo, dever-se-á manter por um período relativamente longo de tempo. Esta decisão baseou-se na baixa Utilização da Capacidade Instalada da economia, nas fracas pressões inflacionistas e Expectativas de Inflação estáveis. Relativamente à apreciação da situação económica, a *Fed* manteve relativamente inalterada a sua avaliação, afirmando que “a actividade económica continuou a subir”, mas referindo, agora, que “as condições nos mercados financeiros estão mais favoráveis para suportar o crescimento económico”. Nesse sentido, a autoridade decidiu que a maior parte dos programas especiais de concessão de liquidez terminarão no próximo dia 1 de Fevereiro, em linha com o calendário anunciado na reunião de Junho.

Em consonância, no mercado monetário interbancário, algumas tendências motivaram a continuação da descida generalizada das taxas.

Este movimento foi mais moderado na Zona Euro. Contrariamente ao observado no trimestre anterior, verificou-se um acréscimo das estimativas do mercado para as taxas *Overnight* (*EONIA*), visível através das subidas dos *Swaps* sobre a taxa *EONIA* nos prazos superiores a 6 meses.

Continuaram os sinais de gradual estabilização das instituições financeiras, o que diminuiu o risco de crédito interbancário. Estes sinais foram, ainda, apoiados pela melhoria do clima de confiança na generalidade dos mercados, embora se tenha verificado uma inversão parcial, em Dezembro, com o recrudescer dos receios em relação à situação orçamental de alguns países.

No final, este clima contribuiu para a redução generalizada do *OIS Spread* na maior parte dos prazos (i.e., o diferencial entre as taxas *Euribor* e os *Swaps*, com o mesmo prazo, sobre a taxa *Overnight*), uma tendência que se verifica desde que, em Outubro de 2008, o BCE iniciou o ciclo de cortes de taxas, de uma forma coordenada com os principais bancos centrais, como forma de combater o terramoto financeiro causado pela falência do *Lehman Brothers*.



Neste sentido, a redução do *OIS Spread* mais do que compensou a subida dos *Swaps* da *EONIA*, contribuindo, assim, para a continuação do movimento descendente – embora, agora, moderado – das taxas *Euribor* em todos os prazos (com excepção dos 12 meses), renovando mínimos históricos.

Também nos Estados Unidos se observaram tendências semelhantes e mais pronunciadas. Os movimentos de quedas nas taxas *Libor* do Dólar prosseguiram, continuando a reflectir, especialmente nos prazos mais longos, a diminuição do risco interbancário e o aumento da confiança nos mercados, visível, à semelhança do que aconteceu na Europa, nas quedas do *OIS spread*.

Nos prazos mais longos, assistiu-se a uma subida dos *Swaps* sobre as taxas *overnight*, reflectindo o aumento da probabilidade de subidas de taxas, por parte da *Fed*, não obstante a Autoridade Monetária ter reiterado, no início de Dezembro, que as taxas dos *Fed Funds* irão permanecer nos actuais níveis durante um período relativamente longo de tempo. No fundo, o mercado considerava que a continuação da recuperação económica operada durante o trimestre teria as devidas consequências ao nível da Política Monetária.

31-12-2009	Valor (%)	Variação (p.b.)	
		30-09-2009	31-12-2008
Euribor 3M	0.700	-5	-219
Euribor 6M	0.994	-2	-198
Libor USD 3M	0.251	-4	-117
Libor USD 6M	0.430	-20	-132

Consequentemente, as taxas *Libor* USD registaram diminuições, particularmente a partir dos prazos superiores a 4 meses. As taxas a 3 e 6 meses situam-se num nível inferior ao verificado na Zona Euro, embora o *spread* face à respectiva taxa de referência seja inferior na Zona Euro onde o *spread* até é negativo.

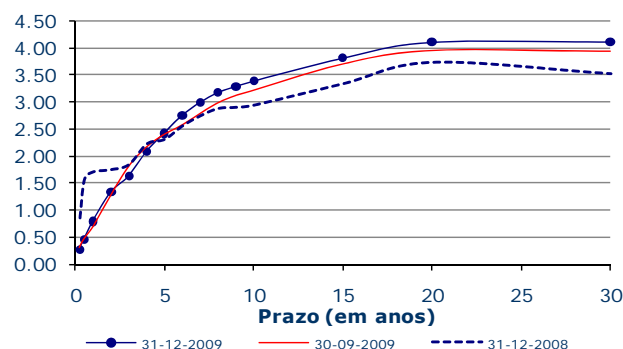
Em termos de evolução futura, o potencial de descida está agora muito limitado, estando, apenas, decorrente da natural estabilização do mercado monetário, uma vez que, apesar do movimento de descida dos últimos meses, os *OIS Spreads* ainda se encontram afastados do padrão anterior ao início da crise financeira, no Verão de 2007, já que, do lado da Política Monetária, a partir de meados deste ano, começam a estar, provavelmente, em cima da mesa, subidas de taxas.

No **Mercado da Dívida Pública**, assistiu-se, tal como nos mercados accionistas, a várias tendências ao longo do trimestre.

No início de Outubro, com a diminuição da aversão ao risco, e enquanto os mercados accionistas avançavam alavancados pela Época de Resultados

das empresas nos EUA, referente ao 3ºT2009, as *Yields* de Dívida Pública seguiram a tendência esperada, subindo na generalidade dos prazos, com o investimento em títulos seguros a perder atractividade.

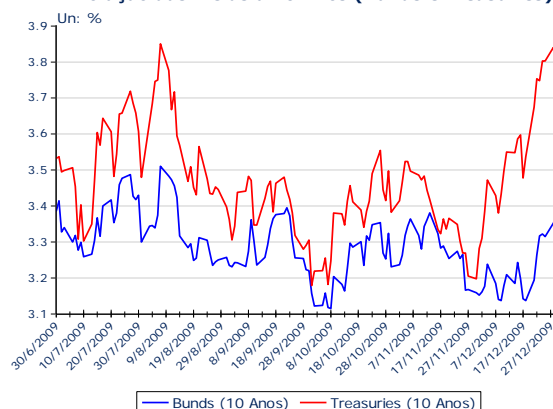
Dívida Pública - Alemanha



Posteriormente, as *Yields* abrandaram o ritmo de subida, devido à tendência incerta que regressou aos mercados de risco desde meados de Outubro. Ainda assim, o facto de os investidores terem começado a temer uma subida das Taxas de Juro de referência para mais cedo do que o previsto pressionou, em alta, as *Yields* de dívida pública.

Em Novembro, surgiu nos mercados algum receio de que o *boom* pós-Março pudesse ter terminado, o que acabou por potenciar um retorno da atractividade ao mercado da dívida pública e, consequentemente, uma descida das *Yields* na generalidade dos prazos.

Evolução das Yields a 10 Anos (Bunds e Treasuries)



No início de Dezembro, assistiu-se a um movimento paralelo de forte apreciação do Dólar e das *Yields* da Dívida Pública americana, particularmente após o Relatório do Emprego ter traçado um cenário mais favorável, facto que, por

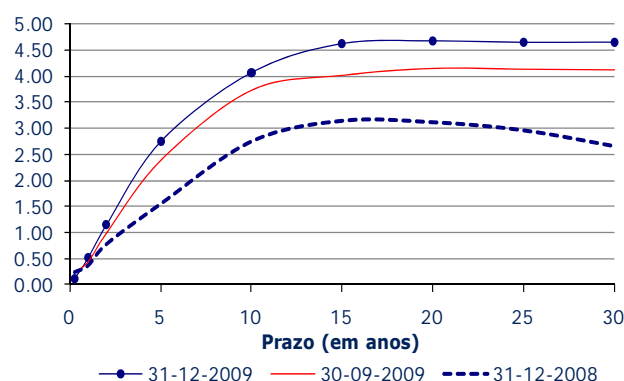
efeitos de contágio, acabou por ter efeitos também na Zona Euro.

Em meados desse mês, na Europa (e, também, nos EUA), o *downgrade* feito à Dívida Soberana grega e o conseqüente recrudescer dos receios em relação à situação fiscal de alguns países, provocou uma forte subida das *Yields*, mesmo da dívida alemã, onde o respectivo *CDS* (*Credit Default Swap*) também subiu.

Dívida Pública Alemã e Americana			
31-12-2009	Valor (%)	Variação (p.b.)	
		30-09-2009	31-12-2008
Bunds 2Y	1.331	7	-42
Bunds 10Y	3.387	17	44
Treasuries 2Y	1.135	19	37
Treasuries 10Y	3.837	53	162

No cômputo geral, as subidas verificadas em Dezembro acabaram por provocar um avanço das *Yields* em ambos os mercados, com maior incidência nos EUA. De notar que as subidas das *Yields* foram mais pronunciada para a dívida de longo prazo, da mesma forma que, a descida também tinha sido mais pronunciada no trimestre anterior nestes prazos.

Dívida Pública - EUA



Os acontecimentos de Dezembro, com os problemas orçamentais dos Estados a voltarem a preocupar os investidores, poderão ter algum impacto em 2010, afectando, conseqüentemente, a saída da crise de alguns países.

Rui Bernardes Serra
RBSerra@Montepio.pt

José Maria Pimentel
JVPimentel@Montepio.pt

Acções - Subida moderada e generalizada dos índices mundiais

No 4º trimestre de 2009, continuaram a ser divulgados dados positivos para as maiores economias do mundo. No entanto, a retoma nos países ocidentais ocorre, ainda, a um ritmo paulatino, levando os mercados accionistas a manter algumas reservas. Assim, registaram-se subidas moderadas na maioria das praças.

A evolução dos mercados, no 4ºT2009, pautou-se, na generalidade dos índices, fundamentalmente, por três tendências distintas. Nas primeiras duas semanas de Outubro, os mercados avançaram sustentadamente, de certo modo, continuando a tendência claramente ascendente que se verificava desde Março. No resto desse mês, os mercados registaram quedas, voltando aos valores de finais de Setembro, mas recuperaram logo nas primeiras semanas de Novembro, num movimento que se verificou por diversas vezes ao longo da retoma verificada desde Março, com os investidores a realizarem lucros após ciclos ascendentes. Durante os meses de Novembro e Dezembro, os mercados continuaram a subir, mas de um modo oscilante e paulatino, suscitando, assim, algumas questões relativamente ao possível término do ciclo de subidas. Com efeito, os investidores vêm o futuro próximo como fulcral para avaliar a evolução da economia sem as medidas de estímulo em vigor durante o ano de 2009, mantendo-se, por conseguinte, relutantes em assumir posições fortes nos mercados accionistas.

Durante as duas primeiras semanas de Outubro, a maioria dos índices registou uma significativa progressão. O principal factor por detrás desta evolução foi a Época de Resultados das empresas nos EUA, referente ao 3ºT2009. Os resultados de grandes empresas, como a *JP Morgan*, a *Goldman Sachs*, a *Apple*, a *Caterpillar*, a *Yahoo* e a *Microsoft* foram animadores. Acresce que os resultados divulgados para as maiores economias mundiais – com destaque para o EUA – foram, igualmente, animadores. Com efeito, nos EUA, os dados divulgados vieram tirar quaisquer dúvidas em relação ao regresso ao crescimento no 3ºT2009 da maior economia do mundo, nomeadamente depois das leituras favoráveis das Vendas a Retalho de Setembro (no primeiro mês após o fim do programa *cash for clunkers*) ou do, então, 3º

avanço mensal consecutivo da Produção Industrial. Ademais, foi durante estas semanas que o Banco Central da Austrália se tornou na primeira autoridade do G-20 a subir as taxas de juro de referência. Esta decisão reforçou a confiança dos investidores na retoma da economia. Mesmo os dados do PIB no Reino Unido para o 3ºT2009 – que surpreenderam grandemente pela negativa, apontando para a continuação da recessão e não, como previsto pelo mercado, para um regresso ao crescimento económico – foram relativamente bem aceites pelo mercado, que os interpretou como significando uma continuação da Política Monetária expansionista por parte do Banco de Inglaterra.

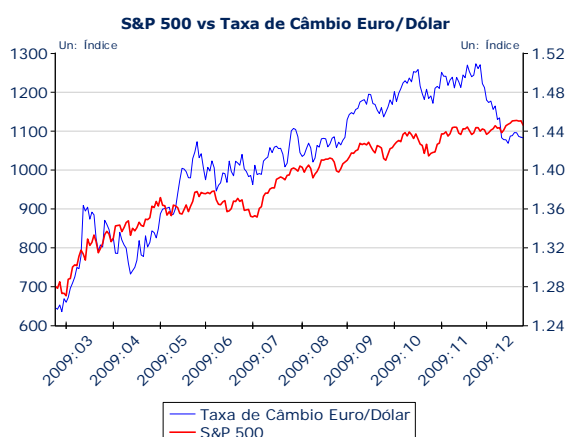
A partir do final da 3ª semana de Outubro, embora a generalidade das empresas continuasse a divulgar dados positivos e o PIB nos EUA, no 3ºT2009, tivesse – segundo a informação disponível na altura – crescido mais do que o previsto, os mercados caíram fortemente, invertendo as subidas registadas nas semanas anteriores. A verdade é que os dados positivos divulgados até então acarretaram o efeito colateral de fazer surgir receios em relação à inevitabilidade do fim das medidas de estímulo orçamental e da subida das taxas de juro. Estes receios foram, ademais, como que justificados por algumas declarações de Governos e Bancos Centrais de que estariam, de facto, a equacionar essa opção. O fim das políticas expansionistas significa não apenas a diminuição do clima favorável ao investimento em activos de risco, mas, também, o início – porventura prematuro – de um ciclo algo incerto para as economias mundiais, particularmente dos países desenvolvidos cuja retoma havia sido tornada possível apenas pelas medidas extraordinárias tomadas pelas autoridades. Deste modo, o mercado começou a recear que o *boom* pós-Março pudesse terminar, o que fez retrain alguns investidores. Por outro lado, a queda verificada durante estas semanas derivou também da tendência dos investidores para realizarem lucros após uma subida pronunciada (algo que aconteceu, por diversas vezes, durante o *boom* pós-Março).

Nas primeiras semanas de Novembro, os mercados acabaram por recuperar face a estas quedas. Uma das principais causas prendeu-se com o facto de a maioria dos Bancos Centrais dos países desenvolvidos ter dado indicações de não planear uma subida das Taxas de Juro de referência para

um futuro próximo. Pese embora o motivo subjacente esteja longe de ser positivo – uma retoma ainda incipiente – o resultado prático agradou aos investidores, pelos motivos explanados acima. Acresce que, durante este período, foram divulgados alguns dados positivos importantes para os EUA, tais como os dois *ISM* (Outubro); as Vendas de Automóveis (Outubro), que demonstravam, assim, resistir ao fim do programa *cash for clunkers*. Para além disso, os Novos Pedidos de Subsídio de Desemprego caíram mais do que o esperado

A partir de meados de Novembro, iniciou-se o ciclo mais longo do 4ºT2009, marcado por uma subida da generalidade dos índices. Porém, esta foi uma subida paulatina e, sobretudo, oscilante, com forças contraditórias a guiar os mercados. Com efeito, mantiveram-se os receios em relação à recuperação económica, não tanto na retoma em si, mas na celeridade da mesma. Neste sentido, o mercado encontrava-se (e encontra-se, ainda) dividido, entre quem vê a continuação da Política Monetária expansionista como positiva, pois impulsiona o investimento em activos de risco, e quem vê esse facto como negativo, porquanto significa que a retoma ainda não é suficientemente robusta.

Os investidores receberam com agrado os dados positivos para os EUA, relativos ao 4ºT2009, já que os dados do PIB do 3ºT2009, que na 1ª estimativa começou por superar as expectativas, foi sendo, posteriormente, revisto em baixa. Também a 1ª leitura do PIB do Japão, referente ao 3ºT2009, surpreendeu os mercados pela positiva, evidenciando a maior taxa de crescimento trimestral em mais de dois anos (não obstante acabasse por ser fortemente revisto em baixa na estimativa final). Porém, perto do fim de Novembro, chegou uma notícia que abalou os mercados financeiros, dando conta do incumprimento, por parte do *Dubai World*, das suas dívidas. Com efeito, as autoridades do *Dubai* pediram uma moratória de seis meses sobre a dívida da principal empresa pública do país – a *holding Dubai World*, bem como das obrigações de uma subsidiária, a *Nakheel*, responsável pelo mais megalómano projecto do *Dubai*. Ainda assim, o apoio dado, subsequentemente, pelo Banco Central dos Emirados Árabes Unidos ao *Dubai*, acabou por sossegar os mercados e tirar parte do enfoque sobre a situação do Estado árabe.



O mês de Dezembro marcou uma importante mudança, que veio tornar ainda mais difícil a leitura dos desenvolvimentos nos mercados accionistas, com a diminuição da correlação negativa entre o Dólar e os outros activos financeiros. Esta correlação tinha estado por detrás de grande parte do *boom* pós-Março, com os investidores a fazer *carry trade* com base no Dólar e a aproveitar, assim, os maiores rendimentos oferecidos pelos activos alternativos, especialmente nos países emergentes. A diminuição desta correlação coincidiu, de certa maneira, com a incerteza verificada nos mercados accionistas.

A correlação entre o Dólar e os mercados accionistas começou a aliviar aquando da divulgação do Relatório do Emprego de Novembro, no início de Dezembro. O Inquérito aos Empregadores revelou a menor queda de postos de trabalho desde Dezembro de 2007 (o início da recessão). O facto de esta evolução sugerir o início da recuperação no Mercado Laboral fez os mercados avançar. No entanto, levou também os investidores a interpretarem-na como um sinal de uma possível subida das taxas de juro de referência mais cedo do que o previsto. Este aumento das expectativas em relação à taxa de juro conduziu a uma valorização do Dólar, coincidindo com uma subida (conquanto moderada) nos mercados accionistas. Com efeito, particularmente durante as primeiras semanas de Dezembro, o Dólar inverteu, parcialmente, a tendência verificada até então, recuperando algum terreno face ao Euro, enquanto os mercados financeiros continuaram a avançar.

Ainda no 4ºT2009, a notícia, no início de Dezembro, de que a dívida pública da Grécia havia

sofrido um corte no *rating* pela *Fitch* abalou os mercados, renovando os receios criados pela situação do *Dubai*. Com efeito, este corte (e os que se seguiram, por parte de outras agências de *rating*), bem como os avisos feitos a outras economias, geraram receios em relação à sustentabilidade das finanças públicas de outros países, particularmente dos restantes *GIPSI* (Irlanda, Portugal, Espanha e Itália).

O 4ºT2009 trouxe poucos desenvolvimentos a nível de Política Monetária. Ainda assim, o final do trimestre coincidiu com as decisões, por parte da *Fed* e do Banco Central Europeu (BCE), de retirar algumas das medidas excepcionais tomadas no início da crise. Com efeito, a Reserva Federal optou, por exemplo, por não prolongar a maior parte dos programas especiais de concessão de liquidez, que, assim, terminarão, como inicialmente delineado, no próximo dia 1 de Fevereiro, da mesma forma que o programa de aquisição de dívida às agências ligadas ao mercado imobiliário deverá estar concluído até ao final do 1ºT2010.

Mercado Accionista								
Índices de Acções	31-Dez-09	%		Indicadores				
		30-Set-09	Início ano	PBV	PER	Vol. 10d.	Vol. 30d.	
EUA	Dow Jones Ind.	10 428.1	7.37	18.82	2.77	16.4	10.1	12.2
	S&P 500	1 115.1	5.49	23.45	2.24	24.6	11.0	14.8
	Nasdaq	2 269.2	6.91	43.89	2.76	43.8	13.6	14.8
Europa	Eurostoxx 50	2 965.0	3.21	11.14	1.43	22.7	15.4	18.0
	FTSE 100 (R. Unido)	5 412.9	5.43	22.07	2	60.9	17.8	13.1
	PSI-20 (Portugal)	8 463.9	-0.13	33.47	1.67	19.6	12.7	13.1
	CAC 40 (França)	3 936.3	3.71	22.32	1.41	16.7	15.8	17.9
	DAX (Alemanha)	5 957.4	4.97	23.85	1.51	60.2	14.5	19.2
	IBEX (Espanha)	11 940.0	1.56	29.84	1.8	12.9	15.0	17.4
	FTSE MIB (Itália)	23 248.4	-0.96	19.47	1.03	30.7	14.9	17.4
	WSE WIG20 (Polónia)	2 388.7	8.96	33.47	1.6	70.3	11.9	33.1
	Prague PX (R. Checa)	1 117.3	-3.44	30.19	1.44	30.2	12.8	27.8
	BUX (Hungria)	21 227.0	4.95	73.40	1.45	17.6	16.3	30.0
	SKSM (Eslováquia)	267.0	-11.46	-25.67	0.94	17	51.7	12.6
	RTSI (Rússia)	1 444.6	15.15	128.62	1.21	27.1	30.1	31.8
Ásia	Nikkei 225 (Japão)	10 546.4	4.08	19.04	1.41	25	12.7	24.3
	Hang Seng (Hong-Kon)	21 872.5	4.38	52.02	2.08	22.5	16.7	23.3
	Shanghai Comp. (China)	3 277.1	17.91	79.98	3.48	34.7	28.9	36.0
	Sensex 30 (Índia)	17 464.8	1.97	81.03	3.51	26	21.4	16.4
A. Latina	Ibovespa (Brasil)	68 588.4	11.49	82.66	2.09	20.8	21.5	16.0
	Mexbol (México)	32 120.5	9.88	43.52	2.64	19.7	8.8	17.7

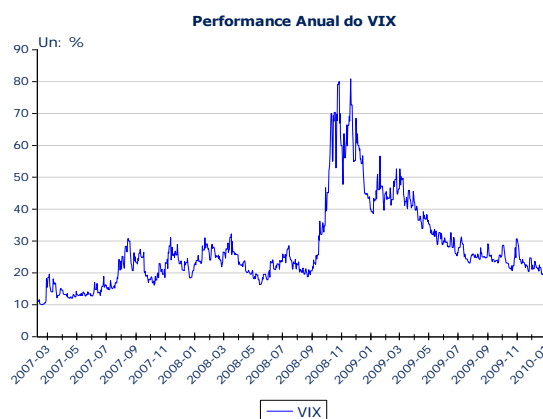
No final do 4ºT2009, a generalidade dos mercados acabou por registar mais subidas. Entre os países ocidentais, os mercados americanos foram aqueles que mais avançaram, reflectindo sinais de retoma maiores do que na Europa. No velho continente, destaque para o *FTSE 100*, que registou o maior crescimento e para o *FTSE MIB* que registou a maior queda. O outro índice a recuar, embora ligeiramente, foi o *PSI-20*. No Japão, o *Nikkei* conseguiu recuperar algum terreno, avançando cerca de 4%. Destaque, ainda, para o *Shanghai Comp.*, que evidenciou uma subida de 17.91%, de

longe a maior, reflectindo o investimento crescente nos mercados emergentes.

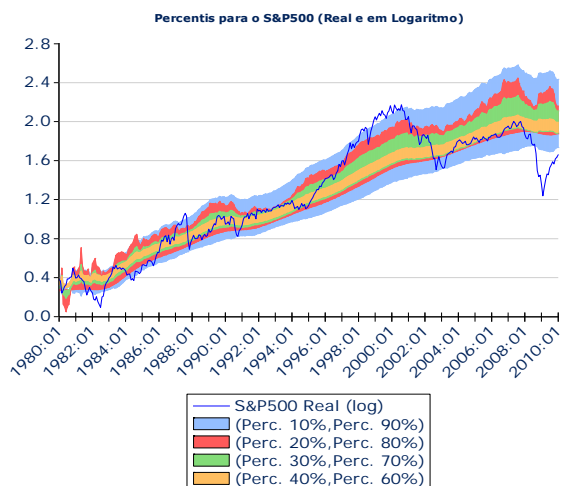
Ao nível sectorial, na Europa, depois de registarem as maiores subidas no trimestre anterior, os sectores da Banca e dos Seguros sofreram alguma correcção, tendo sido os que mais caíram. Já a subida menos pronunciada ficou a cargo dos Recursos Básicos, que, ademais, foram o sector que mais cresceu durante o ano de 2009, avançando mais de 100%.

Mercado Accionista - Índices Sectoriais							
Índices Sectoriais (Spot)	31-Dez-09	%		Indicadores			
		30-Set-09	Início ano	PBV	PER	Vol.10d.	Vol.30d.
Tecnologia	171.7	-3.28	20.48	2.17	72.7	21.58	26.98
Telecomunicações	210.8	4.29	11.25	1.29	13.8	12.97	18.59
Utilities	302.0	2.21	0.98	1.52	11.6	16.84	20.75
Automóvel	219.7	2.97	18.13	0.89	14.8	34.66	40.03
Banca	181.6	-6.06	46.91	0.86	-	27.88	38.37
Química	350.3	16.82	44.14	1.72	19.2	21.14	25.3
Construção	217.6	4.69	35.55	1.26	10.5	17.98	31.83
Energia	298.8	8.31	24.19	1.65	9.64	20	23.67
Seguros	123.4	-4.47	12.92	0.89	114	26.84	36.32
Media	126.8	5.45	18.19	1.47	19	15.85	21.32
Saúde	310.3	8.34	13.17	2.74	13.5	18.74	15.61
Retalho	209.9	8.20	33.31	1.89	17.7	13.91	20.44
Serviços Financeiros	207.7	0.66	28.87	1.17	-	24.27	29.14
Recursos Básicos	361.1	24.50	101.40	1.47	10.5	54.02	55.34
Alimentação e Bebidas	231.4	13.08	31.47	2.5	11.2	9.33	14.01
Bens Industriais	193.9	5.95	37.45	1.81	14.8	20.64	27.14
Bens Pessoais	255.1	10.91	37.53	2.25	20.5	15.51	17.84
Viagens e Lazer	94.8	1.84	14.56	1.6	21.7	13.17	22.76

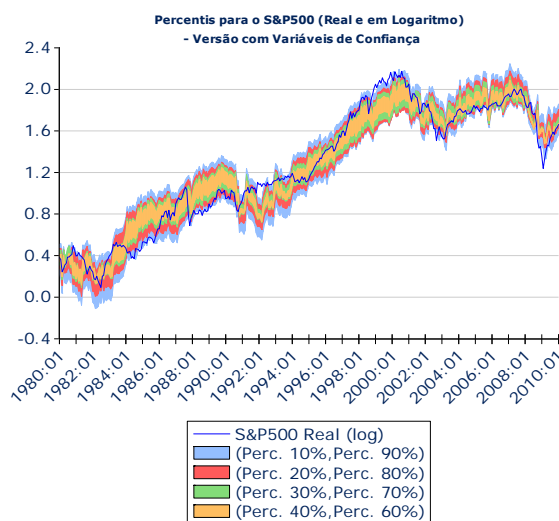
Ao longo do trimestre, a volatilidade dos mercados, medida através do *VIX*, o índice de referência para a volatilidade do índice de acções americano *S&P 500* (calculado com base na volatilidade implícita de opções sobre aquele índice), continuou, paulatinamente, a cair fechando o trimestre em níveis semelhantes aos verificados antes da falência da *Lehman Brothers* e colado à sua média histórica (desde 1990), na ordem dos 20%, o que pode indiciar uma certa diminuição dos receios dos investidores.



A relativa subida dos mercados americanos, acompanhada pela melhoria dos principais indicadores macroeconómicos, contribuiu, segundo um modelo macroeconómico de longo prazo, desenvolvido pelo Departamento de Estudos do Montepio, para que o excesso de reacção exibido pelo principal índice americano fosse ligeiramente atenuado. Ainda assim, este desfasamento encontra-se ainda presente no mercado, não tendo havido, durante o 4ºT2009, uma convergência substancial.



Acrescentando variáveis mais subjectivas (e também mais sensíveis ao ciclo), como a Confiança dos Consumidores e dos Empresários – variáveis essas que, recorde-se, subiram este trimestre – permite ao modelo explicar, de uma forma substancialmente mais fiável, o actual nível de preços das acções. Também neste modelo a situação não é muito diferente do que se verificava no trimestre anterior.



O nosso cenário central é de, no médio prazo, uma continuação da valorização dos principais índices, acompanhando a esperada recuperação da actividade económica global, devendo o elevado Desemprego continuar a ser o principal estrangulamento para o reatar sustentável da actividade económica. A década terminada em 2009 foi negativa para os principais mercados accionistas desenvolvidos, algo que não sucedeu muitas vezes na histórica, pelo que, também deste ponto de vista, será expectável uma continuação da subida dos índices de acções. Contudo, não se deverá esperar valorizações tão significativas como as de 2009.

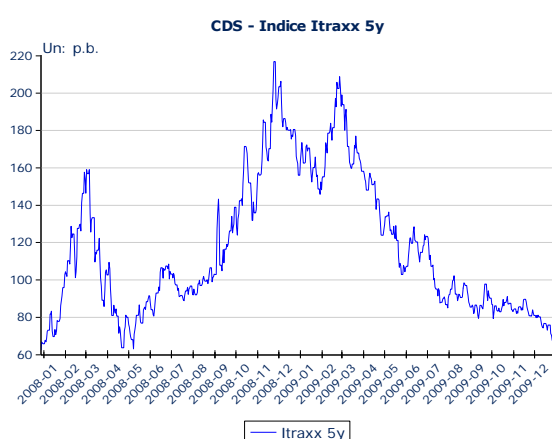
José Maria Pimentel
JVPimentel@Montepio.pt

Spreads de Crédito – Consolidação do Estreitamento

Na Zona Euro, durante o 4ºT2009, os *spreads* de crédito nas classes de *Investment Grade* (isto é, superiores ou iguais a *BBB*) reforçaram o movimento de descida evidenciado nos meses anteriores. Contudo, foi nos *rating* de qualidade mais reduzida, que são, tipicamente, os mais sensíveis às alterações na conjuntura, que o estreitamento foi mais pronunciado, evidenciando já uma franca recuperação, comparativamente com o final do ano de 2008.

Classe	Spread	Variação (bps)	
	31-12-2009	30-09-2009	31-12-2008
Compósito (A) 2 Yr	127	-17	-133
Compósito (A) 5 Yr	129	-11	-159
Compósito (A) 10 Yr	142	-6	-154
Industrial BBB 2 Yr	134	-19	-243
Industrial BBB 5 Yr	167	-37	-349
Industrial BBB 10 Yr	169	-71	-368
Industrial (BB) 2 Yr	303	-46	-449
Industrial (BB) 5 Yr	401	-42	-360
Industrial (BB) 10 Yr	464	-72	-372

Também o *Itraxx* (5 Anos), o índice de *CDS* (*Credit Default Swaps*) de referência para a Zona Euro na classe de *Investment Grade* – cuja liquidez é muito superior à do mercado *spot* e, por isso, constitui o *benchmark* do mercado de crédito – registou mais uma descida sustentada ao longo do trimestre. Este índice caiu 11.8 pontos base (p.b.), fechando o mês de Dezembro nos 75.9 p.b., praticamente em mínimos desde Maio de 2008.



Tratando-se o mercado de crédito também de um segmento de risco, a descida dos *spreads* acompanhou, em certa medida, o movimento global de subidas dos preços das acções europeias.

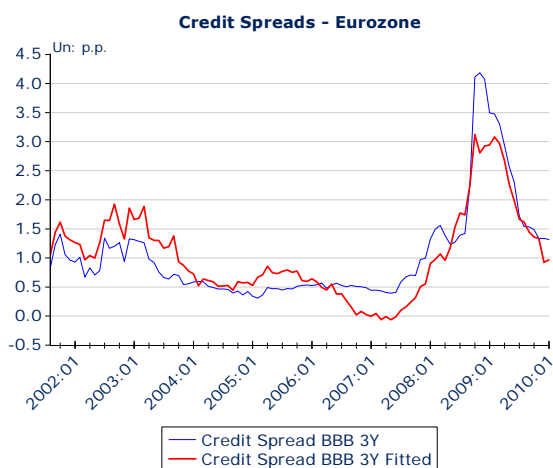
Com efeito, o próprio Fundo Monetário Internacional (FMI), no seu Relatório de Estabilidade Financeira Global, relatava uma descida do risco de crédito, motivada por uma diminuição generalizada do risco sistémico e pelo reatar da actividade económica. Consequentemente, o FMI estimava que os *writedowns* globais de créditos dos bancos e de outras instituições financeiras, para o período 2007-2010, tenham diminuído cerca de 600 mil milhões de dólares, relativamente às estimativas elaboradas no anterior relatório de Abril desse ano (sendo que esta “correção” resultou, essencialmente, dos bancos). As novas estimativas apontavam para 3.4 mil milhões de dólares de *writedowns* globais neste período. Todavia, o risco permanece ainda elevado, reflectindo o aumento do incumprimento de empréstimos. Com efeito, o FMI previa que os níveis de incumprimento apenas atingissem o seu máximo no final de 2009 ou no início de 2010, relativamente em linha com o padrão projectado pelo FMI para a Taxa de Desemprego das várias economias.

No entanto, apesar de mais esta queda no último trimestre, os *spreads* de crédito mantêm-se em níveis historicamente elevados, estando, ainda, afastados dos valores verificados antes da crise. Por exemplo, o *Itraxx* (5 Anos), entre meados de 2004 e meados de 2007, registou, em média, 33 p.b.. Com efeito, com as principais economias a recuperarem da mais grave recessão global desde a Grande Depressão dos anos 30, é expectável que a situação financeira de algumas empresas e das famílias (particularmente das que ainda possam ser atingidas pelo aumento do Desemprego) ainda venha a observar uma deterioração adicional. Existe, portanto, ainda, um significativo risco de crédito, o que, na prática, significa que os investidores exigem um prémio de risco adicional para investir no mercado de crédito.

Na verdade, não é líquido que os *spreads* de crédito vão convergir para a média histórica, pois esta, vê-se agora, subestimava o real risco de crédito, ou, pelo menos, não diferenciava, suficientemente, os riscos.

Ainda assim, de acordo com os modelos macroeconómicos de longo prazo desenvolvidos pelo Departamento de Estudos do Montepio, existem algumas evidências de que, apesar do

estreitamento, os *spreads* ainda exibam algum excesso de reacção na Zona Euro, embora menor que em períodos anteriores. Além disso, admite-se que as próprias estimativas futuras do nosso modelo comecem a apontar para valores mais baixos de *spreads*, reflectindo as expectáveis melhorias ao nível das principais variáveis macroeconómicas. Em todo o caso, esta situação de *spreads* relativamente exagerados é, por si só, criadora de dificuldades adicionais para os bancos e para as empresas não financeiras.



Ao nível das emissões, o sector bancário continuou a ser dominante na Europa, em 2009, tendo representado 53% do total de emissões. Em 2010, é de esperar que o sector bancário deixe de recorrer aos programas de garantias encetados pelos diversos Estados, porquanto podem, agora, aceder a financiamento a custo menor.

Continuamos a considerar que a normalização do mercado de crédito constitui uma condição necessária para o restabelecimento da confiança na generalidade dos mercados financeiros e para a consolidação da recuperação económica global. Os sinais da recuperação são, agora, bem mais consistentes e cada vez mais geograficamente disseminados. Todavia, o aumento do Desemprego continua a coarctar o reatar sustentável da actividade económica.

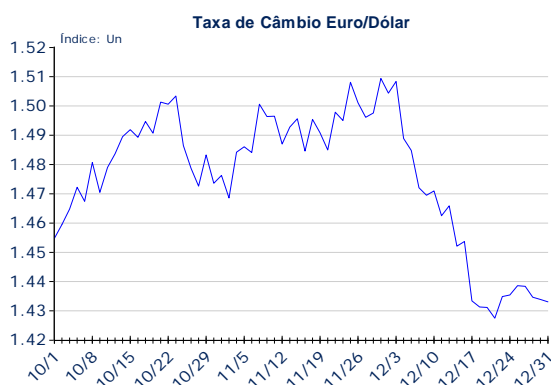
José Maria Pimentel
JVPimentel@Montepio.pt

Cambial – Dólar avança, em Dezembro, face ao Euro, registando uma apreciação no total do trimestre

No mercado cambial, a cotação Euro/Dólar acompanhou, tal como se vinha verificando desde Março, a tendência dos mercados accionistas durante grande parte do 4ºT2009. Em Dezembro, porém, verificou-se uma certa diluição desta correlação e o Dólar recuperou algum terreno enquanto os mercados accionistas valorizavam ligeiramente.

No mercado cambial, tal como se vinha verificando desde Março, o Dólar evoluiu paralelamente aos activos com risco, nomeadamente, às acções, durante os meses de Outubro e Novembro. Em Dezembro, esta tendência foi atenuada, e a correlação entre o Dólar e os mercados accionistas esbateu-se.

Assim, durante grande parte do mês de Outubro, o Dólar continuou a depreciar face ao Euro, ao mesmo tempo que os mercados accionistas registavam subidas, em virtude da continuação da divulgação de dados positivos para as maiores economias do mundo, mas que não colocavam em causa a manutenção das Taxas de Juro em mínimos históricos. Enquanto o Dólar continuava a depreciar face ao Euro, vários responsáveis do BCE alertaram os investidores para a sobrevalorização do Euro (que, entre outras coisas, prejudica as exportações europeias). No entanto, a atractividade das Taxas de Juro historicamente baixas e a maior rentabilidade dos activos estrangeiros potenciaram o financiamento em dólares.



Posteriormente, de novo, paralelamente aos mercados accionistas, o Dólar recuperou da

desvalorização verificada até então, com os investidores a fecharem os financiamentos em Dólar. Porém, nas semanas seguintes, a divisa americana voltou a cair e as acções a progredir, depois de a *Fed* ter reiterado a manutenção das Taxas de Juro inalteradas durante um período longo de tempo.

Em Novembro, o *Greenback* registou alguma oscilação, mas sem uma tendência definida, com os dados económicos positivos a serem contrabalançados por outros menos favoráveis, como o registo de Outubro da Taxa de Desemprego nos EUA. No entanto, a convicção do mercado de que a *Fed* iria manter as taxas de juro em níveis historicamente baixos durante um largo período de meses acabou por contribuir para uma desvalorização ligeira do Dólar durante o mês de Novembro, enquanto os índices accionistas avançaram ligeiramente.

Todavia, em Dezembro, o Dólar registou uma forte recuperação – passando a cotar perto dos 1.44 USD/EUR –, que não foi acompanhada por uma subida equivalente nos mercados accionistas, aliviando, assim, a correlação existente nos meses anteriores entre os dois mercados.

O grande ponto de inflexão foi a divulgação do Relatório de Emprego, nos EUA. Este dado, ao reforçar fortemente a confiança na recuperação económica naquele país, veio tornar mais plausível uma subida das taxas de juro por parte da *Fed* mais cedo do que o previsto, o que, naturalmente, tende a beneficiar o Dólar.

Posteriormente, o *downgrade* da dívida pública da Grécia direccionou as atenções dos investidores para a situação fiscal de alguns países da Zona Euro, criando algumas dúvidas em relação à viabilidade do Euro como moeda única em situações de crise, beneficiando, em consequência, a moeda americana.

Para além disso, num mês em que a Zona Euro esteve sob alguma pressão, foram divulgados alguns dados para os EUA que evidenciaram uma retoma mais rápida nesse país e, em consequência, tornaram mais provável uma subida das Taxas de Juro mais cedo do que o previsto. Entre estes, destacam-se a aceleração da Produção Industrial e a entrada em terreno positivo da Inflação Homóloga, ainda que tal tenha decorrido, essencialmente, da alteração dos efeitos

de base associados aos preços das *commodities*, dados que o mercado considerou relevantes no sentido de aumentar a probabilidade de uma subida das Taxas de Juro.

Houve, ainda, outros factores por detrás da apreciação do Dólar em Dezembro. Um deles prender-se-á com o aproximar do final do ano e a consequente vontade dos investidores de fecharem as suas posições de *carry trade*, que, sendo financiadas em dólares, conduziram a um aumento da procura da divisa americana. Finalmente, tem também influência o facto de alguns países, como o Brasil, terem imposto (ou ameaçado impor) restrições de capital sobre o influxo de capitais, com o intuito de evitar a sobreapreciação das suas moedas.

Num trimestre em que, apesar de tudo, se verificou uma tendência transversal de diminuição da aversão ao risco, o Euro acabou por apresentar o movimento esperado, depreciando face à Libra (-2.9%) e apreciando face ao Iene (+1.7%).

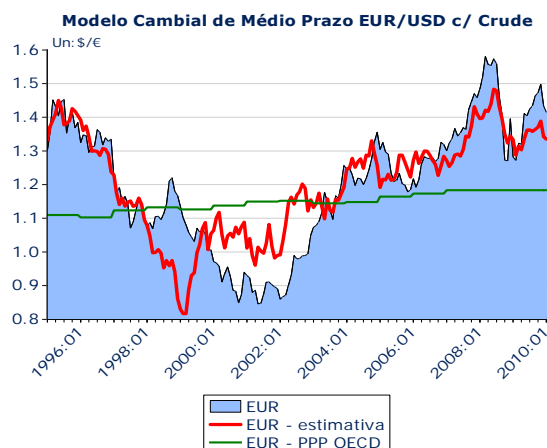
31-12-2009	Valor	Δ %	
		30-09-2009	31-12-2008
EUR/USD	1.433	-2.1%	2.7%
EUR/GBP	0.888	-2.9%	-7.3%
EUR/YEN	133.500	1.7%	5.4%
EUR/PLN	4.105	-2.3%	-1.0%
EUR/HUF	269.800	0.2%	1.6%
EUR/CHF	1.483	-2.3%	-0.5%
EUR/BRL	2.498	-3.5%	-22.6%
EUR/RUB	43.069	-2.1%	1.1%
EUR/INR	66.722	-5.3%	-1.8%
EUR/CNY	9.790	-2.1%	2.8%

As previsões de Consenso apontam para que o Dólar feche o ano de 2010 nos 1.44 Dólar/Euro.

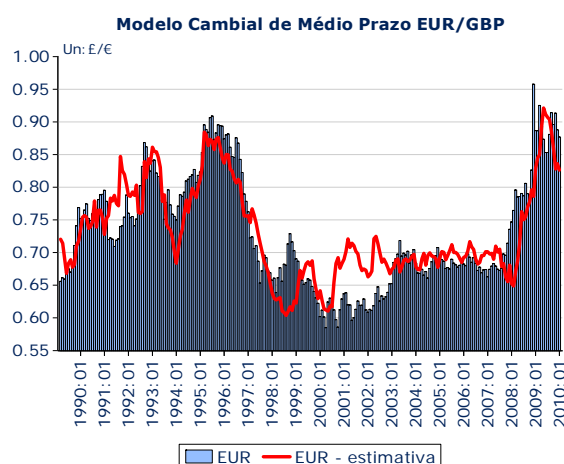
Moeda	Previsões de Consenso			
	Q110	Q210	Q310	Q410
USD	1.48	1.48	1.45	1.44
GBP	0.89	0.89	0.87	0.85
JPY	135.9	138.00	139.20	140.40
CHF	1.5	1.5	1.5	1.52
SEK	10	9.88	9.80	9.70
DKK	7.44	7.45	7.46	7.46
NOK	8.1	8.05	8.00	7.85
PLN	4	3.93	3.9	3.8
HUF	270	270.00	265.75	265.00
CZK	25.75	25.5	25.28	25
CAD	1.5244	1.51	1.51	1.51
BRL	2.59	2.516	2.465	2.4624
RUB	42.92	42.51	42.18	41.62
INR	66.6	65.12	63.829	62.8272
CNY	10.0936	9.99	9.61	9.48

De resto, esta tendência coincide com o que é indicado pelo modelo de previsão, desenvolvido pelo Departamento de Estudos do Montepio, para a cotação EUR/USD, baseado em componentes de médio e longo prazo (inflação e actividade), bem

como em componentes de curto prazo (taxas de juro), que aponta para que o Dólar esteja relativamente subavaliado.



Face à moeda britânica, as previsões de Consenso apontam para que, em 2010, a Libra aprecie face ao Euro, depois da valorização já verificada em 2009. Esta tendência coincide com o que é indicado pelo modelo de previsão, desenvolvido pelo Departamento de Estudos do Montepio, para a cotação EUR/GBP, baseado em componentes de médio e longo prazo (inflação e actividade), bem como em componentes de curto prazo (taxas de juro), que aponta para que a Libra esteja relativamente subavaliada.



José Maria Pimentel
JVPimentel@Montepio.pt

Commodities – Petróleo fecha trimestre a rondar os 80 dólares e Ouro volta a valorizar

Commodities evidenciam a melhor performance desde, pelo menos 1979, impulsionadas pela valorização quer do Crude quer do Ouro, em que nem a valorização do Dólar no final do trimestre foi suficiente para quebrar os ganhos registados, suportados pelas expectativas de uma recuperação económica global.

O mercado das *Commodities* registou um ano considerado excepcionalmente positivo (mas, essencialmente, porque o ano precedente foi, pelo contrário, o pior ano desde, pelo menos, 1970). Perante a mais grave recessão económica global desde os anos 30, a procura Chinesa foi determinante para compensar a quebra de procura por parte das economias mais desenvolvidas.

O ano fecha com nota positiva, com a maioria dos países da OCDE a emergir da recessão no 4º trimestre de 2009 e com um crescimento mais forte do que o esperado nos mercados emergentes.

Os preços das *commodities*, de uma forma geral, subiram, a avaliar pelo **Índice Compósito da Reuters/Jefferies CRB** (constituído por 19 matérias-primas), que registou uma subida anual de 23.46% face ao fecho de 2008, a maior subida desde 1979. Desde 30 de Setembro, o Índice avançou 9.25%, impulsionado pelas subidas do Petróleo, dos metais preciosos, bem como dos metais de base, sendo que as únicas quedas anuais que se registaram foram no Gás Natural, Trigo e Arroz.

O **Dollar Index**, uma medida calculada pelo *Chicago Mercantile Exchange*, que avalia a performance da divisa americana face às seis moedas globalmente mais representativas, subiu 1.6%, desde 30 de Setembro, para 77.86 pontos, e 3.98%, no mês de Dezembro. Nem a apreciação do Dólar, já no final do trimestre, foi suficiente para quebrar os ganhos verificados neste mercado. Embora as pressões inflacionistas de curto prazo sejam bastante diminutas, alguns investidores receiam que os bancos centrais, que têm levado a cabo uma Política Monetária altamente expansionista, não sejam suficientemente rápidos na retirada dos estímulos monetários, conduzindo a uma subida na Inflação.

A evolução dos preços do Petróleo no curto prazo está muito relacionada com os dados económicos que foram divulgados. A publicação de um conjunto de indicadores favoráveis para a economia dos EUA (designadamente, da Confiança dos Consumidores da *Conference Board*, do Índice de Preços das Casas da *S&P/Case-Shiller*, do *Chicago PMI* e do relatório semanal sobre o Desemprego Registado), dados que vieram reforçar os sinais de retoma económica da maior economia mundial, influenciando positivamente os mercados, por via de um aumento das expectativas de procura desta *commodity*. Os dados conhecidos sobre os gastos dos consumidores norte-americanos na época natalícia, bem como a revisão em alta do PIB chinês de 2008, contribuíram, também, para a valorização do *Crude*, com os mercados a reagirem positivamente

No que concerne ao **Petróleo**, em Londres, os preços do *Brent* seguiram uma trajetória em consonância com o *Crude*, fechando o 4ºT2009 com uma valorização de 12.8%, a negociar nos 77.90 dólares, e com ganhos anuais de 70.9%.

Em Nova Iorque, o **WTI Crude** valorizou 12.4% desde 30 de Setembro, a negociar nos 79.4 dólares e terminando o ano de 2009 a registar o maior ganho anual da década (+77.9%), atingindo níveis que já não se verificavam desde Outubro de 2008, mas depois de, em 2008, ter observado a maior queda desde, pelo menos, 1984 (-53.5%).

Cotações dos contratos de Futuros com vencimento mais próximo

31-12-2009	Valor	Δ %	
		30-09-2009	31-12-2008
ICE Brent Crude	77.9	12.8%	70.9%
NYMEX WTI Crude	79.4	12.4%	77.9%

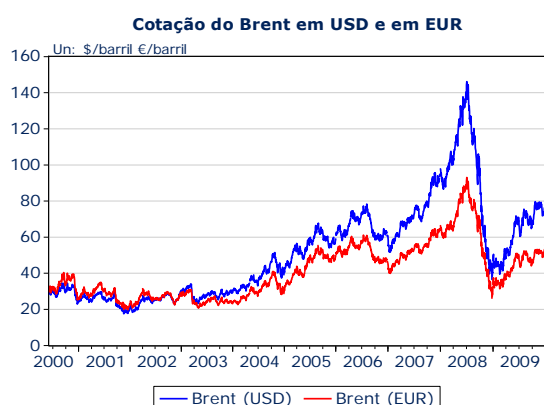
O que veio confirmar a previsão feita no nosso anterior comentário, de que, se as perspectivas fossem de uma recuperação mais rápida (na gíria, a chamada recuperação em "V"), a procura global de *Crude* iria acompanhar essa recuperação e os preços tenderiam a subir. É, no fundo, este raciocínio que tem estado subjacente aos investidores nos últimos tempos. Não obstante, como temos vindo a afirmar, a debilidade da economia internacional poderá não estar preparada para subidas adicionais nos preços, que tendem a corroer o poder de compra dos consumidores, algo que, recorde-se, sucedeu durante o ano de 2008 e que foi, certamente, uma

das causas para a entrada da economia em recessão.

A tensão social e política verificada no Irão, que, enquanto um dos maiores produtores da região do Médio Oriente, provocou alguma turbulência neste mercado (já o tínhamos verificado, aquando da intrusão das suas tropas em território iraquiano), exercendo alguma pressão sobre o preço desta matéria-prima.

A vaga de baixas temperaturas, abaixo do normal, que se fizeram sentir, sobretudo, no último mês do trimestre, é uma das razões a apontar como influenciadora na valorização do *Crude*, visto que impulsiona o consumo de energia, tendo conduzido a uma redução de *stocks* de Petróleo e de Produtos Destilados, que incluem combustível para aquecimento.

Segundo os dados divulgados pela Agência Internacional de Energia (AIE), no dia 11 de Dezembro, o crescimento da procura mundial de Petróleo vai acelerar em 2010, à medida que o mundo recupera da desaceleração económica. O relatório mensal da AIE reviu em alta a sua estimativa para o crescimento da procura de Petróleo para 2010, tendo estimado que a procura global de Petróleo vai subir em 2010 quase 1.5 milhões de barris de Petróleo por dia, ou 1.7%, para 86.3 milhões de barris por dia, e a taxa de crescimento da procura também deverá subir, com o aumento do consumo de combustível a ser liderado por países como a Índia e a China.



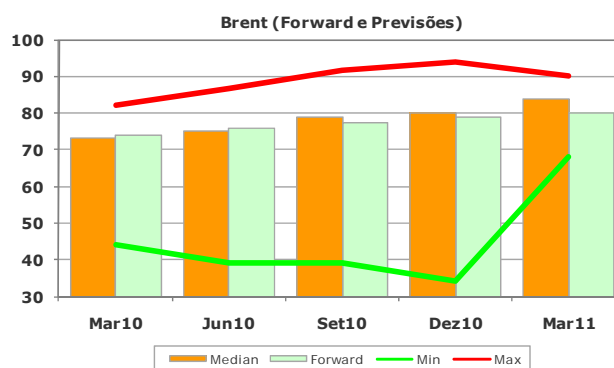
O Departamento de Energia norte-americano (*DoE*), na mesma semana, reviu em baixa a estimativa de consumo para o Petróleo, face à AIE, perspectivando que a procura global de Petróleo, em 2010, situar-se-á em torno de 85.2 milhões de

barris por dia, 1.1 milhões de barris por dia abaixo do estimado pela AIE, destacando uma recuperação mais fraca de importantes consumidores como os Estados Unidos.

No *Oil Market Report* de Dezembro, publicado pela OPEP, a entidade deu conta que, no ano de 2009, relativamente à procura de Petróleo, existiu uma contracção no consumo de 1.4 milhões de barris por dia, não obstante a recuperação verificada no 4ºT2009, impulsionada, maioritariamente, pela expectativa de retoma da economia internacional. No mesmo relatório é traçado um cenário de recuperação do consumo desta *commodity* para 2010, com um aumento diário de 0.8 milhões de barris (valor revisto em alta, em 70 mil barris por dia), com os países não pertencentes à OCDE a desempenharem um papel fundamental nesta retoma.

Em suma, a robustez da recuperação económica irá ditar a evolução da procura, num contexto em que os *stocks* mundiais de Petróleo permaneçam muito elevados em termos históricos.

Tanto as estimativas de Consenso da *Bloomberg*, como os contratos de futuros, apontam para que o preço do *Brent* feche o 1ºT2010 um pouco acima dos 70 dólares (em cerca de 73 e 74 dólares por barril, respectivamente).



Nota: Os *forwards* são calculados para o final do trimestre baseados nos preços dos contratos de futuro que se vencem nos meses imediatamente antes e depois do final do trimestre.

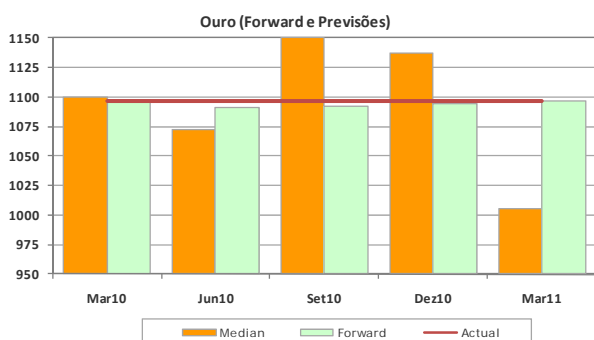
Relativamente aos metais preciosos, o **Ouro** (*spot*), depois de passar a barreira dos 1 000 dólares por onça, em Setembro, o que já não acontecia desde Março de 2008 (contrariamente aos futuros, que ultrapassaram aquele limiar em Fevereiro), fechou o ano em 1 097 dólares por onça. Enquanto “moeda internacional”, o metal amarelo foi penalizado, durante o mês de

Dezembro, pela apreciação do Dólar face ao Euro, bem como face às principais moedas, patente na subida do *Dollar Index*, mas, também, pela redução da procura enquanto investimento de refúgio, decorrente da redução da aversão ao risco. Em todo o caso, o Ouro valorizou 8.9% desde 30 de Setembro, 24.4% em termos anuais, o 9º ano consecutivo de valorização e o maior ciclo de ganhos desde, pelo menos, 1951.

Cotações Spot do Ouro e da Prata

31-12-2009	Valor	Δ %	
		30-09-2009	31-12-2008
Ouro Spot \$/OZ	1097.0	8.9%	24.4%
Prata Spot \$/OZ	16.9	1.4%	48.2%

As estimativas do preço do Ouro, com base nos contratos de futuros, apontam para que, no final do ano, as cotações rondem o actual valor. No entanto, as estimativas de Consenso apontam para um valor superior, nos 1 137 dólares por onça.



Nota: Vide nota anterior.

Quanto à **Prata**, para entrega imediata, também subiu, embora ligeiramente (+1.4%), para 16.9 dólares por onça, desde 30 de Setembro, e 48.2%, desde o início do ano.

Por sua vez, no mercado de **metais de base**, os indicadores económicos mais positivos sobre a actividade das maiores economias mundiais têm levado a subidas acentuadas, nomeadamente no **Cobre**, que subiu 140.2%, em 2009. Esta valorização foi impulsionada, no final do trimestre, pelas pressões grevistas dos trabalhadores chilenos, o maior produtor mundial do minério, da *Coldeco*, a 2ª maior empresa de extracção de cobre. A evolução próxima destas matérias-primas estará, também, dependente da continuidade dos estímulos económicos e do crescimento da produção industrial, nomeadamente da China (maior consumidor mundial de metais de base), onde a recente forte procura de metais tem sido,

essencialmente, direccionada para a acumulação de *stocks*.

Cotações da LME (Londres) para entrega a 3 meses

31-12-2009	Valor	Δ %	
		30-09-2009	31-12-2008
Alumínio USD/Ton	2 230.0	18.0%	44.8%
Cobre USD/Ton	7 375.0	19.7%	140.2%
Zinco USD/ton	2 560.0	30.0%	111.9%
Estanho USD/Ton	16 950.0	13.8%	58.4%
Níquel USD/Ton	18 525.0	3.5%	58.3%

As estimativas do preço do Cobre, com base nos contratos de futuros, apontam para uma ligeira subida no 1ºT2010, enquanto as estimativas de Consenso sugerem que o preço actual está sobreavaliado.

O **Alumínio**, por sua vez, subiu 18.0% desde 30 de Setembro, sendo o papel da China na recuperação da procura mundial, mais uma vez, fundamental. Em 2010, a China deverá consumir 1 milhão de toneladas, a mesma quantidade do resto do Mundo. No entanto, as estimativas de Consenso apontam para uma descida considerável dos preços ao longo do ano. Contrariamente, os contratos de futuros apontam para uma continuidade nas subidas generalizadas ao longo do ano.

Forwards e Previsões

	31-12-2009		Trimestral - Fim de Período				
			Q110	Q210	Q310	Q410	Q111
Alumínio USD/Ton	2230.0	Previsão	2200.0	2050.0	2000.0	2125.0	1200.0
LME		Forward	2368.5	2359.5	2374.3	2385.1	-
Cobre USD/Ton	7375.0	Previsão	6500.0	6267.5	6500.0	6670.5	4079.0
LME		Forward	7396.6	7397.2	7401.6	7394.5	-
Zinco USD/ton	2560.0	Previsão	2200.0	2050.0	2000.0	2125.0	1200.0
LME		Forward	2368.5	2359.5	2374.3	2385.1	-
Estanho USD/Ton	16950.0	Previsão	15741.5	15250.0	15250.0	15660.0	12500.0
LME		Forward	17748.4	17799.3	17821.5	17835.6	-

Quanto às **commodities agrícolas**, sem excepções, fecharam o trimestre com subidas generalizadas dos preços. Contudo, as variações positivas verificadas desde 30 de Setembro não se revelaram suficientes para combater anteriores quedas, no caso do Arroz e do Trigo (-5.1% e -11.3%, variações anuais, respectivamente).

Cotações dos contratos com vencimento mais próximo

31-12-2009	Valor	Δ %	
		30-09-2009	31-12-2008
Milho cent\$/bu	414.50	20.5%	1.8%
Café Arábica cent\$/lbs	135.95	6.4%	21.3%
Trigo cent\$/bu	541.50	18.4%	-11.3%
Cacau \$/ton	3289.00	4.7%	23.4%
Algodão cent\$/lbs	75.60	23.2%	54.2%
Açúcar cent\$/lbs	26.95	11.7%	128.2%
Arroz \$/cwt	14.57	9.4%	-5.1%
Soja cent\$/bu	1039.75	12.2%	6.9%

Do lado das subidas, destaca-se o **Açúcar**, cujo preço continuou a avançar (+11.7%, desde 30 de Setembro, e +128.2%, em 2009), atingindo o valor mais elevado das últimas duas décadas, com a especulação de que a produção global ficará aquém da procura, depois de a Índia ter registado o mês de Junho mais seco desde 1983 e do Brasil ter sofrido com chuvas intensas, factores que influenciaram a produção dos dois maiores produtores mundiais.

Forwards e Previsões

	31-12-2009		Trimestral - Fim de Período				
			Q110	Q210	Q310	Q410	Q111
Milho cent\$/bu	414.5	Previsão	422.5	450.0	450.0	477.5	-
CBOT		Forward	372.7	380.6	391.9	399.1	408.7
Café Arábica cent\$/lbs	136.0	Previsão	136.5	139.0	137.5	135.0	-
NYBOT		Forward	140.3	142.2	144.3	146.2	147.8
Trigo cent\$/bu	541.5	Previsão	560.0	598.0	600.0	614.0	-
CBOT		Forward	508.3	518.2	541.9	569.2	590.6
Cacau \$/ton	3289.0	Previsão	3163.0	3083.0	3050.0	3000.0	-
NYBOT		Forward	3418.4	3458.7	3467.0	3457.5	3455.2
Algodão cent\$/lbs	75.6	Previsão	70.0	70.0	73.0	75.0	-
NYBOT		Forward	71.7	73.0	72.8	73.3	74.5
Arroz \$/cwt	14.6	Previsão	-	-	-	-	-
CBOT		Forward	14.3	14.6	13.9	14.0	14.3
Soja cent\$/bu	1039.8	Previsão	1010.0	1050.0	1062.5	1100.0	-
CBOT		Forward	961.0	962.0	950.0	938.2	950.1

Assim, as expectativas para a evolução dos preços das *commodities*, expressas nos contratos de futuros e nas previsões de Consenso dos analistas do sector, apontam para uma subida do preço no caso do Trigo, não existindo, ainda, dados disponíveis quanto ao Arroz para o 1ºT2010. No que diz respeito aos *forwards*, calculados com base nos contratos de futuros, apontam para 508.3 centimos/alqueire e 14.3 dólares/cwt, respectivamente. As previsões dos analistas são muito mais optimistas e perspectivam uma forte subida para 560 centimos/alqueire, no caso do Trigo.

Gustavo Romão
GCRomao@Montepio.pt

Previsões de Indicadores Económicos

País	Variável	Fim de Período									
		Q408	Q109	Q209	Q309	Q409	Q110	Q210	Q310	Q410	Q111
Zona Euro	PIB (QoQ)*	-1.90	-2.50	-0.10	0.40	0.40	0.20	0.40	0.30	-	-
	PIB (YoY)	-1.80	-5.00	-4.80	-4.00	-1.80	0.90	1.40	1.30	1.40	1.30
	Inflação (YoY)	1.60	0.60	-0.10	-0.30	0.90	1.20	1.20	1.65	1.50	1.30
	Taxa Desemprego	8.20	9.10	9.40	9.80	10.00	10.20	10.40	10.60	10.70	11.00
	Refi Rate	2.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.50	1.75
	Taxa de Juro a 3 Meses	2.89	1.51	1.10	0.75	0.70	0.89	1.12	1.33	1.63	1.97
	Dívida Pública 2 Anos (Alemanha)	1.76	1.24	1.37	1.27	1.33	1.61	1.82	2.13	2.40	2.90
Dívida Pública 10 Anos (Alemanha)	2.95	2.99	3.39	3.22	3.39	2.75	3.10	3.41	3.74	4.30	
EUA	PIB (QoQ Anualizado)	-5.40	-6.40	-0.70	2.20	4.00	2.70	2.90	2.80	2.90	3.00
	PIB (YoY)**	-1.90	-3.30	-3.80	-2.60	-0.20	2.06	3.00	3.10	2.90	2.90
	Inflação (YoY)	0.10	-0.40	-1.40	-1.30	2.70	2.70	2.20	2.00	1.80	2.10
	Taxa Desemprego	7.40	8.60	9.50	9.80	10.00	10.20	10.10	9.90	9.70	9.40
	Balança Corrente (% do PIB)	-4.92	-4.45	-3.83	-3.27	-3.20	-3.40	-3.50	-3.50	-3.60	-3.60
	Saldo Orçamental (% do PIB)	-4.70	-6.50	-8.90	-9.90	-10.10	-10.10	-9.30	-9.10	-8.60	-7.10
	Fed Funds	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.25
	Taxa de Juro a 3 Meses	1.43	1.19	0.60	0.29	0.25	0.34	0.51	0.75	1.20	1.66
	Dívida Pública EUA 2 Anos	0.76	0.80	1.11	0.94	1.14	1.09	1.36	1.64	2.00	2.45
	Dívida Pública EUA 10 Anos	2.21	2.66	3.53	3.31	3.84	3.73	3.91	4.06	4.20	4.47
	Taxa de Câmbio EUR/USD	1.40	1.32	1.41	1.46	1.43	1.47	1.47	1.45	1.44	-
Reino Unido	PIB (QoQ)*	-1.80	-2.50	-0.60	-0.20	0.10	0.70	0.50	0.60	0.00	-
	PIB (YoY)	-2.00	-5.00	-5.50	-5.10	-3.20	-0.10	1.10	1.90	2.00	-
	Inflação (YoY)	3.90	3.03	2.10	1.50	2.10	3.20	2.70	2.30	2.00	1.50
	Taxa Desemprego	6.20	6.83	7.57	7.83	8.00	8.10	8.20	8.20	8.20	8.00
	Balança Corrente (% do PIB)	-1.57	-1.53	-1.49	-1.28	-1.60	-1.80	-2.00	-2.10	-2.20	-
	Repo Rate	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.53	0.75	1.00	1.39
	Taxa de Juro a 3 Meses	2.77	1.65	1.19	0.54	0.61	0.74	0.92	1.14	1.58	1.86
	Dívida Pública 2 Anos	1.05	1.19	1.33	0.88	1.32	1.44	1.64	1.98	2.34	2.81
	Dívida Pública 10 Anos	3.02	3.17	3.69	3.59	4.02	4.06	4.16	4.33	4.45	4.58
	Taxa de Câmbio EUR/GBP	0.96	0.93	0.85	0.91	0.89	0.89	0.89	0.87	0.85	-
Japão	PIB (QoQ Anualizado)	-10.20	-11.90	2.70	1.30	1.60	0.90	1.00	1.40	1.50	1.80
	PIB (YoY)**	-4.10	-8.90	-5.80	-5.10	-1.70	1.60	1.20	1.20	1.20	-
	Inflação (YoY)	1.03	-0.13	-1.00	-2.23	-1.60	-1.40	-1.50	-1.40	-1.20	-1.00
	Taxa Desemprego	4.03	4.43	5.20	5.50	5.75	5.60	5.80	5.50	5.40	5.25
	Balança Corrente (% do PIB)	3.24	2.50	2.42	2.43	2.75	3.30	3.30	3.50	3.50	3.40
	Taxa do Banco Central	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Taxa de Juro a 3 Meses	0.83	0.60	0.46	0.35	0.28	0.31	0.29	0.31	0.34	0.20
	Dívida Pública 2 Anos	0.38	0.42	0.32	0.25	0.15	0.20	0.24	0.25	0.28	0.15
	Dívida Pública 10 Anos	1.17	1.35	1.36	1.30	1.30	1.30	1.37	1.40	1.55	1.71
Taxa de Câmbio EUR/JPY	126.67	131.43	135.31	131.32	133.50	133.96	136.40	139.00	140.40	-	
Canadá	PIB (YoY)	-0.90	-2.77	-3.97	-4.03	3.40	3.50	3.50	3.20	-	-
	Inflação (YoY)	1.93	1.23	0.07	-0.87	0.80	1.40	1.40	1.80	-	-
	Taxa Desemprego	6.43	7.63	8.33	8.57	8.53	8.50	8.50	8.40	-	-
	Balança Corrente (% do PIB)	0.51	-0.35	-1.55	-2.65	-3.00	-2.70	-2.50	-2.20	-	-
	Taxa do Banco Central	1.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	Taxa de Juro a 3 Meses	2.18	1.00	0.60	0.50	0.47	0.27	0.43	0.75	1.28	1.79
	Dívida Pública 2 Anos	1.10	1.08	1.21	1.27	1.48	1.43	1.70	1.99	2.25	2.57
	Dívida Pública 10 Anos	2.68	2.78	3.36	3.31	3.61	3.56	3.79	3.97	4.20	4.14
Taxa de Câmbio EUR/CAD	1.70	1.67	1.63	1.57	1.50	1.51	1.51	1.51	1.51	-	
Brasil	PIB (QoQ)*	-2.90	-1.00	1.10	1.30	2.50	0.90	0.20	0.40	-	-
	PIB (YoY)	0.81	-2.14	-1.63	-1.22	3.95	5.90	5.00	4.00	-	-
	Inflação (YoY)	6.23	5.78	5.18	4.40	4.23	4.30	3.90	4.25	4.35	-
	Taxa Desemprego	7.30	8.57	8.60	7.93	7.10	8.10	7.70	7.30	6.40	-
	Taxa do Banco Central	13.75	11.25	9.25	8.75	8.75	8.75	9.00	9.50	10.25	10.75
	Dívida Pública 2 Anos	12.29	10.50	10.52	11.44	12.01	10.51	10.65	10.79	11.09	-
	Taxa de Câmbio EUR/BRL	3.23	3.06	2.76	2.59	2.50	2.57	2.50	2.47	2.46	-
China	PIB (YoY)	6.80	6.20	7.90	9.10	10.70	10.00	9.30	9.10	-	-
	Inflação (YoY)	2.53	-0.60	-1.53	-1.27	0.67	2.15	2.75	2.90	-	-
	Taxa de Juro a 3 Meses	0.92	0.84	0.90	1.30	1.27	1.42	1.68	1.80	2.00	-
	Dívida Pública 2 Anos	1.27	1.35	1.25	1.64	1.65	2.08	2.20	2.40	2.70	-
	Dívida Pública 10 Anos	2.76	3.16	3.21	3.51	3.64	3.62	3.74	3.83	4.07	-
	Taxa de Câmbio EUR/CNY	9.52	9.04	9.60	10.00	9.79	10.03	9.92	9.61	9.48	-
Índia	PIB (YoY)	5.80	5.80	6.10	7.90	6.35	6.95	7.60	8.00	-	-
	Inflação (YoY)	10.20	9.37	8.87	11.75	-	-	-	-	-	-
	Dívida Pública 2 Anos	5.00	5.56	5.43	5.89	5.63	5.96	5.90	6.25	6.50	-
	Dívida Pública 10 Anos	5.26	7.01	7.01	7.16	7.59	7.85	8.01	8.14	8.27	-
Taxa de Câmbio EUR/INR	67.91	67.13	67.30	70.44	66.72	66.15	64.68	63.83	62.83	-	
Rússia	PIB (YoY)	1.20	-9.80	-10.90	-8.90	-4.30	4.55	4.80	3.00	3.20	-
	Inflação (YoY)	13.77	13.77	12.47	11.43	9.20	6.75	6.45	6.70	8.25	8.20
	Taxa Desemprego	7.13	9.10	8.53	7.97	8.20	8.50	8.20	7.80	7.70	8.00
	Taxa de Câmbio EUR/RUB	42.59	44.96	43.76	43.98	43.07	42.63	42.22	41.95	41.62	-

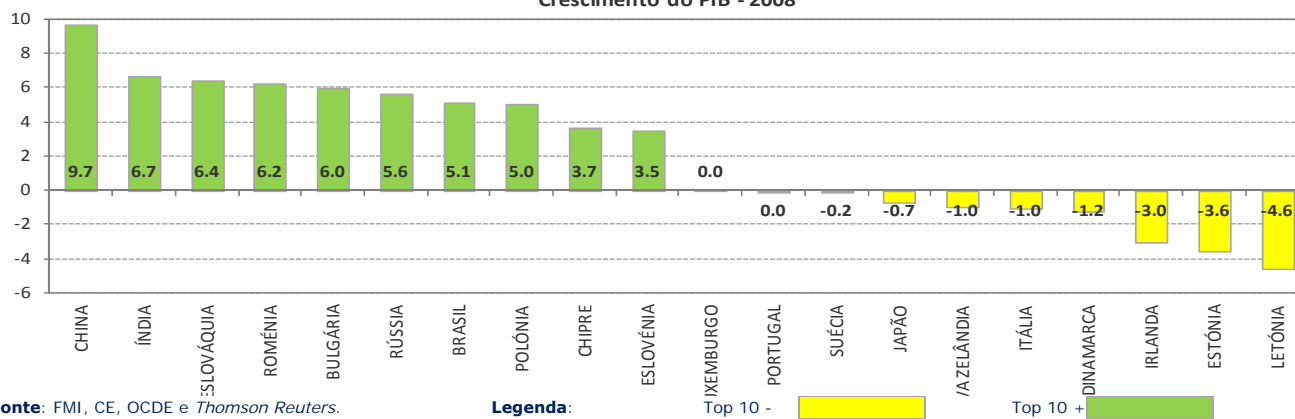
Nota: Os dados a sombreado referem-se a dados efectivamente registados, sendo que os restantes referem-se a estimativas de consenso.

* Previsões estimadas com base na variação (YoY). ** Previsões estimadas com base na variação (QoQ).

País	Crescimento do PIB (% média anual)								
				03-11-09		01-10-09		19-11-09	
	2006	2007	2008	CE		FMI		OCDE	
ZONA EURO	3.0	2.8	0.6	-4.0	0.7	-4.2	0.3	-4.0	0.9
PORTUGAL	1.4	1.9	0.0	-2.9	0.3	-3.0	0.4	-2.8	0.8
ALEMANHA	3.2	2.5	1.3	-5.0	1.2	-5.3	0.3	-4.9	1.4
FRANÇA	2.2	2.3	0.4	-2.2	1.2	-2.4	0.9	-2.3	1.4
ITÁLIA	2.0	1.6	-1.0	-4.7	0.7	-5.1	0.2	-4.8	1.1
ESPAÑA	4.0	3.6	0.9	-3.7	-0.8	-3.8	-0.7	-3.6	-0.3
IRLANDA	5.4	6.0	-3.0	-7.5	-1.4	-7.5	-2.5	-7.5	-2.3
PAÍSES BAIXOS	3.4	3.6	2.0	-4.5	0.3	-4.2	0.7	-4.3	0.7
BÉLGICA	2.8	2.9	1.0	-2.9	0.6	-3.2	0.0	-3.1	0.8
ÁUSTRIA	3.5	3.5	2.0	-3.7	1.1	-3.8	0.3	-3.8	0.9
FINLÂNDIA	4.9	4.2	1.0	-6.9	0.9	-6.4	0.9	-6.9	0.4
GRÉCIA	4.5	4.5	2.0	-1.1	-0.3	-0.8	-0.1	-1.1	-0.7
LUXEMBURGO	5.6	6.5	0.0	-3.6	1.1	-4.8	-0.2	-3.9	2.4
ESLOVÉNIA	5.8	6.8	3.5	-7.4	1.3	-4.7	0.6	-7.9	2.7
CHIPRE	4.1	4.4	3.7	-0.7	0.1	-0.5	0.8		
MALTA	3.8	3.7	2.1	-2.2	0.7	-2.1	0.5		
ESLOVÁQUIA	8.5	10.4	6.4	-5.8	1.9	-4.7	3.7	-5.8	2.0
REINO UNIDO	2.9	2.6	0.6	-4.6	0.9	-4.4	0.9	-4.7	1.2
SUÉCIA	4.2	2.6	-0.2	-4.6	1.4	-4.8	1.2	-4.7	2.0
DINAMARCA	3.3	1.6	-1.2	-4.5	1.5	-2.4	0.9	-4.5	1.3
POLÓNIA	6.2	6.8	5.0	1.2	1.8	1.0	2.2	1.4	2.5
REPÚBLICA CHECA	6.8	6.1	2.5	-4.8	0.8	-4.3	1.3	-4.4	2.0
HUNGRIA	4.0	1.0	0.6	-6.5	-0.5	-6.7	-0.9	-6.9	-1.0
ESTÓNIA	10.0	7.2	-3.6	-13.7	-0.1	-14.0	-2.6	-14.4	-0.8
LETÓNIA	12.2	10.0	-4.6	-18.0	-4.0	-18.0	-4.0		
LITUÂNIA	7.8	9.8	2.8	-18.1	-3.9	-18.5	-4.0		
BULGÁRIA	6.3	6.2	6.0	-5.9	-1.1	-6.5	-2.5		
ROMÉNIA	7.9	6.3	6.2	-8.0	0.5	-8.5	0.5		
SUIÇA	3.6	3.6	1.8	-2.4	-0.1	-2.0	0.5	-1.9	0.9
NORUEGA	2.3	3.1	2.1	-2.2	0.6	-1.9	1.3	-1.4	1.3
ISLÂNDIA	4.3	5.6	1.3	-9.8	1.9	-8.5	-2.0	-7.0	-2.1
TURQUIA	6.9	4.7	0.9	-5.8	2.8	-6.5	3.7	-6.5	3.7
EUA	2.7	2.1	0.4	-2.5	2.2	-2.7	1.5	-2.5	2.5
CANADÁ	3.1	2.7	0.4	-2.6	2.1	-2.5	2.1	-2.7	2.0
JAPÃO	2.0	2.3	-0.7	-5.9	1.1	-5.4	1.7	-5.3	1.8
COREIA DO SUL	5.2	5.1	2.2	-1.3	2.1	-1.0	3.6	0.1	4.4
MÉXICO	4.8	3.2	1.3	-7.3	3.1	-7.3	3.3	-8.0	2.7
AUSTRÁLIA	3.3	3.7	3.0	1.0	2.7	0.7	2.0	0.8	2.4
NOVA ZELÂNDIA	1.8	3.1	-1.0	-0.3	2.1	-2.2	2.2	-0.7	1.5
BRASIL	4.0	5.7	5.1	-0.4	4.2	-0.7	3.5	0.0	4.8
CHINA	11.7	13.0	9.7	8.7	9.6	8.5	9.0	8.3	10.2
ÍNDIA	9.8	9.0	6.7	5.7	6.4	5.4	6.4	6.1	7.3
RÚSSIA	7.7	8.1	5.6	-7.2	2.3	-7.5	1.5	-8.7	4.9

Nota: Os dados de 2006/08 são da CE.

Crescimento do PIB - 2008



Fonte: FMI, CE, OCDE e Thomson Reuters.

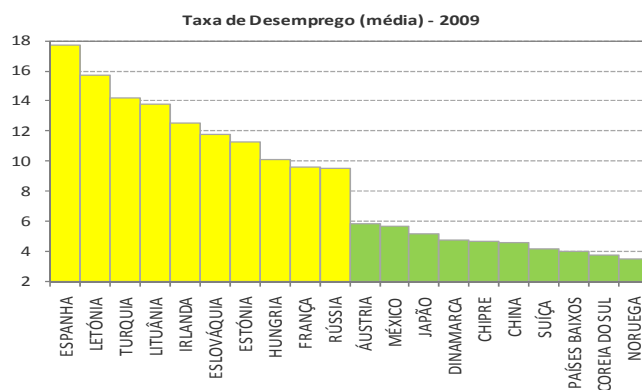
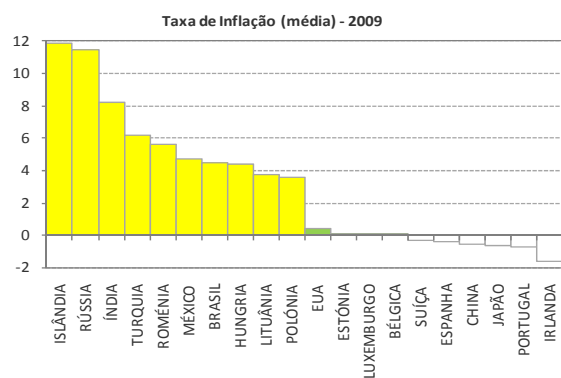
Legenda:

Top 10 -

Top 10 +

País	Inflação (% média anual)						Taxa de Desemprego (% da população activa)					
	03-11-09		01-10-09		19-11-09		03-11-09		01-10-09		19-11-09	
	CE	2010	FMI	2010	OCDE	2010	CE	2010	FMI	2010	OCDE	2010
ZONA EURO	0.3	1.1	0.3	0.8	0.2	0.9	9.5	10.7	9.9	11.7	9.4	10.6
PORTUGAL	-1.0	1.3	-0.6	1.0	-0.9	0.7	9.0	9.0	9.5	11.0	9.2	10.1
ALEMANHA	0.3	0.8	0.1	0.2	0.2	1.0	7.7	9.2	8.0	10.7	7.6	9.2
FRANÇA	0.1	1.1	0.3	1.1	0.1	1.0	9.5	10.2	9.5	10.3	9.1	9.9
ITÁLIA	0.8	1.8	0.7	0.9	0.7	0.9	7.8	8.7	9.1	10.5	7.6	8.5
ESPAÑA	-0.4	0.8	-0.3	0.9	-0.4	0.8	17.9	20.0	18.2	20.2	18.1	19.3
IRLANDA	-1.5	-0.6	-1.6	-0.3	-1.7	-0.7	11.7	14.0	12.0	15.5	11.9	14.0
PAÍSES BAIXOS	1.1	0.9	0.9	1.0	0.9	0.3	3.4	5.4	3.8	6.6	3.7	5.2
BÉLGICA	0.0	1.3	0.2	1.0	-0.1	1.0	8.2	9.9	8.7	9.9	7.9	8.9
ÁUSTRIA	0.5	1.3	0.5	1.0	0.3	0.6	5.5	6.0	5.3	6.4	5.8	7.1
FINLÂNDIA	1.8	1.6	1.0	1.1	1.7	1.5	8.5	10.2	8.7	9.8	8.3	9.7
GRÉCIA	1.2	1.4	1.1	1.7	1.2	2.0	9.0	10.2	9.5	10.5	9.3	10.4
LUXEMBURGO	0.0	1.8	0.2	1.8	-0.1	1.6	6.2	7.3	6.8	6.0	5.9	7.1
ESLOVÉNIA	0.9	1.7	0.5	1.5	0.7	1.1	6.7	8.3	6.2	6.1		
CHIPRE	0.8	3.1	0.4	1.2			5.6	6.6	5.6	5.9		
MALTA	2.0	2.0	2.1	1.9			7.1	7.4	7.3	7.6		
ESLOVÁQUIA	1.1	1.9	1.5	2.3	1.0	1.7	7.8	8.7	7.6	9.3	8.0	9.3
REINO UNIDO	2.0	1.4	1.9	1.5	2.1	1.7	8.5	10.2	8.5	8.2	8.2	10.3
SUÉCIA	1.9	1.7	2.2	2.4	-0.3	1.4	4.5	5.8	3.5	4.2	5.9	6.9
DINAMARCA	1.1	1.5	1.7	2.0	1.3	1.4	8.4	9.9			8.4	9.6
POLÓNIA	3.9	1.9	3.4	2.6	3.5	2.2	6.9	7.9	7.9	9.8	6.9	8.4
REPÚBLICA CHECA	0.6	1.5	1.0	1.1	1.1	1.4	12.3	12.8	10.8	10.3	11.6	12.7
HUNGRIA	4.3	4.0	4.5	4.1	4.5	4.0	10.5	11.3			9.9	10.3
ESTÓNIA	0.2	0.5	0.0	-0.3	0.0	0.1	13.6	15.2				
LETÓNIA	3.5	-3.7	3.1	-3.5			16.9	19.9				
LITUÂNIA	3.9	-0.7	3.5	-2.9			14.5	17.6				
BULGÁRIA	2.4	2.3	2.7	1.6			7.0	8.0				
ROMÉNIA	5.7	3.5	5.5	3.6			9.0	8.7				
SUIÇA	0.1	0.4	-0.4	0.5	-0.6	0.6	4.8	6.4	3.5	4.5	4.3	4.9
NORUEGA	1.7	1.1	2.3	1.8	2.3	1.6	4.8	5.0	3.3	3.8	3.3	3.7
ISLÂNDIA	12.0	7.0	11.7	4.4	11.9	5.8	9.1	10.9	8.6	10.5	7.1	7.0
TURQUIA	6.1	5.6	6.2	6.8	6.3	5.7	13.5	13.9			14.6	15.2
EUA	-0.5	0.8	-0.4	1.7	-0.4	1.7	9.2	10.1	9.3	10.1	9.2	9.9
CANADÁ	0.6	1.2	0.1	1.3	0.4	1.3	8.3	8.6	8.3	8.6	8.3	8.7
JAPÃO	-1.2	-0.4	-1.1	-0.8	-1.2	-0.9	5.8	6.3	5.4	6.1	5.2	5.6
COREIA DO SUL	2.7	2.0	2.6	2.5	2.7	2.8	3.9	3.9	3.8	3.6	3.8	3.6
MÉXICO	7.7	3.2	5.4	3.5	5.4	4.2					5.7	6.3
AUSTRÁLIA	2.8	2.2	1.6	1.5	1.6	2.4	6.2	7.7	6.0	7.0	5.7	6.3
NOVA ZELÂNDIA	1.8	1.2	1.5	1.0	2.3	2.2	6.3	7.9	5.9	7.9	6.1	7.1
BRASIL			4.8	4.1	4.2	4.4						
CHINA			-0.1	0.6	-1.1	0.1						
ÍNDIA			8.7	8.4	7.8	7.1						
RÚSSIA	10.5	9.0	12.3	9.9	11.7	6.9	7.2	6.8				

Nota: Cálculo da Inflação - CE: IPCH quando disponível, IPC para os restantes países, com excepção de CA, KR, MX, AU, NZ, em que é utilizado o deflador do consumo privado. OCDE: IPCH ou IPC caso contrário. FMI: IPC.



Fonte: FMI, CE e OCDE.

Legenda:

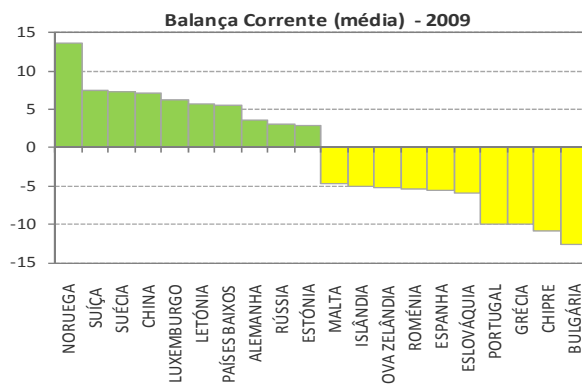
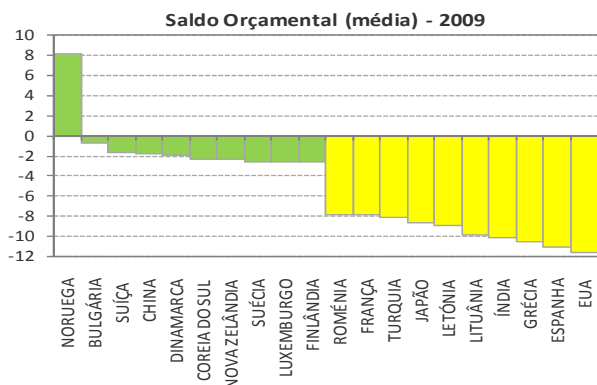
Top 10 -



Top 10 +



País	Saldo Orçamental						Balança Corrente					
	(% do PIB)						(% do PIB)					
	03-11-09		01-10-09		19-11-09		03-11-09		01-10-09		19-11-09	
	CE	2010	FMI	2010	OCDE	2010	CE	2010	FMI	2010	OCDE	2010
ZONA EURO	-6.4	-6.9	-6.2	-6.6	-6.1	-6.7	-0.7	-0.5	-0.7	-0.3	-0.6	-0.1
PORTUGAL	-8.0	-8.0	-6.9	-7.3	-6.7	-7.6	-10.2	-10.2	-9.9	-9.7	-9.7	-10.7
ALEMANHA	-3.4	-5.0	-4.2	-4.6	-3.2	-5.3	4.0	3.8	2.9	3.6	4.0	4.5
FRANÇA	-8.3	-8.2	-7.0	-7.1	-8.2	-8.6	-2.3	-2.2	-1.2	-1.4	-2.1	-2.1
ITÁLIA	-5.3	-5.3	-5.6	-5.6	-5.5	-5.4	-2.4	-2.4	-2.5	-2.3	-2.7	-2.3
ESPAÑA	-11.2	-10.1	-12.3	-12.5	-9.6	-8.5	-5.4	-4.6	-6.0	-4.7	-5.3	-3.8
IRLANDA	-12.5	-14.7	-12.1	-13.3	-12.2	-12.2	-3.1	-1.8	-1.7	0.6	-2.8	-2.0
PAÍSES BAIXOS	-4.7	-6.1	-3.8	-5.7	-4.5	-5.9	3.1	3.1	7.0	6.8	6.3	7.2
BÉLGICA	-5.9	-5.8	-5.9	-6.3	-5.7	-5.6	0.6	0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.6
ÁUSTRIA	-4.3	-5.5	-4.2	-5.6	-4.3	-5.5	1.5	1.4	2.1	2.0	1.9	2.2
FINLÂNDIA	-2.8	-4.5	-2.9	-4.2	-2.3	-4.8	1.1	1.2	0.5	2.0	0.8	0.9
GRÉCIA	-12.7	-12.2	-6.4	-7.1	-12.7	-9.8	-8.8	-7.9	-10.0	-9.0	-11.1	-10.0
LUXEMBURGO	-2.2	-4.2	-3.4	-4.4	-2.3	-4.3	9.4	11.2	7.6	7.0	1.9	1.5
ESLOVÉNIA	-6.3	-7.0	-5.9	-5.6	-7.7	-5.5	-0.8	-0.2	-3.0	-4.7	0.0	2.2
CHIPRE	-3.5	-5.7	-4.1	-6.3			-11.6	-9.0	-10.0	-9.8		
MALTA	-4.5	-4.4	-4.5	-4.4			-3.2	-2.8	-6.1	-6.1		
ESLOVÁQUIA	-6.3	-6.0	-5.3	-4.4	-5.9	-6.3	-5.8	-5.3	-8.0	-7.8	-3.8	-3.1
REINO UNIDO	-12.1	-12.9	-11.6	-13.2	-12.6	-13.3	-2.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.6	-2.4
SUÉCIA	-2.1	-3.3	-3.5	-3.9	-2.0	-3.0	7.8	7.9	6.4	5.4	7.8	8.2
DINAMARCA	-2.0	-4.8	-1.3	-3.5	-2.5	-5.4	1.9	2.2	1.1	1.5	2.5	2.1
POLÓNIA	-6.4	-7.5			-6.4	-7.8	-1.9	-2.8	-2.2	-3.1	-1.7	-2.3
REPÚBLICA CHECA	-6.6	-5.5	-6.0	-7.0	-5.7	-5.6	-2.5	-1.4	-2.1	-2.2	-1.0	0.3
HUNGRIA	-4.1	-4.2			-4.3	-4.1	-1.3	-1.7	-3.0	-3.3	-1.6	-1.8
ESTÓNIA	-3.0	-3.2			-3.0	-3.0	3.9	1.3	1.9	2.0		
LETÓNIA	-9.0	-12.3					6.8	5.4	4.5	6.4		
LITUÂNIA	-9.8	-9.2					0.1	0.3	1.0	0.5		
BULGÁRIA	-0.8	-1.2					-13.7	-9.8	-11.4	-8.3		
ROMÉNIA	-7.8	-6.8					-5.5	-5.5	-5.5	-5.6		
SUIÇA	-2.9	-3.6	-1.5	-1.5	-0.7	-1.3	7.3	7.0	6.1	7.1	8.7	10.2
NORUEGA	7.9	10.4	7.1	11.8	9.6	9.9	9.5	13.4	13.9	15.6	17.4	18.6
ISLÂNDIA	-16.2	-12.2	-13.9	-10.0	-15.7	-10.1	-1.7	-2.3	-5.3	0.7	-8.1	-1.6
TURQUIA	-8.1	-7.3					-2.1	-2.8	-1.9	-3.7	-1.9	-2.8
EUA	-11.3	-13.1	-12.5	-10.0	-11.2	-10.7	-3.0	-3.4	-2.6	-2.2	-3.0	-3.4
CANADÁ	-5.2	-5.6	-4.9	-4.1	-4.8	-5.2			-2.6	-1.8	-2.9	-3.4
JAPÃO	-8.0	-8.9	-10.5	-10.2	-7.4	-8.2	1.8	2.0	1.9	2.0	2.5	2.8
COREIA DO SUL			-2.8	-2.7	-1.8	0.4	0.5	0.3	3.4	2.2	4.6	1.3
MÉXICO							-1.7	-1.7	-1.2	-1.3	0.0	1.0
AUSTRÁLIA			-4.3	-5.3	-4.0	-3.5	-3.1	-2.4	-3.2	-5.6	-4.2	-4.5
NOVA ZELÂNDIA			-3.6	-5.2	-1.2	-3.3	-5.7	-5.6	-7.1	-6.7	-2.7	-4.4
BRASIL					-3.5	-1.7			-1.3	-1.9	-1.4	-1.9
CHINA					-1.8	-0.9	7.3	6.1	7.8	8.6	6.4	5.4
ÍNDIA					-10.1	-9.0			-2.2	-2.5	-1.9	-2.0
RÚSSIA	-6.5	-2.6					1.7	3.2	3.6	4.5	3.6	4.1



Fonte: FMI, CE e OCDE.

Legenda:

Top 10 -



Top 10 +



Siglas Utilizadas

Sigla	Designação
ADB	Banco para o Desenvolvimento Asiático
<i>BACEN</i>	Banco Central do Brasil
<i>BBA</i>	<i>British Bankers' Association</i>
BCE	Banco Central Europeu
BCI	Banco Central da Índia
BdP	Banco de Portugal
<i>BEA</i>	<i>Bureau of Economic Analysis</i>
<i>BLS</i>	<i>Bureau of Labor Statistics</i>
<i>BoE</i>	Banco de Inglaterra
<i>CBI</i>	<i>Confederation of British Industry</i>
<i>CBOT</i>	<i>Chicago Board of Trade</i>
<i>CIPD</i>	<i>Chartered Institute of Personnel</i>
CNI	Confederação Nacional da Indústria
<i>EIU</i>	<i>Economist Intelligence Unit</i>
<i>FAO</i>	<i>Food and Agriculture Organization</i>
<i>Fed</i>	Reserva Federal dos EUA
FMI	Fundo Monetário Internacional
IEFP	Instituto do Emprego e Formação Profissional
INE	Instituto Nacional de Estatística
<i>LME</i>	<i>London Metal Exchange</i>
<i>METI</i>	<i>Ministério da Economia, Comércio e Indústria</i>
<i>NYBOT</i>	<i>New York Board of Trade</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OIT	Organização Internacional do Trabalho
<i>ONS</i>	<i>Office for National Statistics</i>
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
UE	União Europeia (27)

Sigla	Designação
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
IPC	Índice de Preços no Consumidor
IPCH	Índice de Preços no Consumidor Harmonizado
<i>ISM</i>	<i>Institute for Supply Management</i>
PIB	Produto Interno Bruto
<i>PMI</i>	<i>Purchasing Managers Index</i>
VAB	Valor Acrescentado Bruto

**DIRECÇÃO DE PLANEAMENTO E ESTUDOS
DEPARTAMENTO DE ESTUDOS****E-Mail**

Rui Bernardes Serra – *Chief Economist*
José Miguel Moreira – *Senior Economist*
José Maria Pimentel – *Economist*
Gustavo Romão – *Economist*

RBSerra@Montepio.pt
JoseMoreira@Montepio.pt
JVPimentel@montepio.pt
GCRomao@montepio.pt

Advertência

Este documento foi elaborado pelo Departamento de Estudos da Caixa Económica Montepio Geral e é disponibilizado com intuito e para fins exclusivamente informativos.

Todos os dados, análises e considerações nele contidas estão simplesmente baseadas no que estimamos ser as melhores informações disponíveis, recolhidas a partir de fontes oficiais e outras consideradas credíveis, não assumindo, todavia, qualquer responsabilidade por erros, omissões ou inexactidões das mesmas.

As opiniões e previsões expressas reflectem somente a perspectiva e os pontos de vista dos autores na data da sua elaboração, podendo ser livremente modificadas a todo o tempo e sem aviso prévio.

Neste contexto, o presente documento não pode, em circunstância alguma, ser entendido como convite ao investimento, seja de que natureza for, nem como proposta ou oferta de negócio de qualquer tipo.

Qualquer decisão de investimento deve ser devidamente ponderada, fundamentada na análise crítica, pelo investidor, de toda a informação publicamente disponível sobre os activos a que respeita, suas características e adequação ao perfil de risco assumido, e devem ter em conta todos os documentos emitidos ao abrigo da regulamentação das entidades de supervisão, nomeadamente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Nem o Montepio, na qualidade de emitente do documento, nem nenhuma entidade sua dominante ou dominada ou qualquer outra integrante do Grupo Montepio em que se insere, pode, conseqüentemente, ser responsabilizada por eventuais perdas ou prejuízos decorrentes de decisões de investimento que, quem quer que seja, tenha tomado, mesmo que por levar em conta elementos constantes deste documento.

Por outro lado, uma vez que este documento não contempla qualquer tipo de informação privilegiada ou reservada, nem constitui nenhum conselho ou convite ao investimento, as empresas do Grupo Montepio mantêm o direito de, nos limites da lei, transaccionar ou não, ocasional ou regularmente, qualquer activo directa ou indirectamente relacionado com o âmbito deste relatório.

O relatório pode ser reproduzido, desde que seja citada a fonte.

