

Análise Mensal

13 de Janeiro de 2016

Mercados Financeiros

2016: SE TUDO CORRER BEM, SERÁ MAIS UM ANO DE FRACO CRESCIMENTO

Paula Gonçalves Carvalho
Agostinho Leal Alves
Luisa Teixeira Felino
Teresa Gil Pinheiro
Vânia Patrícia Duarte

- ▶ Em 2015, a actividade económica global desapontou, interrompendo a tendência de gradual fortalecimento que se observara em 2014 e registando o pior desempenho desde 2009, o ano da Grande Recessão. Efectivamente, depois de um segundo semestre de 2015 em que a actividade económica global abrandou graças aos problemas e desequilíbrios em várias economias emergentes, o risco é de que o ano de 2016 seja condicionado pelos mesmos factores. Os desequilíbrios que persistem no mundo desenvolvido, o esgotamento dos instrumentos de política económica e sobretudo, a fraca performance em algumas das maiores economias emergentes constituem os principais factores condicionantes da economia e do sentimento financeiro global, apontando a maior parte dos factores de risco no sentido negativo. No actual contexto, em que o ciclo de baixa dos preços das principais *commodities* parece intensificar-se, o risco é de que o ritmo de andamento dos preços no mundo desenvolvido permaneça próximo da estagnação, alimentando um ciclo depressivo auto-induzido.
- ▶ No mercado cambial, o ano de 2015 foi marcado pela acentuada apreciação do dólar face à generalidade das divisas, tendo tocado o mínimo de 1.05 face ao euro. Em 2016 a evolução das principais moedas continuará condicionada pelas expectativas relativamente ao andamento da política monetária, esperando-se maior volatilidade num contexto de maior incerteza quanto ao rumo das principais economias. O dólar dos EUA poderá ainda ganhar terreno num contexto de aumento favorável dos diferenciais dos juros, mas acredita-se que o seu fortalecimento está próximo do limite. Nos mercados emergentes, as desvalorizações competitivas serão de novo tema dominante num contexto em que a evolução dos fluxos de capitais e a robustez da situação externa continuarão a ser monitoradas de perto.
- ▶ As políticas monetárias manter-se-ão amplamente acomodáticas, mesmo nos EUA onde a Fed iniciou já o ciclo de subida dos juros. Efectivamente, a garantia de estabilização dos balanços dos bancos centrais após o fim do ciclo de *quantitative easing*, confere um suporte considerável aos mercados de dívida. Uma das grandes interrogações do ano prende-se com o ritmo de normalização dos juros pela Reserva Federal, antecipando-se uma postura muito gradual e seguidora do mercado. Na zona euro, o BCE poderá ainda reforçar o seu programa de medidas não convencionais, aumentando os limites da sua intervenção ou alargando o leque de activos em que intervém. Efectivamente, os sinais de fragmentação financeira mantêm-se, embora um pouco mais esbatidos (veja-se o diferencial de taxas praticadas na Europa ao financiamento a empresas, por exemplo), e a trajectória da inflação poderá surpreender negativamente caso os preços das principais *commodities* mantenham a trajectória de queda.
- ▶ O mercado de dívida pública na zona euro permanece protegido pela política do BCE, que tem actuado no mercado como comprador de relevo. Recordar-se por exemplo, que no caso de Portugal, o montante estimado de intervenção é equivalente às necessidades brutas de financiamento do Estado, se excluirmos o *rollover* dos títulos de curto prazo. Pelo que este é um suporte importante, que influencia e condiciona em baixa os prémios de risco dos Governos (o prémio de risco de Portugal na maturidade de 10 anos tem rondado 200 p.b.), mas é um factor temporário. Pelo que importa que cada um dos Estados Membros que beneficia desta política actue de forma responsável e com disciplina por forma a não gerar danos numa era posterior ao fim do QE. Caso se confirme o gradual fortalecimento da actividade económica e lenta elevação da taxa de inflação, as *yields* dos mercados de referência deverão manter a tendência de subida, que será mais notória no caso dos *US Treasuries*. De facto, nos EUA o ciclo económico está mais avançado e a inflação pode aumentar acima do esperado, alicerçada em efeitos de segunda ordem decorrentes dos bons desenvolvimentos no mercado de trabalho.
- ▶ Nos mercados accionistas, o ano será de consolidação de tendências e volatilidade num contexto de elevada incerteza quanto ao crescimento económico global. E 2016 começou da pior forma, com um movimento disruptor – a queda significativa das bolsas chinesas devido à duvidosa performance económica da segunda economia mundial – gerando dúvidas quanto ao perfil de risco e alocações adequadas da carteira de investimento, perante as divergências que dividem o mundo. A Europa pode ser a escolha mais acertada, suportada pela acção do BCE. As *commodities* serão igualmente centro de atenções e de concentração de risco, aguardando-se uma situação mais estável dos preços, embora a oferta não mostre estrangamentos e o aumento da procura possa vacilar. Em muitos casos os preços estão em níveis limite e aguardam por notícias positivas. A guerra dos preços no mercado internacional de petróleo, com o objectivo de destruição de capacidade de produção, ainda não terminou. Um dólar forte é igualmente uma limitação à subida de preços.

2016: SE TUDO CORRER BEM, SERÁ MAIS UM ANO DE FRACO CRESCIMENTO

As previsões consensuais apontam para que 2016 seja um ano de crescimento ainda fraco, mas ascendente; inflação crescente mas ainda muito baixa, na maior parte dos casos abaixo de 1%; políticas monetárias divergentes, discutindo-se a trajectória de subida das taxas de juro directoras pela Reserva Federal dos EUA, arrastando as taxas de mercado dos prazos mais curtos do dólar; possível reforço das políticas de *quantitative easing* na zona euro e Japão; políticas fiscais mais neutras ou mesmo com ligeiro pendor expansionista, de suporte ao crescimento; taxas longas ainda historicamente baixas mas numa trajectória de clara subida; mercados accionistas com possibilidade de valorizações, incorporando a conjuntura global mais positiva. Todavia, o andamento dos principais activos financeiros nas primeiras semanas do ano reflecte uma envolvente bastante mais complexa, ditada pelas dificuldades de estabilização e transição para um modelo de crescimento mais sustentado da economia da China. Desvalorizações competitivas, queda dos preços das principais *commodities*, ausência de reacção perante dados económicos favoráveis, descida das taxas longas dos principais mercados *benchmark* num contexto de aperto da política monetária,...são alguns dos movimentos que importa monitorar neste ano que se inicia de uma forma bastante peculiar.

DEPARTAMENTO DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS

Paula Gonçalves Carvalho Economista Chefe
Teresa Gil Pinheiro
Luísa Teixeira Felino
Vânia Patrícia Duarte

ANÁLISE TÉCNICA Agostinho Leal Alves

Tel.: 351 21 310 11 86 Fax: 351 21 353 56 94
Email: deef@bancobpi.pt www.bancobpi.pt www.bpiinvestimentos.pt/Research

ÍNDICE

	Pág.
Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	04
Principais Recomendações e Factores de Risco	06
ECONOMIAS	
GLOBAL - 2016, INCERTEZA DESPONTA NO INÍCIO DO ANO	07
. Factores políticos – o que se deve ter em conta ao longo de 2016	09
ZONA EURO - ACELERAÇÃO LIGEIRA	11
PORTUGAL - RISCOS, VULNERABILIDADES E CRESCIMENTO TÍMIDO	13
ESPAÑA - CRESCIMENTO SUSTENTADO	19
CHINA - UMA DAS INCERTEZAS DO ANO	21
A. LATINA - APÓS ANOS DE FORTE CRESCIMENTO, AS ECONOMIAS VOLTAM A VACILAR	24
ÁFRICA SUBSARIANA	27
. Angola	27
. Moçambique	28
. África do Sul	30
MERCADOS	
MERCADO CAMBIAL	
DIVERGÊNCIA DE POLÍTICAS ENTRE BLOCOS DARÁ SUPORTE AO USD	33
MERCADO MONETÁRIO	
ACENTUAM-SE DIVERGÊNCIAS E MANTÉM-SE O SUPORTE	35
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA	
AINDA O SUPORTE DOS BANCOS CENTRAIS	38
MERCADOS ACCIONISTAS	
ACÇÕES EUROPEIAS DEVERÃO SER O ACTIVO DE ELEIÇÕES EM 2016	40
MERCADO DE COMMODITIES	
OS PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS IRÃO ESTABILIZAR/RECUPERAR?	42
PREVISÕES	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas BPI - EUA&UEM	
Previsões Económicas BPI - Portugal	45
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	46
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	47
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e <i>Spreads</i> dos Mercados Emergentes	48
BASES DE DADOS	49

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

Perspectivas Globais	Factores de Risco
<p>Global</p> <p>. Apesar de todas as medidas de estímulo adoptadas, sobretudo no âmbito das políticas monetárias nos países desenvolvidos, o crescimento económico global desiluiu em 2015. Efectivamente, depois de um segundo semestre de 2015 em que a actividade económica global desapontou graças aos problemas e desequilíbrios em várias economias emergentes, o risco é de que o ano de 2016 seja condicionado pelos mesmos factores. O Banco Mundial reviu recentemente as suas previsões para o PIB global em 2016, de 3.3% para 2.9%, reflectindo sobretudo a fraca performance das maiores economias emergentes bem como o crescimento anémico registado nas principais economias desenvolvidas.</p> <p>. A China deverá crescer 6.8% este ano, diminuindo o ritmo de expansão nos próximos dois anos, na medida em que se assistirá a um rebalanceamento entre a procura interna e externa, ganhando peso a primeira.</p>	<p>. Os factores de risco estão associados aos eventuais efeitos de um arrefecimento da China na economia mundial. Também a eventualidade de um final desordenado da política de taxas de juro quase nulas da Reserva Federal representa um risco para o crescimento mundial, ainda que talvez mais moderado. Nas economias exportadoras de <i>commodities</i>, normalmente economias emergentes, o crescimento poderá ser afectado pela queda dos preços desses activos.</p> <p>. Pela positiva, a manutenção em níveis relativamente baixos dos preços do petróleo, a política orçamental mais neutral (sobretudo na UEM), a correcção nos balanços financeiros, e uma possível retoma mais forte que o esperado da Formação Bruta de Capital Fixo, poderão justificar crescimento acima do esperado.</p>
<p>EUA</p> <p>. Em 2016, a média das estimativas aponta para que o crescimento se mantenha em torno de 2.5%, mas atribuímos alguma probabilidade a que esse nível seja ultrapassado. A melhoria do mercado de trabalho, a procura no sector imobiliário e a aceleração da actividade no sector da construção suportam um cenário de consolidação do crescimento. Adicionalmente, uma política fiscal mais expansionista e a permanência de uma política monetária acomodaticia são importantes factores de suporte ao crescimento.</p>	<p>. Potencial instabilidade nos mercados financeiros associada à alteração do ciclo de política monetária com impacto adverso sob os níveis de confiança e a actividade.</p>
<p>Japão</p> <p>. A OCDE estima que a economia avance apenas 0.5% em 2015, reflectindo o efeito desfavorável nas exportações resultante do enfraquecimento da procura chinesa e de outros países asiáticos. Em 2016, as previsões apontam para um ritmo de crescimento em torno de 1%, beneficiando de um bom comportamento do consumo e do investimento.</p>	<p>. Riscos para o crescimento continuam enviesados no sentido descendente, associados à evolução mais moderada da procura por parte dos principais parceiros comerciais.</p>
<p>Z. Euro</p> <p>. A recuperação económica deverá manter-se em 2016; a nossa previsão é de 1.7%, ligeiramente inferior ao antecipado pela Comissão Europeia (+1.8%). O ritmo de recuperação deverá ser distinto entre os vários países membros, revelando as especificidades de cada um. A desaceleração económica na China e noutros países emergentes, afectados com a queda dos preços das <i>commodities</i> e desvalorização das respectivas moedas, poderá contribuir para uma procura externa débil este ano. O lento ritmo da retoma económica e de criação de emprego deverão ser insuficientes para reduzir de forma substancial a taxa de desemprego. Neste cenário, as pressões inflacionistas via salários continuam débeis.</p>	<p>. Desaceleração económica nos países emergentes, principalmente na China;</p> <p>. Questões de ordem política: Médio Oriente, Ucrânia-Rússia; eleições nalguns Estados-Membros, incerteza política em Espanha;</p> <p>. Intensificação de actividades de extremistas (ex: terrorismo);</p> <p>. Pela positiva: manutenção dos baixos preços do petróleo; efeitos do programa do QE e aumento da confiança dos agentes económicos.</p>

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
R. Unido	<p>. Em 2015 deverá crescer em torno de 2.4%, antecipando-se um ligeiro abrandamento em 2016 e 2017 reflectindo o estreitamento da folga produtiva. A procura interna continuará a ser o principal factor de suporte ao crescimento, sobretudo por via do consumo privado que poderá beneficiar de ganhos de rendimento associados à solidez do mercado de trabalho.</p> <p>. Neste cenário perspectiva-se para 2016 o início do novo ciclo de política monetária no início de 2016.</p>	<p>. Arrefecimento da procura global com impacto negativo no comportamento das exportações. Internamente, a incerteza quanto ao resultado do referendo quanto à permanência ou não do Reino Unido na União Europeia, poderá traduzir-se em adiamento de decisões de investimento pesando negativamente no crescimento.</p>
Portugal	<p>. A economia portuguesa deverá ter registado um ritmo de expansão em torno de 1.5%, em linha com a nossa expectativa elaborada no final de 2014 mas aquém de previsões recentes, mais optimistas. 2015 ficou marcado pelo excelente comportamento das exportações. As exportações de material de transporte, de bens industriais e de consumo registaram os contributos mais elevados num ano que ficou também marcado pela retoma das exportações de combustíveis refinados.</p> <p>. O nosso cenário aponta para que o ritmo de expansão da actividade económica se fortaleça ao longo de 2016, projectando-se uma taxa de crescimento do PIB de 1.8%. Este desempenho deverá assentar no contributo positivo da procura interna, embora menor que no ano transacto, e no regresso de contributos favoráveis da procura externa líquida.</p>	<p>. O principal risco reside na vertente das contas externas e dos equilíbrios com o exterior. A evolução da factura petrolífera, o andamento da procura interna, designadamente do consumo de bens duradouros, bem como a evolução da procura dirigida à economia portuguesa constituem os principais factores de risco. Num cenário mais positivo, a procura interna aumentaria estimulada pela política de rendimentos favorável, sem com isso pôr em causa o equilíbrio externo.</p> <p>. Outros factores de risco relacionam-se com o andamento das economias externas e factores de natureza política.</p> <p>. A médio prazo, subsistem importantes constrangimentos e desafios, relacionados com a necessidade de reforçar o potencial de crescimento económico num contexto de avanços necessários na consolidação orçamental.</p>
América Latina	<p>. O PIB da região recuou 0.7% em 2015, resultado da queda dos preços das <i>commodities</i>, desaceleração do crescimento dos principais parceiros comerciais (em particular da China), e constrangimentos internos da maior economia da região (Brasil). Os países exportadores de petróleo sofreram uma acentuada queda das receitas fiscais e de exportação. Mas a queda dos preços de outras matérias-primas como o cobre, minério de ferro, ouro e soja, também afectaram países exportadores como o Brasil, Chile e Perú. Ainda assim, a contracção económica da região continua a resultar de comportamentos divergentes entre as diferentes economias, com o Brasil a registar uma forte recessão, mas os países da Aliança do Pacífico a registarem apenas um crescimento mais moderado. Espera-se que a actividade recupere em 2016 com a estabilização dos preços das matérias-primas e recuperação da economia norte-americana.</p>	<p>. Os riscos são elevados em termos de aumento da volatilidade nos mercados financeiros e saídas de capitais externos na sequência da inversão da política monetária dos EUA, e de uma recessão prolongada no Brasil.</p> <p>. Acrescem ainda as incertezas relativamente à estabilização do crescimento económico da China, e os riscos de uma recuperação mais lenta nos preços das <i>commodities</i>.</p>
África Sub-sariana	<p>. O crescimento da região está a ser adversamente afectado pela queda dos preços das <i>commodities</i>, e em particular pelo agravamento do contexto económico na África do Sul e na Nigéria (sendo que estas duas economias representam mais de metade do PIB da região). Desta forma, espera-se que o crescimento desacelere em 2015, para o nível mais baixo dos últimos 6 anos de +3.8% de acordo com o FMI e que acelere para +4.3% este ano.</p> <p>. A queda dos preços do petróleo está a ter um impacto bastante severo sobre os principais exportadores da região, nomeadamente sobre a Nigéria, Angola e Zâmbia.</p> <p>. Por outro lado, a queda dos preços dos bens alimentares deverá continuar a ajudar os restantes países da região (nomeadamente o Quénia e o Uganda), reduzindo a factura de importações e aliviando pressões inflacionistas.</p>	<p>. Para os países exportadores de petróleo, apesar das medidas de ajustamento implementadas, a permanência dos preços do petróleo em níveis baixos ameaça a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento económico.</p> <p>. Entretanto, a maioria dos países da região continua a apresentar défices externos e, portanto, as suas moedas deverão continuar sob pressão, tanto nos países com câmbios flexíveis (Zâmbia e Moçambique) como em países com regimes de câmbio fixo (Nigéria e Angola).</p> <p>. O possível agravamento das condições de financiamento a nível global, decorrentes do ajustamento das taxas de juro nos EUA, poderá também afectar as economias mais vulneráveis à saída de capitais (principalmente a África do Sul).</p>

Principais Recomendações e Factores de Risco

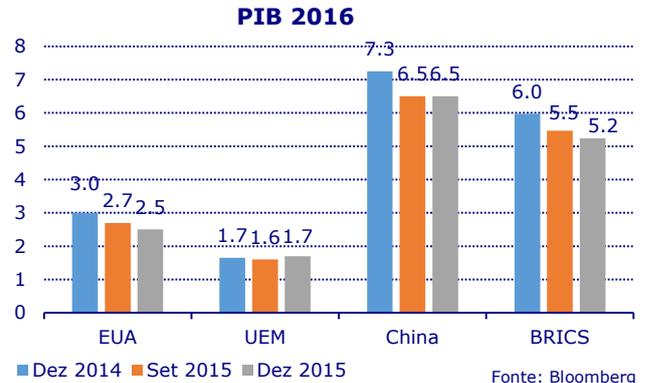
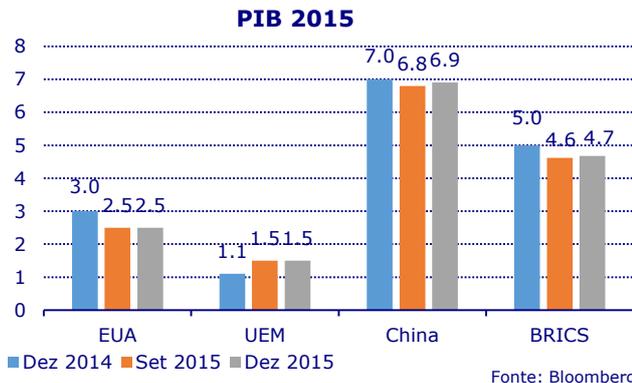
Recomendações	Factores de Risco
<p>M. Cambial</p> <p>. Divergências de política monetária, ritmo da normalização das taxas de juro nos EUA, evolução das economias, tanto emergentes (nomeadamente da China) como desenvolvidas e evolução dos preços das principais matérias-primas são factores condicionantes da evolução dos câmbios, podendo manter um dólar genericamente forte. Acresce a recente incerteza introduzida pelo corte de relações diplomáticas e comerciais entre duas importantes potências regionais do Médio Oriente, Arábia Saudita e Irão. Um agravar da situação poderá levar à fuga para o dólar e franco suíço, que reconquistam o papel de moedas de refúgio em tempos de instabilidade e incerteza. Neste contexto, o EUR/USD poderá vir para valores mais baixos, junto a níveis mínimos em 1.05 e, posteriormente, da paridade; USD/JPY poderá subir e testar a importante área de resistência em 125 e chegar mesmo a 130; na tendência de queda, o EUR/GBP tem como referência 0.69/0.70, para tal precisa de uma ajuda do BoE, que poderá iniciar a subida dos juros em meados do ano.</p>	<p>. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais.</p> <p>. Decepção com a evolução económica em alguns blocos.</p> <p>. Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais.</p>
<p>M. Monetário</p> <p>. Em 2016 a política monetária dos principais bancos centrais manter-se-á acomodatória, evidenciando, no entanto, divergências entre si. Nos EUA, prosseguirá o ciclo de subida gradual da taxa de juro dos <i>fed-funds</i>, mas na zona euro o BCE irá manter ao longo do ano o cariz ultra-acomodatório da sua política, contribuindo para que as taxas Euribor se mantenham em níveis reduzidos. Dada a perspectiva de que as taxas Euribor ainda não tenham atingido os mínimos do presente ciclo, consideramos mais adequado a obtenção de financiamentos em prazos curtos/médios. Do ponto de vista da aplicação de poupanças, será preferível o investimento em activos com maturidades mais alargadas de forma a capturar o prémio de maturidade (<i>term premium</i>).</p>	<p>. Na zona euro, as taxas de curto prazo continuam próximas de zero (ou negativas), alimentadas pela sinalização de que a política monetária manterá um cariz acomodatório e dado que a liquidez continua elevada. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido. Nos EUA, a possibilidade de que o ciclo de normalização das taxas de referência seja mais gradual do que o esperado traduzir-se-á em aumentos das taxas de juro de curto-prazo de referência mais reduzidos.</p>
<p>Div. Pública</p> <p>. Em 2016 o mercado de dívida pública continuará condicionado por políticas monetárias fortemente acomodatórias, mas a divergência de posicionamentos das várias autoridades monetárias reflectir-se-á em comportamentos diferentes no mercado norte-americano e europeu. No mercado norte-americano, o sentimento é desfavorável para aplicações em taxa fixa norte-americana, pois as perspectivas para o crescimento são positivas e porque a Reserva Federal prosseguirá com o ciclo de subida gradual da taxa de juro de referência. Mas na zona euro, o mercado de dívida pública continuará suportado pelo QE do BCE, pelo que as <i>yields</i> dos principais títulos deverão manter-se em níveis reduzidos, mas ainda assim devem aumentar face a 2015.</p>	<p>. Um movimento mais acentuado de correcção dos baixos níveis de inflação do que o antecipado pelo mercado poderá reflectir-se num movimento mais penalizador da dívida pública. Contudo, não se exclui a possibilidade de um movimento contrário, caso surjam sinais de arrefecimento da economia mundial, via menor crescimento de alguns emergentes. Neste caso, os investidores poderão favorecer aplicações em activos com menor risco, contribuindo para o aumento do preço dos títulos de taxa fixa. Nos países da periferia, os prémios de risco podem agravar-se moderadamente, caso os mercados percepcionem de modo desfavorável as novas políticas fiscais. Contudo, a dívida destes países continuará suportada pelo QE do BCE.</p>
<p>Div. Diversa</p> <p>. O mercado <i>high-yield</i> nos EUA continua a dar sinais de inversão de ciclo, patente num alargamento dos <i>spreads</i> e nas expectativas de aumento das taxas de incumprimento para 2016.</p> <p>. As agências de <i>rating</i> têm vindo a alertar para o aumento do número de incumprimentos de empresas com notação especulativa.</p> <p>. O mercado europeu continua a apresentar condições favoráveis face às expectativas de manutenção de uma política monetária acomodatória.</p>	<p>. A possibilidade de as empresas terem dificuldades em se refinanciarem depois de correcções nas <i>yields</i>, principalmente no segmento <i>high yield</i>.</p> <p>. Exposição a empresas do sector energético com menor qualidade creditícia.</p> <p>. O crescimento de intermediários financeiros não bancários (ou <i>shadow banking</i>).</p> <p>. O risco da reduzida liquidez do mercado.</p> <p>. Exposição aos mercados emergentes.</p> <p>. Relaxamento nos critérios de acesso ao crédito, traduzido num aumento de <i>leverage loans</i> (empréstimos a empresas bastante alavancadas) ou <i>covenant-lite loans</i> (empréstimos com menor protecção para o credor).</p>
<p>Acções</p> <p>. Deverão registar-se valorizações nos mercados europeus ao longo de 2016, dada a elevada liquidez. As avaliações atractivas das empresas europeias podem ser uma boa oportunidade de compra, num ambiente económico e monetário mais favorável. No entanto, os receios quanto à desaceleração económica na China poderão continuar a condicionar o desempenho das bolsas europeias.</p> <p>. A <i>performance</i> das acções americanas continua a ser condicionada pelas expectativas quanto ao ritmo de ajustamento da política monetária por parte da Reserva Federal, situação que poderá continuar a afastar os investidores para os mercados europeus e japoneses.</p> <p>. As principais apostas mantêm-se nas empresas exportadoras europeias, nomeadamente as que assentam em negócios cíclicos. Em sentido contrário, destacam-se as acções das empresas energéticas.</p>	<p>. No caso americano, a possibilidade de novos aumentos das taxas de juro até ao final do ano poderá continuar a afastar os investidores para os mercados europeus e japoneses. Ao mesmo tempo, um dólar mais forte, a manutenção dos preços do petróleo em níveis relativamente baixos e a eventual subida das taxas de juro poderão afectar os resultados das empresas norte-americanas.</p> <p>. Questões políticas e geopolíticas, com destaque para a incerteza política nalguns países europeus, tensões no Médio Oriente e novos atentados terroristas.</p> <p>. Desaceleração económica na China e novas políticas de estímulo que as autoridades chinesas possam desencadear.</p>
<p>Commodities</p> <p>. Em termos globais, permanece o cenário de oferta sem constrangimentos e uma procura globalmente estável. No mercado energético, a oferta é superior à procura; contudo, o movimento de queda acentuada dos preços levou ao fecho das explorações mais dispendiosas e, por isso, menos viáveis financeiramente, e à contracção do investimento. Um maior equilíbrio deverá permitir preços mais suportados.</p> <p>. Num contexto de maior volatilidade nos mercados accionistas, os metais preciosos podem voltar a atrair investidores.</p>	<p>. A situação económica da China, num processo de grande transformação, é de grande relevância para a totalidade dos mercados de matérias-primas dada a sua situação cimeira como produtor e consumidor.</p> <p>. Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes, geradores de volatilidade nos preços.</p>

GLOBAL - 2016, INCERTEZA DESPONTA NO INÍCIO DO ANO

□ **Crescimento desilude em 2015** - Apesar de todas as medidas de estímulo adoptadas, sobretudo no âmbito das políticas monetárias nos países desenvolvidos, o crescimento económico global desiluiu em 2015 comparativamente ao que era esperado há um ano atrás. Efectivamente, depois de um segundo semestre de 2015 em que a actividade económica global desapontou graças aos problemas e desequilíbrios em várias economias emergentes, o risco é de que o ano de 2016 seja condicionado pelos mesmos factores. A título de referência, o Banco Mundial (BM) reviu recentemente as suas previsões para o PIB global em 2016, de 3.3% para 2.9%, reflectindo sobretudo a fraca performance das maiores economias emergentes bem como o crescimento anémico registado nas principais economias desenvolvidas. Ainda que o ritmo de expansão esperado seja superior à estimativa para 2015, que ronda os 2.4%, o risco é de que o cenário possa vir a ser de novo revisto em baixa. Dada a dimensão e a actual integração económica das maiores economias emergentes – Brasil, Federação Russa, Índia, China e África do Sul – a desaceleração simultânea destas economias deverá produzir consequências significativas para o resto do mundo, de acordo com a instituição. Contrariamente ao que antecipara em Junho, o BM espera agora que tanto a Rússia como o Brasil registem contracções da sua actividade em 2016 (-0.7% e -2.5%, respectivamente) cenário que surge agravado pela desaceleração esperada na China. Em linha com a tendência de desaceleração global, o BM reduziu as suas previsões de crescimento para os EUA e Zona Euro, embora continue a antecipar aceleração ligeira por comparação com as estimativas para 2015. A economia dos EUA deverá registar uma expansão de 2.7% (2.5% em 2015) e a UEM 1.7% (1.5% esperados em 2015).

Previsões médias do mercado

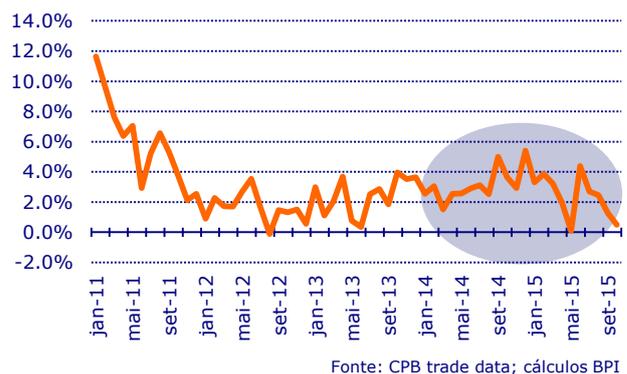
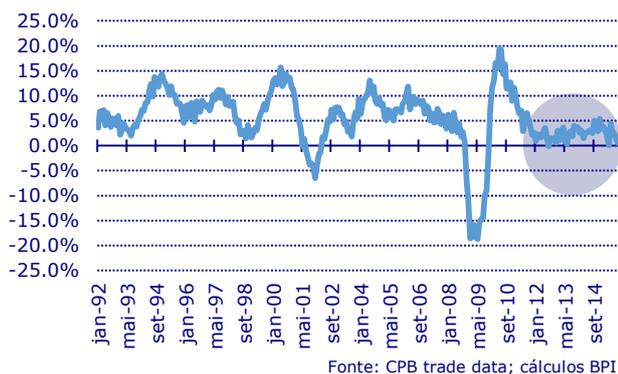
(taxa de variação média anual, variação em volume)



□ **Evolução do comércio internacional reflecte impacto das economias emergentes** - O peso crescente das maiores economias emergentes no PIB global e a sua crescente interligação com o bloco de países desenvolvidos justifica uma maior capacidade de contágio perante situações de recessão – como é o caso da Rússia e Brasil, ou abrandamento mais forte e vulnerabilidade externa – caso da África do Sul – ou arrefecimento e alteração do paradigma de crescimento – situação da China. Por outro lado, a dinâmica da economia global tem demonstrado uma relação muito estreita com o andamento do comércio internacional, que reproduzimos nos dois gráficos seguintes, embora com diferentes escalas. A análise de longo prazo, abarcando os anos desde inícios da década de 90, evidencia que a situação actual ainda está distante das quedas registadas em 2001 ou 2009; todavia, importa monitorar o arrefecimento súbito que ocorreu no último trimestre de 2015, quando o volume de trocas comerciais cresceu apenas 2.3%.

Comércio Internacional - Aproxima-se de níveis que podem sugerir recessão

((taxa de variação homóloga, em volume))



ECONOMIAS

GLOBAL - 2016, INCERTEZA DESPONTA NO INÍCIO DO ANO (cont.)

▫ **Petróleo e dólar condicionam economia norte-americana em 2015** – Estima-se que o crescimento económico nos EUA se tenha situado em torno de 2.5%, apenas ligeiramente acima do ritmo de expansão registado no ano anterior (2.4%). Todavia, a análise do detalhe sugere uma economia significativamente mais robusta que no passado recente, facto que foi aliás confirmado pela decisão da Reserva Federal em finais de 2015, de finalmente alterar o rumo da sua política monetária e subir a taxa directora pela primeira vez em cerca de uma década. De facto, em 2015 o crescimento económico foi sobretudo suportado pelo dinamismo do consumo das famílias, cujo ritmo de crescimento deverá ter superado 3% pela primeira vez desde 2006, reflexo da robustez no mercado de trabalho, mais uma vez confirmada pela informação de Dezembro (criação de 480 mil postos de trabalho, destacando-se manufactura e sector privado, estabilização da taxa de desemprego em 5% e aumento da taxa de participação). Em contrapartida, a queda dos preços do petróleo reflectiu-se negativamente no investimento, dado o peso das petrolíferas e empresas de extracção de petróleo não convencional neste agregado e na actividade industrial, enquanto as exportações abrandaram significativamente, denotando o impacto da valorização do dólar.

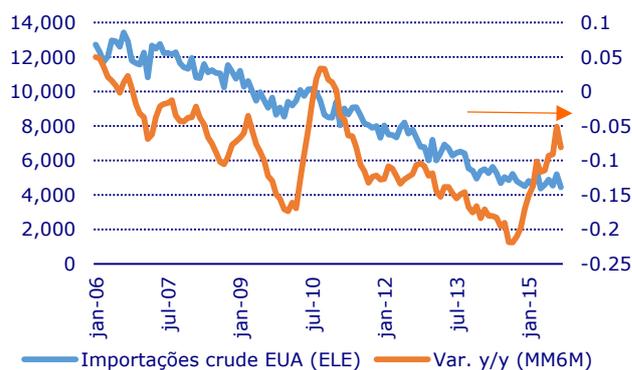
▫ **Economia deverá manter-se robusta** - Em 2016, as estimativas médias do mercado apontam para que o ritmo de expansão se mantenha em 2.5%, visão ligeiramente mais pessimista que o nosso cenário, 2.7%. Efectivamente, a confluência de factores condicionantes negativos – petróleo e dólar – deverão já ter um efeito limitado em 2016, pois acredita-se que as tendências sentidas no início do ano (petróleo atingiu 35 USD/barril; valorização do dólar) estão próximo da exaustão. Em contrapartida, as políticas económicas vão manter-se muito acomodáticas, antecipando-se uma política orçamental de apoio ao crescimento em ano de eleições Presidenciais (a despesa pública cresceu de forma ténue em 2015 depois de 3 anos consecutivos de queda) e uma política monetária ainda muito cautelosa – a Reserva Federal continuará a substituir as obrigações em carteira que se vão vencendo, estabilizando o seu balanço, e a trajectória dos juros depende totalmente do andamento dos indicadores económicos. Dada a evolução favorável do mercado de trabalho e num cenário em que não se verifique factores externos perturbadores, o principal factor a determinar a velocidade de normalização do novo ciclo de taxas de juro ao longo do novo ano será o comportamento da inflação.

▫ **As políticas económicas continuarão divergentes** – Se entre o bloco de países desenvolvidos a Reserva Federal deverá avançar timidamente para a normalização das taxas de juro de curto, os restantes bancos centrais pautar-se-ão por movimentos de suporte ao crescimento (ver capítulo de política monetária). Todavia, as decisões de política monetária são mais complexas no bloco de economias emergentes, sobretudo as mais dependentes da exportação de *commodities*, onde os bancos centrais praticam uma política monetária restritiva, por norma, por forma a conter a procura interna e assim estancar a pressão de desvalorização das respectivas moedas e mitigar os riscos de pressões inflacionistas. Entretanto, o fluxo de capitais continua desfavorável a estas economias, tendo-se intensificado em Dezembro, segundo informação do Institute of International Finance (IIF). E as desvalorizações competitivas continuarão até que as respectivas economias se ajustem ao choque dos preços das *commodities*.

▫ **Depois dos 20USD/barril, o preço do petróleo pode surpreender ainda em 2016** – Alguns analistas internacionais apontam a fasquia dos 20 dólares por barril como sendo uma previsão razoável para os preços do crude a médio prazo. Todavia, é importante ter em consideração que a actual trajectória de queda contém em si mesma os ingredientes de uma possível correcção (que pode ser significativa) num horizonte de médio prazo. Efectivamente, a actual tendência de preços parece estar a produzir os seus resultados, induzindo o encerramento de unidades de extracção e transformação de petróleo não convencional (*shalle*) nos EUA. Esta evolução é aliás visível no andamento das importações líquidas de petróleo e seus derivados pelos EUA (ver gráfico lateral), que tendem a estabilizar (linha laranja), contribuindo para a estabilização do mercado. Por outro lado, tem-se registado menor investimento pelas empresas do sector um pouco por todo o mundo, o que tenderá a reflectir-se mais tarde em maior rigidez da oferta e maior dificuldade de resposta a aumento da procura, podendo induzir uma variação mais acentuada dos preços. Acresce referir que pode estar a ser sobrestimada a tendência de desaceleração da China, sem dúvida um importante consumidor de todas as matérias-primas, cuja *performance* se reflectirá no andamento deste mercado no futuro. Finalmente, e para além do recrudescimento dos factores políticos (tensão entre a Arábia Saudita e o Irão) em inícios de 2016, importa referir as consequências muito gravosas da situação de preços de petróleo em níveis muito baixos para a maior parte dos países

EUA - Importações líquidas de petróleo e seus derivados tende a estabilizar

(milhares de barris/dia; tx var y/y)



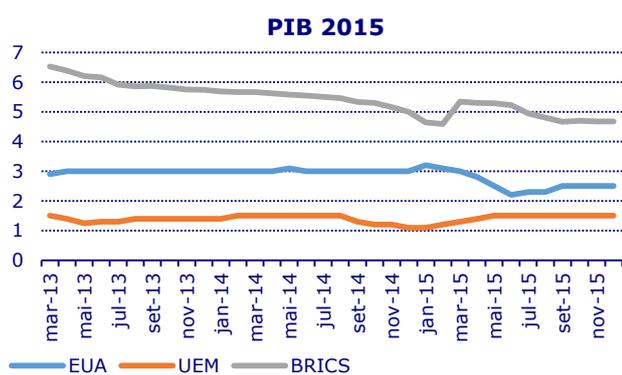
Fonte: Energy Information Administration

GLOBAL - 2016, INCERTEZA DESPONTA NO INÍCIO DO ANO (cont.)

produtores. Se países como o México estão menos vulneráveis dado tratar-se de economias com algum grau de diversificação (o Brasil também se pode incluir neste grupo) e com maior capacidade de resistir a períodos prolongados de queda dos preços, a maior parte das economias da OPEP tem sido fortemente atingida por esta situação, que tende a complicar-se em 2016 caso se verifique o arrastamento de preços muito baixos. Recorde-se que o preço de equilíbrio, do ponto de vista orçamental, para estas economias ronda os 80-90 USD por barril. Mesmo a Arábia Saudita, apesar do espaço superior às restantes de acomodação de uma situação de preços internacionais de *commodities* muito baixos – reservas internacionais avultadas, reduzida dívida externa e pública -, começa a sentir algumas pressões internas.

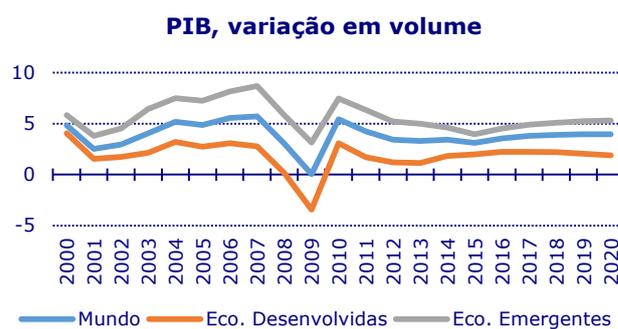
Previsões de crescimento para 2015: maiores economias emergentes pontuam pela negativa

(taxa de variação média anual, em volume)



2015 pontuou, mais uma vez, pela desaceleração. Espera-se melhor performance em 2016

(taxa de variação média anual, em volume)



□ Factores políticos – o que se deve ter em conta ao longo de 2016

As eleições presidenciais norte-americanas

Nos EUA, as próximas eleições presidenciais ocorrerão a 8 de Novembro, estando presentemente a decorrer as campanhas dos diferentes candidatos que concorrem ao lugar (as designadas primárias), tanto do lado dos Democratas como dos Republicanos, surgindo um candidato pelo Partido Ecologista. Será eleito o 45º Presidente, já que o actual, o Presidente Barack Obama, não pode concorrer a um terceiro mandato (segundo Constituição norte-americana). Na prática será eleito um colégio eleitoral de 538 membros que escolherão o novo Presidente e vice-Presidente. Iniciarão funções a 20 de Janeiro de 2017.

Assim, em termos oficiais existem 16 candidatos: 3 pelos Democratas, 12 pelos Republicanos e 1 pelo Partido Ecologista. Os candidatos democratas são Hillary Clinton, Bernie Sanders e Martin O'Malley; os três principais candidatos republicanos são Marco Rubio, Ted Cruz e Donald Trump; o candidato ecologista é Jill Stein. Para já Hillary Clinton encontra-se bem posicionada para liderar os Democratas, enquanto do lado dos Republicanos não há tanta clareza, mas Marco Rubio tem mostrado vantagem. Hillary Clinton foi secretária de estado (2009-2013) e congressista e Marco Rubio é senador pelo estado da Florida. Até meados do ano ocorrerão as convenções dos partidos e a consagração dos respectivos candidatos à presidência.

A eleição do Presidente da principal potência económica mundial reveste-se sempre de grande interesse, embora não se acredite em reflexos imediatos e com significado na generalidade dos mercados, podendo surgir alguma volatilidade, pois joga com a confiança e credibilidade do país, quando o mundo é actualmente atravessado por problemas de segurança. De facto, as questões centrais tem localização externa, como o terrorismo e a sua resposta por parte dos EUA, a que se junta a crise dos refugiados (concretamente os sírios) e a capacidade militar norte-americana, associada ao seu custo presente e futuro. A nível interno, as principais questões em debate têm a ver com a imigração e a situação da despesa do estado, para além do acesso mais livre ou mais restrito às armas pelos cidadãos norte-americanos.

O possível Brexit do Reino Unido

Parece provável que o referendo britânico à permanência na União Europeia (UE) possa ocorrer durante 2016 (Verão). De facto, nas últimas eleições legislativas (2015), o primeiro-ministro David Cameron prometeu realizar o referendo com alguma celeridade, de modo a serenar esta questão, que há muito é debatida na sociedade britânica. O PM viu a possibilidade de usar este referendo para negociar condições mais vantajosas como membro da UE, nomeadamente um maior controlo sobre a soberania nacional ao nível da legislação económica e do controlo das fronteiras. Ao apresentar possibilidades concretas de resolução, tentará cativar o voto a favor da permanência na UE.

O risco do Brexit (saída da UE) é real, pois as sondagens mostram uma disputa renhida entre o "Sim" e o "Não", o que fez soar as campainhas de alarme nos mercados e ao nível dos investidores institucionais. Contudo, há quem refira que ainda existe pouca atenção para esta questão, faltando uma adequada reflexão acerca de todas as consequências provocadas por uma

ECONOMIAS

GLOBAL - 2016, INCERTEZA DESPONTA NO INÍCIO DO ANO (cont.)

saída da UE por parte do Reino Unido, por mais controlada e faseada que seja. Acredita-se que ao surgirem expectativas que indiquem o sentido da saída poderá ocorrer uma fuga de capitais repentina, com ajustamentos bruscos ao nível das bolsas britânicas, mas também europeias. Ao nível cambial, o aumento da volatilidade e a perda de valor da libra para o euro são possibilidades previstas.

Mesmo perante a incógnita do resultado do referendo, acredita-se que este já está a penalizar a segunda maior economia europeia. Com este factor de incerteza (que dura há demasiado tempo) poderão surgir sinais de abrandamento do investimento das empresas, com custos para a actividade económica.

Vão ocorrer ao longo do ano eleições para as assembleias nacionais de Gales, Escócia e Irlanda do Norte, para além de eleições regionais nalguns círculos.

Alemanha, Irlanda e Espanha

Estão previstas duas eleições municipais na Alemanha para 2016: Hessen e Niedersachsen. A eleição municipal em Hessen será no dia 6 de Março, enquanto que a de Niedersachsen será no dia 11 de Setembro. As eleições municipais determinam a composição dos concelhos municipais e da direcção da política regional. Há ainda cinco eleições estaduais: Sachsen-Anhalt, Baden-Württemberg, e Pfalz (tudo a ocorrer no dia 13 de Março). Mecklenburg e Berlim estão programadas para o Outono (sem data ainda definida). Geralmente, as eleições estaduais dão indicação da tendência para a situação nacional. As próximas eleições legislativas só ocorrerão a 22 de Outubro de 2017 mantendo-se, para já, a popularidade da Chanceler Merkel e da CDU, com intenções de voto ligeiramente acima dos 40%.

Na Irlanda vão ocorrer eleições legislativas no dia 3 de Abril. Desde 9 de Março de 2011 governa uma coligação entre Fine Gael (Enda Kenny) e o Partido Trabalhista (Joan Burton). Os lugares no Parlamento em disputa serão 158 (antes eram 166) e os partidos da coligação mantêm-se bem posicionados nas intenções de voto, depois do país ter saído com grande sucesso do programa de resgate dos últimos anos.

Em Espanha, após os resultados eleitorais de 20 de Dezembro, mantém-se o impasse na formação do governo, a cargo do actual PM Mariano Rajoy, vencedor sem maioria absoluta das eleições. As últimas informações conhecidas dão conta que o PM Rajoy voltou a insistir numa aliança de governo com o PSOE e o Ciudadanos (deixando de fora a força de esquerda Podemos), tentando transmitir uma imagem de estabilidade e consenso necessário para a implementação de reformas futuras, nomeadamente a constitucional. Contudo, o PSOE e o seu líder, Pedro Sanchez, voltaram a reagir negativamente a propostas de coligação com a liderança do PP de Rajoy (em termos matemáticos não é possível uma coligação de esquerda entre PSOE e Podemos, só com a presença da força de direita Ciudadanos e/ou com os partidos independentistas). Perante esta dificuldade de surgir um governo espanhol estável e com suporte parlamentar maioritário, a saída será a convocação de novas eleições legislativas para breve.

Médio Oriente, Arábia Saudita e Irão

Surgiu muito recentemente este novo factor político (geoestratégico), que veio introduzir grande incerteza quanto ao futuro do já problemático Médio Oriente. Inesperadamente reacenderam-se as quezílias entre estas duas potências regionais, com o corte de relações diplomáticas e comerciais. Emirados, Bahrein, Sudão e Koweit procederam da mesma forma, colocando-se ao lado do aliado saudita. Há muito que existe uma disputa regional entre Arábia Saudita e Irão, que se agravou recentemente com o acordo entre o Irão e o Ocidente acerca do programa nuclear dos iranianos. Desagradou à Arábia Saudita, aliado dos EUA na região, o esforço feito para que o Irão pudesse prosseguir com a sua política nuclear (aparentemente para fins pacíficos) e regressar ao comércio internacional (havia uma barreira de sanções comerciais que foi abolida), nomeadamente de venda de crude. Existe o perigo de agravamento da situação, generalizando-se um conflito que convocaria de algum modo as potências ocidentais. A reacção dos mercados financeiros seria defensiva e de fuga de activos que comportam maior risco e o refúgio na qualidade e em moedas como o dólar e o franco suíço.

Rússia

Decorrerá a 18 de Setembro as eleições para a Duma, câmara baixa da Assembleia Federal da Rússia, composta por 450 lugares. São esperados 109 milhões de votantes, sendo necessário cerca de 95 mil secções de voto. Em 2011, a força Rússia Unida, liderada pelo PM Dmitry Medvedev, conquistou 238 lugares (53%). O Partido Comunista foi a segunda força com 92 lugares (20%). Não se esperam alterações significativas neste cenário, pois o centrista e nacionalista Medvedev tem tido o apoio/protecção do Presidente Vladimir Putin. Em 2018 decorrerão as eleições presidenciais e o actual Presidente tem direito a concorrer a um novo mandato, mas não se sabe se o fará, detendo actualmente cerca de 70% de confiança dos russos. Tanto o governo como Putin fizeram crescer o sentimento nacionalista e consolidaram o apoio do povo depois da anexação da Crimeia, do conflito com Ucrânia e da ofensiva militar contra os Estado Islâmico (EI).

ZONA EURO - ACELERAÇÃO LIGEIRA

□ Desenvolvimentos em 2015

A actividade económica na área do euro manteve o processo de recuperação em 2015, embora a um ritmo mais lento do que o antecipado inicialmente e desapontante tendo em conta os factores actuais de suporte à actividade. De facto, a Zona Euro tirou partido dos baixos preços do petróleo, desvalorização do euro, estímulos monetários do BCE e política fiscal neutra. Estes factores impulsionaram o consumo privado e as exportações, mas o ritmo de recuperação da actividade económica na região da moeda única permaneceu lento e inferior ao padrão histórico, antes da crise financeira internacional. Em causa estiveram o elevado nível de endividamento do sector privado, um legado da recente crise financeira de 2008/09, a desaceleração económica das economias emergentes e consequente impacto no desempenho do comércio internacional (com especial destaque para a situação na China), baixo nível de investimento e reduzido ritmo de implementação de reformas catalisadoras do crescimento económico.

A taxa de inflação manteve-se em níveis muito baixos e próximos de zero, ainda que o BCE tenha implementado um programa de estímulos monetários. Em causa esteve o baixo preço das matérias-primas, nomeadamente os preços dos bens energéticos. A inflação *core* manteve-se também em níveis reduzidos, em linha com a queda dos preços do petróleo. **As melhorias registadas no mercado de trabalho foram modestas, em linha com o crescimento económico, que não foi suficientemente robusto para alavancar a formação do emprego.** Neste sentido, a taxa de desemprego manteve-se elevada e continuou a revelar elevadas disparidades entre os países membros. Destaque para a Alemanha, que continua a registar a taxa de desemprego mais baixa do conjunto dos países da área do euro, contrariamente à Grécia e Espanha. Realce ainda para França, cuja taxa tem registado uma tendência ascendente desde 2009 e deverá ficar perto dos 11%, no final de 2015.

Actividade económica continuou a recuperar, embora a um ritmo lento

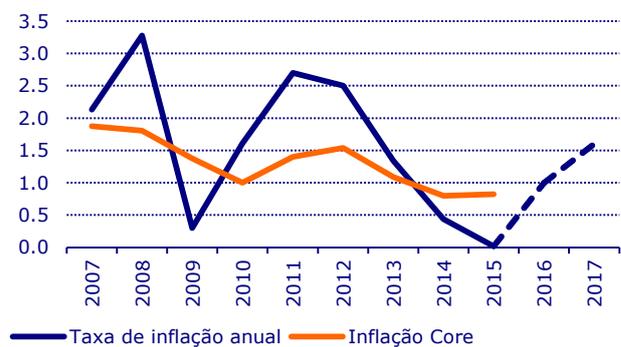
(taxa de crescimento anual do PIB, em %)



Fonte: Bloomberg, Comissão Europeia

Baixos preços da energia limitaram o aumento da taxa de inflação para o nível target do BCE

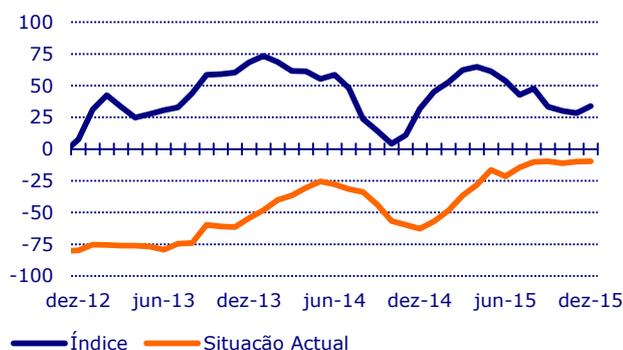
(percentagem)



Fonte: Bloomberg; Comissão Europeia

Indicador de confiança - ZEW

(pontos)



Fonte: Bloomberg

Taxa de desemprego continuou a diminuir muito lentamente

(percentagem)



Fonte: Bloomberg; Comissão Europeia

□ Perspectivas para 2016

A recuperação económica deverá manter-se em 2016, em linha com a melhoria da procura doméstica, que deverá compensar alguma resistência das exportações líquidas, devido à desaceleração das economias emergentes. A nossa

ECONOMIAS

ZONA EURO - ACELERAÇÃO LIGEIRA (cont.)

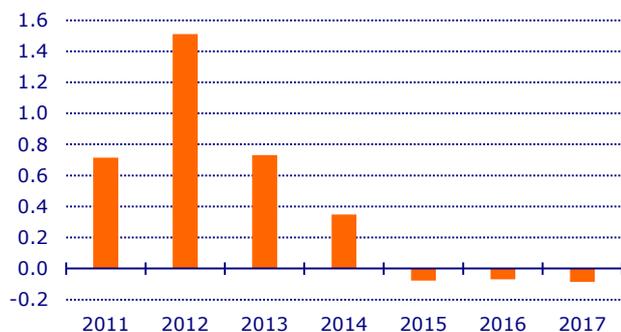
previsão para o crescimento da área do euro é de 1.7% para este ano, ligeiramente inferior ao antecipado pela Comissão Europeia (+1.8%). Ainda assim, o ritmo de recuperação deverá ser distinto entre os vários estados-membros, reflectindo as características específicas de cada país (por exemplo, a diferente exposição à China). Por fim, o investimento deverá continuar a recuperar, embora a um ritmo inferior ao verificado em retomas económicas anteriores. A explicar este desempenho estará a incerteza política e económica, associada aos desenvolvimentos no ambiente externo, tensões geopolíticas, e, em alguns estados-membros, as pressões para a desalavancagem das empresas e restrições na oferta de crédito.

A política monetária deverá continuar fortemente acomodaticia, ao mesmo tempo que o pendor da política fiscal estimado para o próximo ano revela uma política ligeiramente expansionista. As restrições ao nível do crédito deverão diminuir, enquanto a pressão para a desalavancagem e o elevado peso do crédito malparado poderão continuar a pesar no desempenho económico de alguns estados-membros. A taxa de desemprego deverá manter-se elevada na Zona Euro, projectando-se 10.6% este ano, de acordo com a Comissão Europeia. **A lenta recuperação económica e criação de emprego deverão ser insuficientes para reduzir a taxa de desemprego para níveis antes da crise (7.5% em 2007).**

Por fim, espera-se que a taxa de inflação recupere gradualmente em 2016, em linha com a recuperação económica, estímulos monetários do BCE, eliminação dos efeitos de base (caso o petróleo estabilize), e depreciação do euro, que deverá encarecer os bens exportados pela Zona Euro. Ainda assim, espera-se que a taxa de inflação se mantenha longe do objectivo do BCE de uma taxa perto mas inferior a 2%. De facto, a Comissão Europeia antecipa que os preços cresçam 1.0% este ano.

2015 revelou uma ligeira expansão da política orçamental (pendor da pol.fiscal)

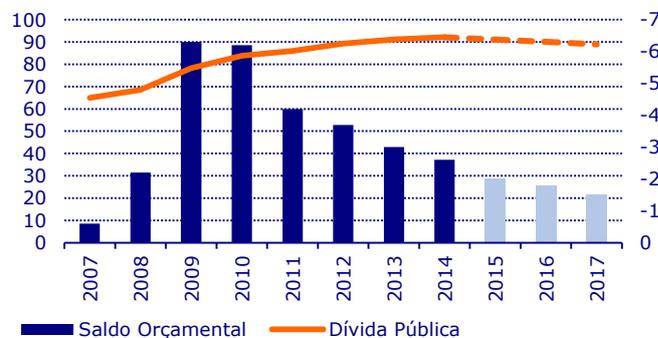
(variação anual do saldo estrutural p.p.)



Fonte: AMECO

O défice orçamental manteve a trajectória descendente devido à recuperação económica

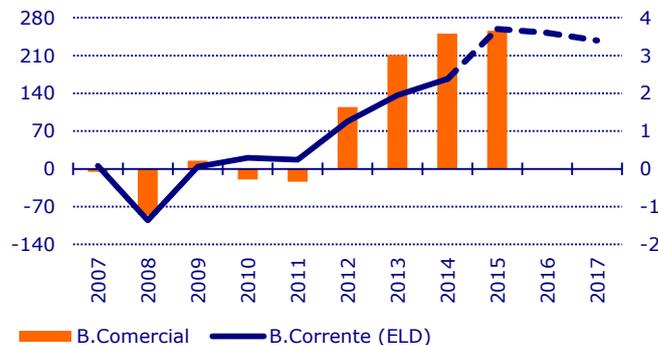
(% PIB; % PIB)



Fonte: Bloomberg; Comissão Europeia

Excedente da conta corrente tem aumentado em linha com a balança comercial

(mil milhões EUR; % PIB)



Fonte: Bloomberg; Comissão Europeia

□ Riscos

Os principais riscos do ponto de vista do crescimento para a Zona Euro assentam na desaceleração económica nos países emergentes, principalmente na China, tensões geopolíticas e volatilidade nos mercados financeiros. Adicionalmente, a prossecução de baixos preços das *commodities* e uma eventual turbulência nos mercados financeiros (com potencial impacto no reforço do papel do euro enquanto moeda de refúgio, levando à sua apreciação) são os principais riscos para o cenário de um aumento lento da taxa de inflação. Em sentido ascendente para o crescimento, destaca-se a continuação de baixos preços do petróleo, os efeitos do programa de QE e aumento da confiança dos agentes económicos, que poderão motivar resultados melhores do que o antecipado inicialmente.

Este ano poderá ainda ser marcado pelos riscos políticos, nomeadamente a tensão no Médio Oriente, eleições em alguns estados-membros (como a Irlanda), e a incerteza em torno da situação política em Espanha. Adicionalmente, há ainda o risco de intensificação de actividades extremistas, com impacto potencial no turismo e investimento estrangeiro.

PORTUGAL - RISCOS, VULNERABILIDADES E CRESCIMENTO TÍMIDO

2015 – Crescimento desaponta no segundo semestre:

A economia portuguesa deverá ter registado um ritmo de expansão em torno de 1.5%, em linha com a nossa expectativa elaborada no final de 2014 mas aquém de previsões recentes, mais optimistas. Efectivamente, o registo do primeiro semestre permitira acalentar expectativas de que o PIB pudesse acelerar a sua trajectória, o que não aconteceu. No terceiro trimestre do ano a economia estagnou, tendo a taxa de variação homóloga desacelerado para 1.4%.

Exportações registam boa performance: 2015 ficou marcado pelo excelente comportamento das exportações. As exportações de material de transporte, de bens industriais e de consumo registaram os contributos mais elevados num ano que ficou também marcado pela retoma das exportações de combustíveis refinados (com um contributo de 0.1 p.p.). As exportações de bens aumentaram 4.1% nos primeiros 11 meses do ano, em termos homólogos. A análise por país de destino revela também significativa resiliência, o resultado dos esforços de diversificação, na medida em que esta boa *performance* ocorre apesar da queda das exportações de bens para Angola, menos 955 milhões de euros até Novembro, uma queda acumulada no ano de 33% y/y.

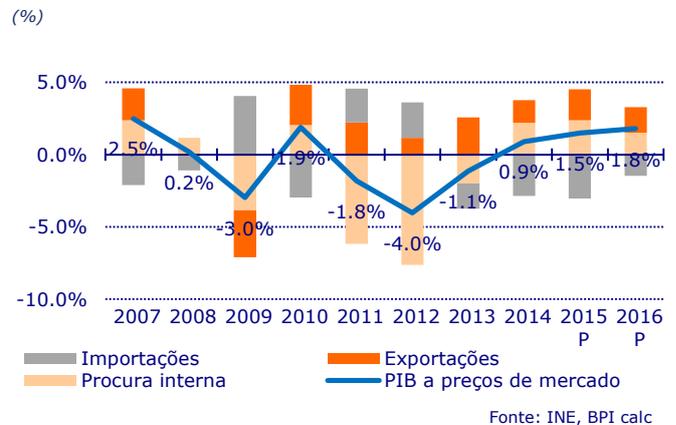
Mas as importações aceleraram uma vez mais, tornando o padrão de expansão menos equilibrado:

Mais uma vez, a aceleração das importações surpreendeu e justificou que o ritmo de crescimento económico se deva quedar por 1.5%, aquém de 1.8% que algumas entidades (incluindo o BPI) chegaram a prever no decorrer do ano. O seu contributo para o crescimento anual do PIB deverá ser o mais negativo desde 2010. Quando medidas a preços correntes, as importações de bens aumentaram apenas 2.1% nos primeiros 11 meses do ano; todavia, excluindo combustíveis, verifica-se um aumento significativamente mais expressivo, na ordem dos 7%. Mas as importações em volume deverão registar um aumento anual bem mais elevado, semelhante ao verificado no ano anterior (+7.2%), reflectindo por um lado a retoma da procura interna (o contributo para o crescimento anual deverá rondar 2.4 p.p., igual ao verificado em 2007), mas também o aumento da componente importada das exportações (nomeadamente exportações de combustíveis mas também de automóveis).

Procura interna recupera pelo segundo ano consecutivo:

As componentes do PIB que formam a procura interna, no seu conjunto, registam uma recuperação de cerca de 5%, em volume por comparação com os mínimos observados em 2013. Todavia, evidenciando a dimensão da retracção que ocorreu nos anos de intervenção externa, situa-se ainda cerca de 12% abaixo dos níveis registados em 2008, patamar mais elevado de sempre. Este comportamento fica a dever-se ao crescimento registado em todas as componentes, destacando-se o Consumo das Famílias, cujo ritmo de expansão anual deverá alcançar 2.6%, o que a concretizar-se encontrará apenas paralelo em 2004. A recuperação do rendimento disponível das famílias ao longo do ano e a queda da taxa de poupança – alcançou 4% no terceiro trimestre de 2015, o patamar mais baixo pelo menos desde 1995 – justificam esta performance, que ocorre em linha com a recuperação dos índices de confiança. Relevante tem sido

PIB anual em volume - Contributos para o crescimento



Exportações de bens Janeiro a Novembro

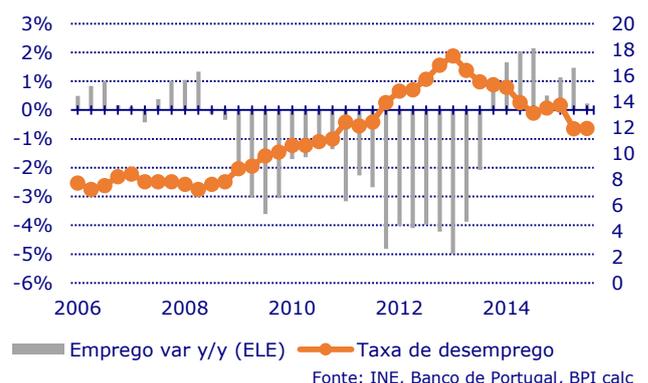
	2014	Peso	2015	Peso	tvh	Contrib.
Bens industriais	13,590	33.7%	13,971	33.3%	2.8%	0.9%
Bens de consumo	8,084	20.1%	8,398	20.0%	3.9%	0.8%
Material de transporte	6,017	14.9%	6,583	15.7%	9.4%	1.4%
Bens de capital	5,242	13.0%	5,385	12.9%	2.7%	0.4%
Combustíveis	3,144	7.8%	3,179	7.6%	1.1%	0.1%
Alimentação e bebidas	4,169	10.3%	4,349	10.4%	4.3%	0.4%
Outros	41	0.1%	42	0.1%	2.1%	0.0%
Total	40,288		41,908		4.0%	
Excluindo combustíveis	37,144	92%	38,729	92%	4.3%	3.9%

10⁶ euros

Fonte: INE, calc. BPI

Tendência de melhoria no mercado de trabalho dá mostras de hesitação

(var. y/y, %; % da pop activa)



ECONOMIAS

PORTUGAL - RISCOS, VULNERABILIDADES E CRESCIMENTO TÍMIDO (cont.)

também o comportamento do mercado de trabalho, pois a taxa de desemprego situa-se em mínimos desde 2010 (11.9%) e tem-se verificado aumento dos postos de trabalho, embora a um ritmo declinante sugerindo precaução na avaliação de tendências futuras.

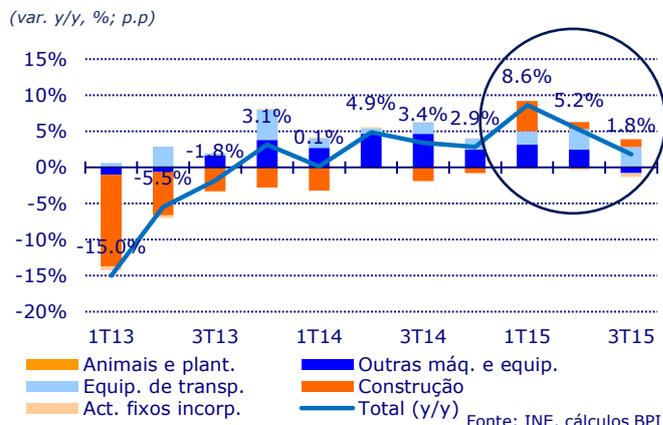
□ **Investimento desacelera ao longo do ano, desapontando:** A Formação Bruta de Capital registou um comportamento volátil ao longo do ano. O comportamento do agregado foi em parte influenciado pela formação de *stocks*, que empolou o crescimento da rúbrica no segundo trimestre. Excluindo a variação de inventários, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) desacelerou ao longo do ano, devendo registar um ritmo de expansão anual em torno de 3.7%, inferior ao registado em 2014. Pela positiva destaca-se o contributo favorável do investimento em construção desde o início do ano, interrompendo mais de uma década de encolhimento do sector. Em contrapartida, o investimento em Máquinas e Equipamento voltou a recuar no 3T15, interrompendo dois anos consecutivos de expansão.

□ **2015 pontua pela manutenção de capacidade externa de financiamento:** No ano terminado em Setembro, Portugal registava uma capacidade externa de financiamento de 1.3% do PIB, 0.4 p.p. inferior aos níveis registados em final de 2014. Observando a composição e contributos por sector desde 2012, quando o saldo da balança corrente e de capital passou para valores positivos, verificam-se oscilações acentuadas nos contributos das Sociedades Financeiras e Administração Pública, entre outros devido ao registo da capitalização do Novo Banco como transferência de capital no 3º trimestre de 2014. Neste período destaca-se também o contributo positivo e a capacidade de financiamento gerada no sector das Sociedades não financeiras. Efectivamente, **o sector corporativo registou um aumento significativo da sua poupança corrente/rendimento disponível bruto, contribuindo de forma significativa para a persistência da taxa de poupança da economia em valores superiores a 15% do PIB, o patamar mais alto em cerca de uma década.** Esta evolução reflecte sobretudo o bom comportamento do Excedente Bruto de Exploração, que nos 12 meses terminados em Setembro aumentou acima dos 4%, y/y.

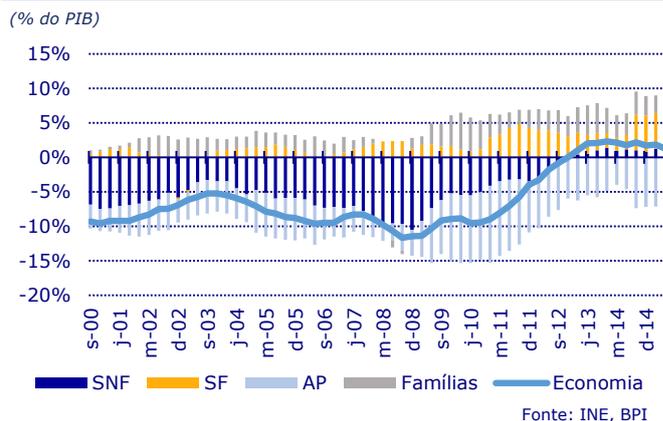
□ **Saldo externo positivo reflecte efeito positivo estimado em 1.3 p.p. do PIB, derivado da queda dos preços do petróleo:** A factura de importações líquidas deverá encolher cerca de 35%. Uma parte significativa desta parcela é explicada pela melhoria dos termos de troca devida ao efeito da queda do preço do petróleo, embora parcialmente compensada pela desvalorização do euro face ao USD. Admite-se que esta evolução só marginalmente reflecte a actividade de refinação, considerando que a margem obtida nesta actividade é pouco expressiva (embora crescente numa envolvente de preços baixos). (ver caixa)

□ **Melhoria dos termos de troca favorece diluição de desequilíbrios:** Desde meados de 2014, a melhoria dos termos de troca explica cerca de 44% do crescimento nominal do PIB. A queda do preço das importações (para a qual pondera

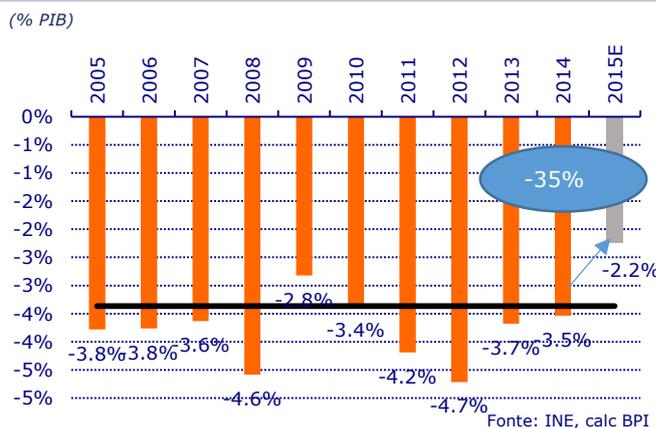
Variação anual da FBCF - Contributos por componente



Necessidade (-) / Capacidade (+) de financiamento externo da economia



Importações líquidas de combustíveis deverão recuar 1.3% do PIB

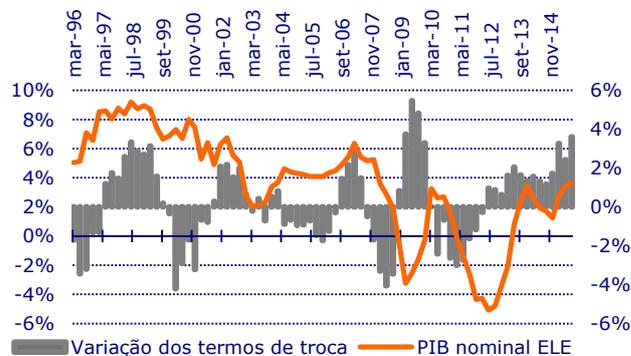


PORTUGAL - RISCOS, VULNERABILIDADES E CRESCIMENTO TÍMIDO (cont.)

de forma significativa o petróleo), justifica cerca de 60% da variação do PIB nominal (note-se que no mesmo período os preços das exportações também desceram, embora de forma menos intensa). Desde o terceiro trimestre de 2014, o ritmo médio de crescimento real da economia portuguesa situou-se em 1.3%. A taxa de crescimento nominal média situou-se em 2.6%, contribuindo para tal a melhoria dos termos de troca, em particular a queda do petróleo. O PIB nominal regista uma variação de 3.3% no período Jan-Set de 2015. No 3º Trimestre, a variação foi de 3.6%, patamar que já não se observava desde 2007.

PIB nominal e variação dos termos de troca

(tx var. anual %; variação y/y, %)



Fonte: INE, BPI

OS EFEITOS DA QUEDA EM CERCA DE 50% DOS PREÇOS DO PETRÓLEO EM 2015

CONTAS EXTERNAS – Estima-se um ganho de 1.3 p.p. do PIB cumulativo em 2015. Compara com previsões médias de 0.7% do PIB para o saldo da Balança Corrente no mesmo período. Ou seja, o saldo da Balança Corrente seria deficitário na ausência da presente queda dos preços do petróleo.

PREÇOS – O efeito na taxa de inflação é diminuto: o Banco de Portugal estima que o segmento dos combustíveis do IPC recue cerca de 9.4% entre meados de 2014 e final de 2015, queda modesta quando comparado com o recuo do petróleo. Atendendo ao peso destas componentes no cabaz do IPC (6.2%), o contributo para a taxa de inflação homóloga será próximo de -0.6 p.p. O que significa que a taxa de inflação em 2015 rondaria 1.1% em vez de 0.5% previstos sem o efeito da queda do petróleo.

TRIBUTAÇÃO – No final de Dezembro, tendo em conta os preços mínimos praticados no mercado, a carga fiscal representava cerca de 70% do preço da gasolina e do gasóleo.

ESTADO – O consumo de combustível está a aumentar (consumo de gasóleo aumentou 3.9% até Setembro de 2015, y/y), justificando o aumento da arrecadação fiscal em cerca de 193 milhões de euros face ao orçamentado (em sede de ISP).

ACTIVIDADE ECONÓMICA – O Banco de Portugal estima um impacto marginal no PIB, entre 0.1% e 0.2% até 2017 derivado da queda acumulada dos preços do petróleo no mercado internacional desde Setembro de 2014. Todavia, os efeitos nos deflatores, logo no PIB nominal são mais significativos: a melhoria dos termos de troca será um dos principais factores subjacentes ao aumento do PIB nominal em 2015: 3.6% no 3º trimestre, ritmo mais alto desde 2007. Desde Junho de 2014, 60% do crescimento do PIB nominal ficou a dever-se à queda dos preços das importações.

Famílias: poupança de cerca de 7 euros mensais por indivíduo com rendimento (considerando rendimento subsídio de desemprego, pensões e salários); poupança entre 0.6% e 0.9% (se considerarmos rendimento médio dos empregados por conta d'outrem).

Empresas: considerando apenas os efeitos de primeira ordem, para além dos sectores em que o petróleo e os combustíveis são a matéria-prima, as indústrias de papel, química e farmacêutica são os sectores onde os custos com os combustíveis mais ponderam no VAB, sendo também os potencialmente mais beneficiados num contexto de queda de preços.

□ **2016 – Apesar da aceleração esperada do ritmo de crescimento económico, alguns desafios poderão surgir:** O nosso cenário aponta para que o ritmo de expansão da actividade económica se fortaleça ao longo de 2016, projectando-se uma taxa de crescimento do PIB de 1.8%. Este desempenho deverá assentar no contributo positivo da procura interna, embora menor que no ano transacto, e no regresso de contributos favoráveis da procura externa líquida. Apesar da recuperação do valor acrescentado internamente depois dos mínimos alcançados em 2013, em termos anuais acumulados o PIB deverá ainda quedar-se quase 4% abaixo dos valores alcançados em 2008, antes da crise financeira internacional e Grande Recessão.

Portugal - Previsões BPI

	2015	2016	2017
Consumo privado	2.6	2.0	1.3
Consumo público	0.4	0.4	0.5
Formação Bruta de Capital	3.7	0.9	2.2
Exportações	5.2	4.1	3.0
Importações	7.2	3.3	1.8
PIB	1.5	1.8	1.8
Défice Orçamental (PDE)	4.3	3.3	3.3
Dívida Pública (%PIB)	128.2	129.6	129.3
Taxa de inflação média	0.5	0.7	1.5
Taxa média de desemprego	12.6	12.2	12.2

ECONOMIAS

PORTUGAL - RISCOS, VULNERABILIDADES E CRESCIMENTO TÍMIDO (cont.)

□ Espera-se uma **expansão mais contida do consumo privado**, reflectindo a estabilização no mercado de trabalho. Não obstante, o rendimento disponível das famílias deverá aumentar, devido a várias medidas e decisões de reposição do rendimento já anunciadas e/ou aprovadas pelo novo Executivo:

- Redução da carga fiscal para rendimentos mais baixos, eliminando ou reduzindo a sobretaxa de IRS para as famílias que auferem um rendimento inferior a 80 000 euros anuais; para as restantes manter-se-á em 3.5%;
- Devolução faseada dos cortes implementados nos salários dos funcionários públicos durante o programa de ajustamento económico;
- Redução para metade da Contribuição Extraordinária de Solidariedade (CES) que incide sobre as pensões mais elevadas estabelecendo que, em 2016, seja de 7.5% para o montante de pensões que exceda os 4,611.42 euros, mas que não ultrapasse os 7,126.74 euros, e que seja de 20% para o valor das pensões acima deste valor;
- Actualização das pensões mais baixas (até 628.8 euros serão actualizadas à taxa de inflação)
- Aumento do RSI e do abono de famílias;
- Aumento do salário mínimo de EUR 505 para EUR 530.

□ Apesar do aumento esperado do rendimento disponível, antecipa-se a **reposição da taxa de poupança das famílias** em valores ligeiramente mais elevados, corrigindo a redução acentuada observada em 2015 (o Banco de Portugal estima que estabilize em torno de 5% do Rendimento Disponível). Esta reposição de poupança, reflectirá também uma postura mais cautelosa face à maior dificuldade esperada de registo de progressos no mercado de trabalho. A base de comparação, relativamente elevada, contribuirá para conter o ritmo esperado de expansão do consumo privado em 2016.

□ Espera-se também uma **evolução favorável do Investimento**, ainda que em desaceleração face a 2015 reflectindo em parte os efeitos das variações de stocks no ano base de comparação. Esta é uma variável a acompanhar atendendo aos desenvolvimentos ao longo de 2015, que sugerem a possibilidade de um comportamento mais desfavorável.

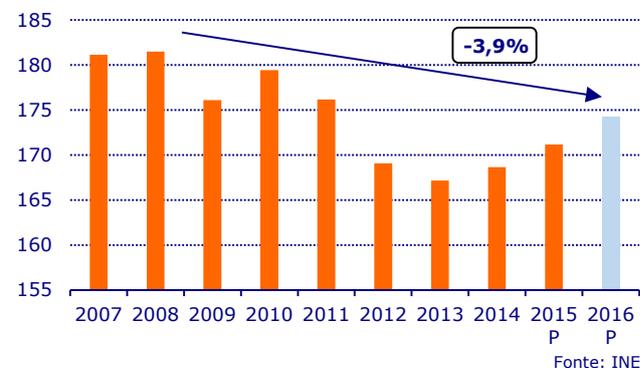
□ O tímido crescimento económico global, em particular nas economias desenvolvidas, e a base de comparação desfavorável depois de um ano de crescimento significativo, sugerem a possibilidade de **desaceleração das exportações**, que ainda assim deverão aumentar em torno de 4%. A persistência de uma moeda relativamente fraca graças às políticas monetárias divergentes em ambos os lados do Atlântico, e os ganhos de competitividade alcançados nos últimos anos, bem como o esforço de diversificação, deverão continuar a suportar as vendas de bens e serviços ao exterior.

□ Quanto **às importações, estas deverão manter um ritmo de expansão significativo, embora mais moderado do que em 2015**. Por um lado, espera-se que quer a procura interna quer as exportações desacelerem. Por outro lado, antecipa-se que o conteúdo importado da procura interna estabilize ou retroceda ligeiramente, reflectindo a desaceleração de algumas variáveis com elevado conteúdo importado, designadamente consumo de bens duradouros. Recordar-se que apesar dos progressos alcançados, empresas e famílias permanecem constringidos por níveis de endividamento ainda relativamente elevados.

□ **Riscos** – O maior risco reside sobretudo na vertente das contas externas e dos equilíbrios com o exterior. Efectivamente, apesar dos progressos, a Posição de Investimento Internacional, diferença entre activos e passivos financeiros de um país face ao resto do mundo, permanece em níveis muito desfavoráveis. Portugal regista uma posição externa devedora e das mais elevadas entre os países desenvolvidos (ver gráfico). Segundo o Banco de Portugal, a PII situava-se em -112.3% do PIB em Setembro de 2015, a terceira maior posição devedora na EU depois do Chipre e Grécia. Várias variáveis contribuem para a evolução deste indicador, entre as quais os preços dos activos financeiros. **Todavia, uma parte importante da variação anual é justificada pelos saldos da Balança de Corrente e de Capital.** Neste contexto, **a evolução da factura petrolífera, o andamento da procura interna, designadamente do consumo de bens duradouros, bem como a evolução da procura dirigida à economia**

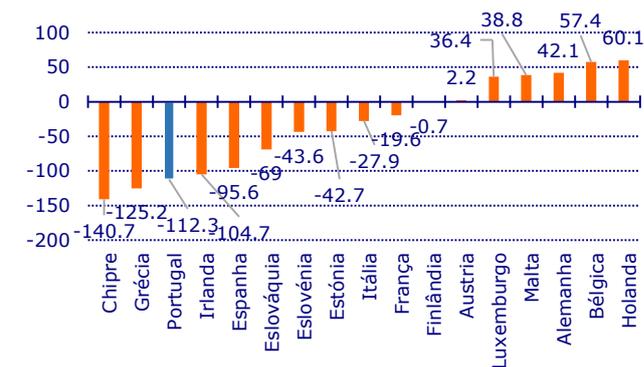
Produto Interno Bruto, em volume, base 2011

(Mil milhões de euros)



Posição de Investimento Internacional destaca-se pela negativa entre os pares

(% PIB)



Fonte: Banco de Portugal

PORTUGAL - RISCOS, VULNERABILIDADES E CRESCIMENTO TÍMIDO (cont.)

portuguesa constituem os principais factores de risco. Num cenário mais positivo, a procura interna aumentaria estimulada pela política de rendimentos favorável, sem com isso pôr em causa o equilíbrio externo (o que significaria maior capacidade de substituição de importações pela oferta doméstica), para o qual teria que contribuir também a estabilização do petróleo em níveis em torno dos 50USD/barril. Neste cenário, o ritmo de crescimento económico poderia alcançar 2%. Repare-se que o facto de uma parte das medidas aprovadas recentemente se centrar nos agregados de menores rendimentos poderá estimular o consumo de bens com pouco conteúdo importado. Em contrapartida, pela negativa, os maiores riscos concentram-se na possibilidade de inversão da trajetória dos preços do petróleo (alguns autores referem perspectivas de inversão no segundo semestre de 2016); redução da procura externa dirigida à economia portuguesa (cenário com alguma probabilidade atendendo à desaceleração/recessão das maiores economias emergentes, com impacto no comércio internacional e efeitos no mundo desenvolvido); perturbação e volatilidade nos mercados financeiros internacionais, com impacto nos custos de financiamento externos do sector público e privado (embora este cenário tenha menor probabilidade de ocorrência graças à política de QE do BCE).

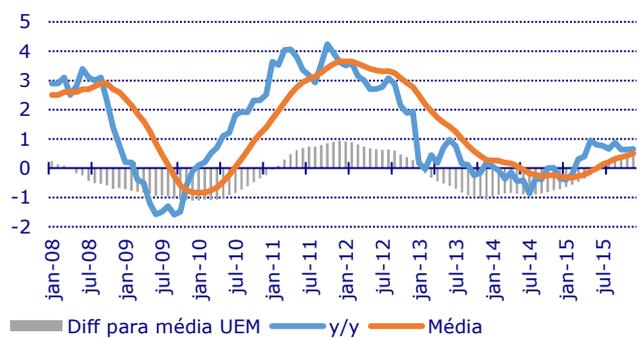
□ **Mercado de Trabalho:** A trajetória da taxa de desemprego em 2015 surpreendeu positivamente. Há um ano atrás antecipava-se que a taxa de desemprego alcançasse 14%. Todavia, segundo informação do INE, a taxa de desemprego alcançou 11.9% no terceiro trimestre do ano, igual ao trimestre anterior. Em termos médios, e atendendo à sazonalidade que tipicamente implica piores desempenhos deste indicador nos trimestres em torno dos finais de ano, antecipa-se que a taxa de desemprego se situe em 12.6%. Em 2016, prevê-se que a trajetória de melhoria permaneça, embora mais moderada, em linha com a evolução tendencial da criação de emprego e o fortalecimento da actividade económica. A nossa projecção aponta para valores para a taxa de desemprego em torno de 12.2%, que poderão ser superados (favoravelmente) dependendo também das políticas públicas implementadas, com impacto no mercado de trabalho (por exemplo, reforço das políticas activas de emprego ou aumento do número de funcionários públicos).

□ **Inflação:** A taxa de inflação regressou a terreno positivo em 2015 e, em termos médios, deverá terminar o ano em torno de 0.5%. Todavia, permanece em valores historicamente baixos, facto que se justifica parcialmente pelos efeitos da queda significativa dos preços do petróleo no mercado internacional. Tendo em conta o peso das componentes de combustíveis no cabaz do IPC (6,2%), o contributo para a taxa de inflação homóloga será próximo de -0.6 p.p. O que significa que a taxa de inflação em 2015 rondaria 1.1% em vez de 0.5% previstos sem o efeito da queda do petróleo. De destacar também o diferencial com o ritmo de crescimento médio dos preços na região do euro, que regressou a terreno positivo, significando maior inflação em Portugal que na região. Em 2016, antecipamos a manutenção da tendência de lenta subida, devendo a taxa média de inflação quedar-se por 0.8% no final do ano. Um eventual aumento dos preços do petróleo e dos combustíveis no mercado internacional poderia por em risco esta previsão, colocando a taxa de crescimento dos preços acima de 1%.

□ **Políticas económicas:** O saldo das Administrações Públicas (AP) apurado na óptica de caixa situou-se em -4.8 mil milhões de euros nos primeiros 11 meses do ano, registando uma melhoria face ao período homólogo de cerca de 1.74 mil milhões de euros (considerando universos comparáveis). Esta melhoria teve por base o efeito conjugado da diminuição da despesa (-1.9%, reflectindo a queda da despesa com subsídios à formação profissional, com pessoal, com prestações de desemprego e com juros que mais do que compensou o acréscimo registado nas rubricas de investimento e de aquisição de bens e serviços) e ligeiro aumento da receita (+0.6% y/y, reflexo do aumento da receita fiscal (5.2%), parcialmente compensado pela queda das restantes componentes). Numa óptica de Contas Nacionais, considerando o período de Janeiro a Setembro de 2015, o saldo global das AP fixou-se em -4.8 mil milhões de euros, correspondente a -3.6% do PIB (-8.9% do PIB em igual período do ano passado, -5.1% excluindo a capitalização do Novo Banco). **O Executivo estima que o**

Taxa de inflação e diferencial face UEM

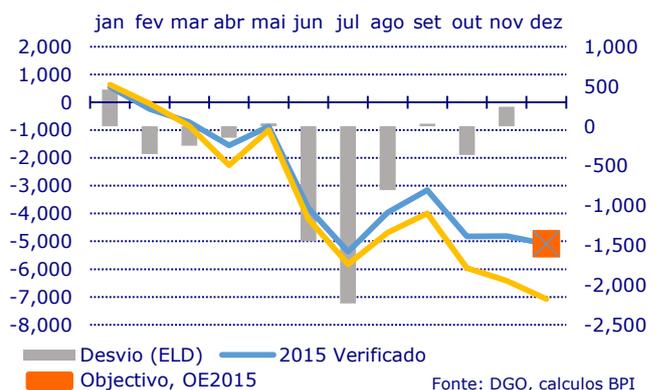
(%, taxa de variação)



Fonte: Thomson Reuters, INE

Execução Orçamental - Em linha com o objectivo

(Milhões de euros)



Fonte: DGO, calculos BPI

ECONOMIAS

PORTUGAL - RISCOS, VULNERABILIDADES E CRESCIMENTO TÍMIDO (cont.)

saldo orçamental de 2015 supere -4% do PIB, reflexo da operação de venda num contexto de resolução do BANIF decidida próximo do final do ano, cujo impacto nas contas do Estado deverá ascender a 2.25 mil milhões de euros (1.3% do PIB estimado em 2015), sendo cerca de 1.776 mil milhões injectados directamente pelo Tesouro português e 489 milhões para um empréstimo ao Fundo de Resolução.

ESPAÑA - CRESCIMENTO SUSTENTADO

□ **2015:** O crescimento económico deverá situar-se em torno de 3%, talvez ligeiramente acima, superando as expectativas do início do ano que apontavam para um crescimento pouco acima de 2.0%. O ritmo de expansão mais forte do que o esperado beneficiou tanto de factores internos, como externos. **Entre os factores externos destaca-se o efeito da política do BCE** na evolução dos custos de financiamento dos agentes económicos. O BCE estima que o programa de compra de dívida de activos de médio e longo prazo pela autoridade monetária ter-se-á reflectido na redução de cerca de 70 pontos base no custo de financiamento do Estado espanhol, cerca de 20 pontos base no custo de financiamento das empresas não financeiras e cerca de menos 30 pontos base no caso dos bancos. Adicionalmente, **a queda do preço do petróleo terá favorecido a redução dos custos das empresas e a expansão do consumo privado** (o qual terá também beneficiado de melhorias no mercado de trabalho). **A nível interno salientam-se os sinais de alteração da estrutura produtiva**, mais direccionada para a produção de bens transaccionáveis, evidente por exemplo no crescimento do investimento em maquinaria e bens de equipamento – em termos médios este tipo de investimento aumentou 9.5% nos primeiros três trimestres de 2015 – **e os efeitos relacionados com a maior flexibilização do mercado de trabalho**, facilitando a criação de emprego. Estas alterações tenderão a favorecer a sustentabilidade do crescimento no médio/longo prazo.

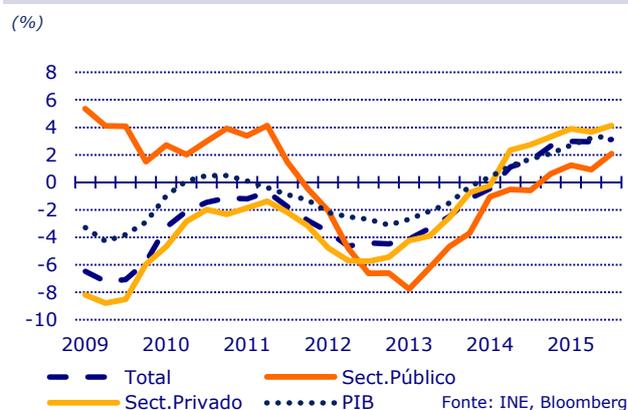
□ **Em termos médios o emprego aumentou 3.0% em 2015, beneficiando de melhorias em todos os sectores de actividade, mas os principais contributos foram dados pelos sectores dos serviços e indústria: 1.8 pontos percentuais (pp) e 0.7 pp, respectivamente.** Neste cenário assistiu-se à queda da taxa de desemprego para 21.2% em Setembro, menos 5.8 pp face ao máximo registado em Março de 2013, antecipando-se a permanência de uma tendência positiva em 2016 em linha com a recuperação da actividade económica. Todavia, o nível de desemprego continua elevado, o que tenderá a reflectir-se em crescimentos moderados dos custos unitários do trabalho, contribuindo para que a economia espanhola continue a obter ganhos de competitividade, beneficiando o sector exportador, e para que a inflação evolua de forma benigna. Esta em 2015 manteve-se em terreno negativo, reflectindo, essencialmente, a queda dos preços dos bens energéticos, mas **em 2016 antecipa-se uma aceleração gradual do ritmo de crescimento dos preços, em parte reflexo da diluição dos efeitos relacionados com a queda do preço do petróleo e em parte reflectindo o efeito da esperada apreciação do euro no preço dos bens importados.**

Previsões Macroeconómicas do BPI

	2014	2015P	2016P	2017P
PIB	1.3	3.1	2.7	2.4
Consumo Privado	2.4	3.0	2.8	2.5
Consumo Público	1.5	1.5	1.5	1.0
Investimento	0.5	6.1	5.0	4.0
Exportações	4.7	5.5	5.2	5.0
Importações	6.8	6.5	6.2	5.5
Taxa de inflação média	-0.1	-0.5	1.0	1.5

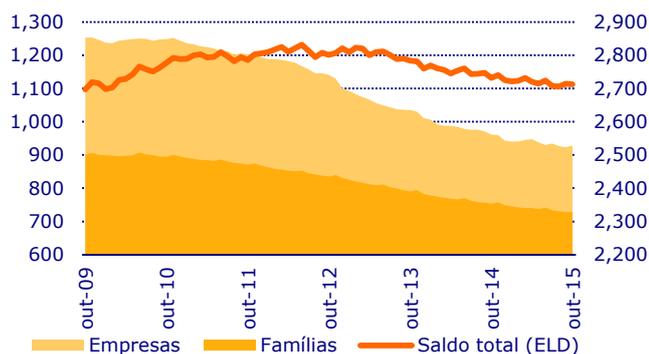
Fonte: BPI

Varição anual do emprego e PIB

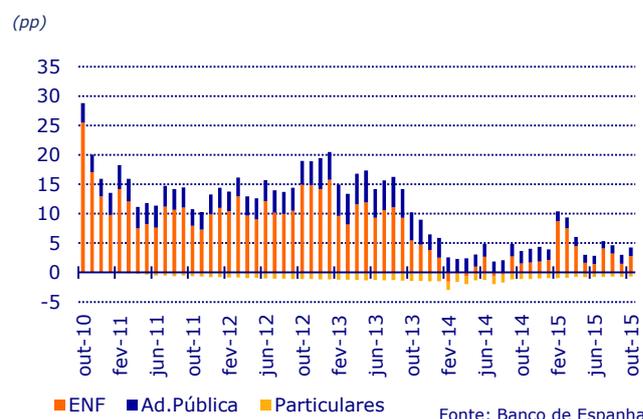


Financiamento às empresas e famílias

(Mil milhões EUR; mil milhões EUR)



Contributos para o crescimento do financiamento (exclui acções)



ECONOMIAS

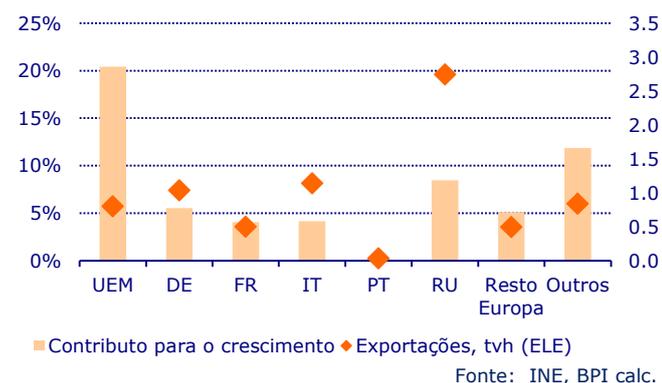
ESPAÑA - CRESCIMENTO SUSTENTADO (cont.)

□ **Em 2015, continuou a correcção de importantes desequilíbrios internos e externos, que contribuem para a consolidação de um cenário favorável ao crescimento. Destes refere-se a redução dos níveis de endividamento de sector privado.** Entre as empresas o rácio de endividamento caiu para 87% do PIB em Setembro de 2015, menos 29 pp do que Junho de 2010 (máximo); e entre os particulares situava-se em 68.4% do PIB, menos 16 pp do que em Junho de 2010 (máximo). **A balança corrente continua em terreno positivo, sendo que o respectivo saldo representava 1.0% do PIB em Setembro de 2015**, em grande parte traduzindo o bom comportamento da balança de bens e serviços, que nos primeiros nove meses de 2015 registou um saldo equivalente a 2.7% do PIB. Esta evolução da balança comercial tenderá a contribuir para a **redução Posição de Investimento Internacional Líquida. Em Setembro de 2015, a PII líquida representava 91.9% do PIB, o que compara com 97.6% em Junho de 2014.** A capacidade de financiamento da economia continua a melhorar, situando-se em 2.2% do PIB em Setembro de 2015, beneficiando o aumento da capacidade de financiamento das empresas não financeiras para 2.2% do PIB e da redução das necessidades de financiamento da administração pública para 5.3% do PIB. Finalmente, referem-se o surgimento de sinais mais positivos no mercado de crédito, tirando partido tanto da redução dos níveis de endividamento dos agentes económicos, como do esforço de reestruturação e consolidação levado a cabo pela banca espanhola.

□ **2016: Neste cenário as perspectivas para a economia espanhola em 2016 são positivas, antecipando-se um crescimento acima de 2.5%.** Internamente, os principais riscos situam-se ao nível da situação política, na medida em que a permanência de um ambiente de incerteza tenderá a adiar decisões de investimento. A nível externo, o principal risco vem de um eventual arrefecimento da procura global relacionada com menor crescimento das economias emergentes.

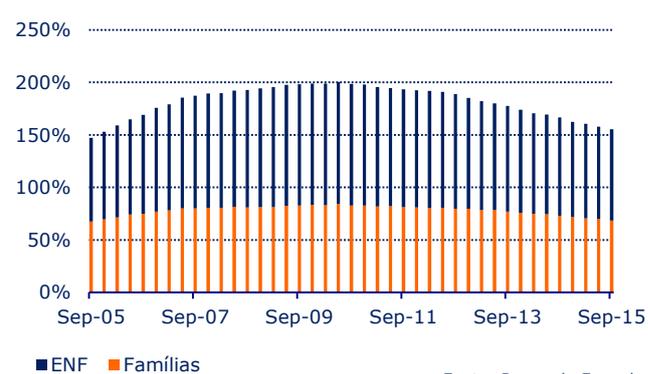
Contributos para o crescimento das exportações, acumulados até Set-15

(tvh, pp)



Níveis de endividamento sector privado

(% do PIB)

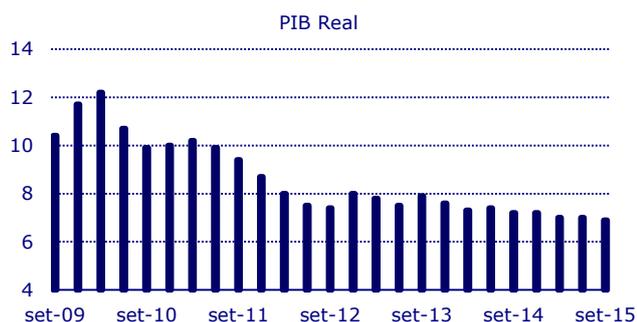


CHINA - UMA DAS INCERTEZAS DO ANO

- **O processo de transição da economia chinesa foi um dos principais factores a marcar o comportamento dos mercados financeiros em 2015.** Se por um lado, o abrandamento do crescimento já era expectável, por outro, dada a importância que a economia chinesa passou a ter na economia global, começaram a aumentar os receios de que as vulnerabilidades acumuladas nos últimos anos pudessem constituir um risco para a economia global.
- **O PIB da China manteve um crescimento robusto de 7% y/y nos primeiros dois trimestres do ano, mas no terceiro trimestre desacelerou, ainda que ligeiramente, para 6.9% y/y.** Paralelamente, os dados do PIB continuaram a evidenciar uma alteração estrutural da economia, que se traduz numa maior contribuição do consumo e dos serviços para o crescimento em detrimento da contribuição do investimento e do sector secundário. Como resultado, registou-se um comportamento insatisfatório nos indicadores da produção industrial, num contexto de desaceleração do investimento no sector imobiliário e de redução das exportações. Mas a verdade é que este comportamento menos positivo tem sido parcialmente compensado por um crescimento do consumo, reflectido no aumento das vendas a retalho, suportadas pelo crescimento do rendimento disponível num mercado de trabalho ainda sólido.
- **A taxa de crescimento dos preços do consumidor em 2015 foi oscilando em torno de mínimos históricos, reflectindo a queda dos preços das *commodities* nos mercados internacionais e também a desaceleração do crescimento da actividade.** Por seu turno, o índice de preços do produtor continuou acentuar a tendência de contracção, o que resulta em parte da queda dos preços das matérias-primas (*inputs* importados pelos produtores que constituem o grosso do índice), mas também é um sinal da fragilidade do sector industrial e do excesso de capacidade da indústria.

O crescimento económico mantém tendência de abrandamento

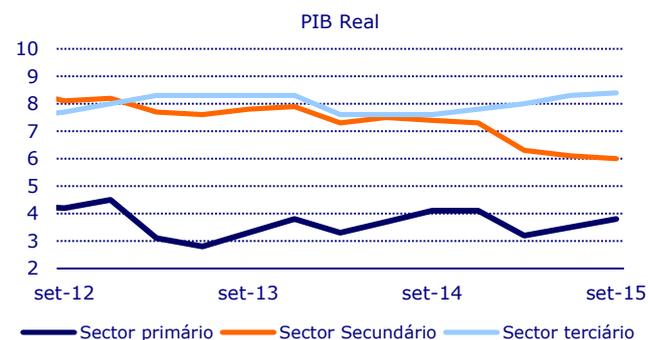
(yoy %)



Fonte: Bloomberg/NBSC

Do lado da oferta, desaceleração do sector secundário compensada pelo maior dinamismo no sector terciário

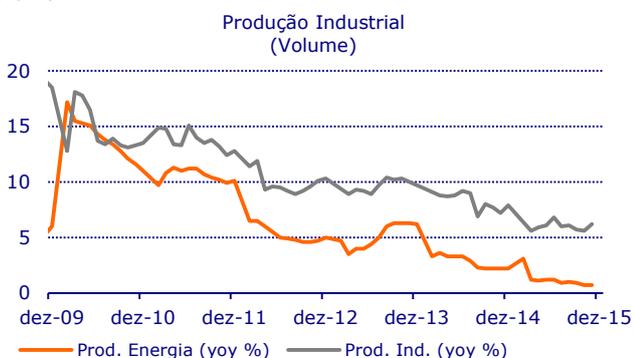
(yoy %)



Fonte: Bloomberg/NBSC

Crescimento da produção industrial abaixo dos níveis históricos

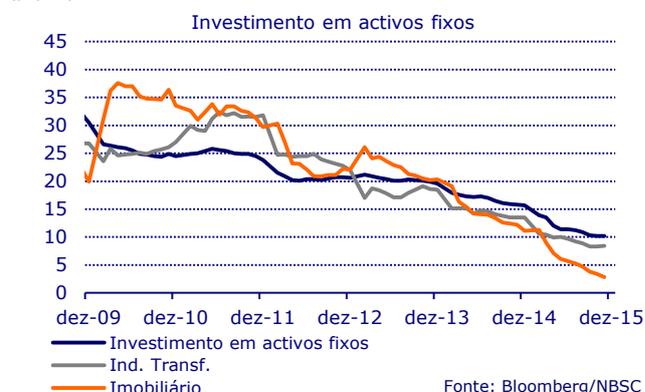
(yoy %)



Fonte: Bloomberg/NBSC

O crescimento do investimento continua em forte queda

(yoy %)



Fonte: Bloomberg/NBSC

- **Neste contexto, e com o objectivo de manter a taxa de crescimento económico nos 7%, as autoridades foram adoptando diversas medidas de estímulo do lado da procura ao longo do ano, nomeadamente através de uma política monetária mais acomodatória e introduzindo incentivos fiscais de forma a tentar impulsionar o crescimento.** Em termos de política monetária, o Banco Popular da China continuou a adoptar uma política mais acomodatória, que incluiu

ECONOMIAS

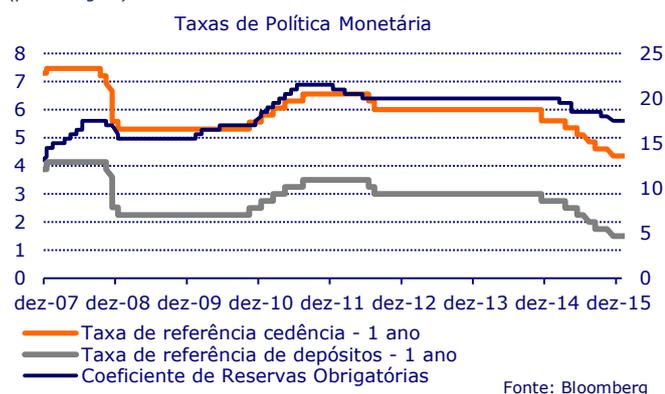
CHINA - UMA DAS INCERTEZAS DO ANO (cont.)

uma redução de 125 pontos base tanto na taxa de juro dos depósitos a um ano como na taxa de juro dos empréstimos a um ano (para 1.5% e 4.35% respectivamente), e uma diminuição do coeficiente de reservas obrigatórias em 250 pontos base, para 17.5%. Por outro lado, o governo foi também anunciando algumas medidas de estímulo fiscal, nomeadamente tentando contrariar a queda do investimento através do investimento em infra-estruturas e introduzindo alguns incentivos para amenizar o processo de ajustamento no mercado imobiliário. Para além disso, destaca-se a decisão do Banco Central de permitir uma flutuação mais alargada da moeda, que resultou numa desvalorização acumulada do câmbio de 4.5% em 2015. Note-se que esta decisão, se insere de certa forma no processo de internacionalização da moeda chinesa, mas também constitui uma forma de reanimar a competitividade da indústria transformadora e das exportações. Porém esta desvalorização também acabou por ter efeitos negativos sobre os mercados, ao reforçar o pessimismo dos investidores em relação à moeda e às perspectivas de crescimento da economia.

□ **De facto, o modelo económico assente no crescimento do investimento e no crédito como principal veículo de crescimento económico resultou em diversas fragilidades do sistema financeiro que continuam a ameaçar a sua estabilidade.** O rácio da dívida total sobre o PIB mantém-se elevado em torno dos 200% do PIB, sendo que o peso da dívida do sector empresarial ascende a cerca de 120% do PIB. Como resultado, os custos de financiamento das empresas são elevados e num contexto de recessão da indústria e deflação dos preços do produtor, a sua rentabilidade é cada vez menor. Neste contexto, o número de incumprimentos começa a aumentar e aumentam as preocupações relativamente à qualidade dos balanços das empresas. Acresce referir, que apesar da desaceleração do crescimento do *shadow banking* (ou seja, um conjunto de entidades, infra-estruturas e práticas financeiras que se desenvolvem fora do alcance das entidades reguladoras) estas actividades também continuam a apresentar um peso elevado no total das formas de financiamento.

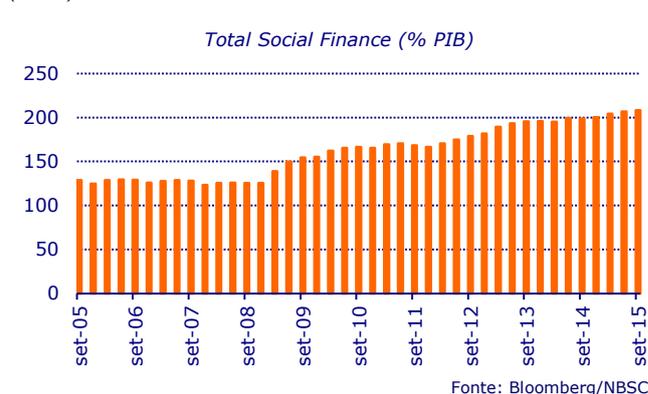
Política monetária mais acomodatória face à desaceleração da inflação

(percentagem)



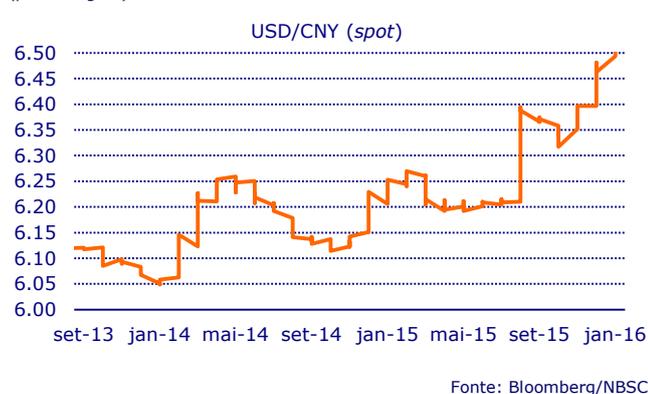
Total do endividamento mantém-se em níveis elevados

(% PIB)



China promove uma desvalorização histórica do yuan

(percentagem)



O mercado accionista continua sobre pressão

(pontos)



□ **Relativamente à posição externa, salienta-se a inversão do fluxo de entrada de capitais privados ao longo de 2015, que foram desencorajados pela desaceleração do sector industrial, mas também impulsionados pela queda do mercado bolsista.** Para além disso, aumentou a saída de capitais de residentes, nomeadamente de empresas que procuravam reduzir o risco cambial, dado o trajeto de depreciação do RMB, abrindo posições longas em dólares. Outro

CHINA - UMA DAS INCERTEZAS DO ANO (cont.)

aspecto importante é um facto de as reservas cambiais acumuladas terem vindo a diminuir de forma mais acelerada, num momento em que a moeda tem sofrido uma perda substancial e as autoridades tentam reduzir a volatilidade cambial. Neste sentido deve-se salientar que apesar das intervenções das autoridades nos mercados para estabilizar a moeda (depois do queda bolsista no final do Verão), a materialização de uma saída significativa de capitais continua a constituir uma forte ameaça para a estabilidade financeira.

□ **Em geral as medidas de estímulo parecem ter conseguido evitar uma desaceleração do crescimento económico mais acentuada, mas provavelmente vão ser necessárias medidas mais agressivas para manter o crescimento económico nos níveis elevados que as autoridades pretendem.** Os efeitos da adopção de políticas monetárias e fiscal mais expansionistas em 2015 vão-se diluindo, e o sentimento geral é de que as autoridades vão ter que continuar a reforçar o carácter acomodatório das políticas do lado da procura em 2016, de forma a sustentar os níveis desejados de crescimento (de acordo com o 13º Plano de 5 anos, as autoridades comprometem-se a manter uma taxa de crescimento de 6.5% para o período de 2016-2020). **Neste contexto, salienta-se que as autoridades ainda têm margem tanto para expandir a política fiscal como a monetária.** Com níveis de dívida pública ainda reduzidos, o governo poderá optar por tentar estimular o crescimento através de uma redução da carga fiscal para as empresas e incentivando o investimento público, nomeadamente em infra-estruturas. Quanto à política monetária, considera-se que com os níveis de inflação contidos, o Banco da China também tem espaço para baixar as taxas de juro. Ao mesmo tempo, o grande desafio das autoridades para 2016 será o de proceder com reformas estruturais (do lado da oferta), para corrigir alguns desequilíbrios que podem por em risco a sustentação desse cenário macroeconómico, sem que com isso produzam um arrefecimento económico indesejado.

□ **Em suma, devemos salientar ainda que a economia real está simplesmente a desacelerar, como num processo natural de desenvolvimento económico, mas os recentes movimentos nas bolsas estão a ameaçar seriamente a estabilidade dos mercados financeiros, e as expectativas para 2016 são de que continuemos a assistir a uma maior volatilidade nos mercados, num novo contexto de divergência de políticas monetárias a nível global. Ou seja, por um lado, deve reconhecer-se que o governo tem diversos instrumentos para garantir uma desaceleração suave e gradual do crescimento e não uma aterragem brusca da economia. Mas existe de facto um risco de que percam o controlo dos mercados financeiros, que estão expostos a uma série de vulnerabilidades (que incluem possíveis bolhas no mercado de acções e mercado imobiliário), e isso poderia contaminar a economia real.**

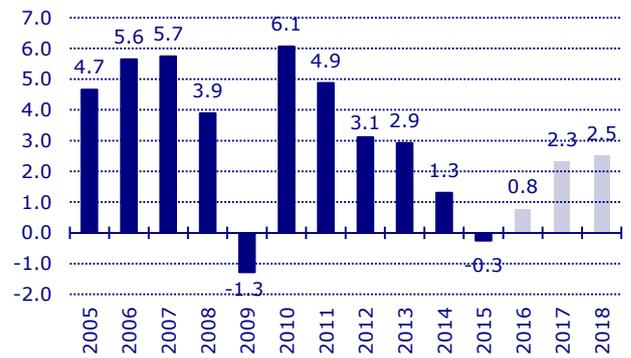
ECONOMIAS

A. LATINA - APÓS ANOS DE FORTE CRESCIMENTO, AS ECONOMIAS VOLTAM A VACILAR

□ **Depois de 3 anos de abrandamento do crescimento económico, a actividade económica da América Latina contraiu em 2015.** O PIB da região recuou 0.7% em 2015, resultado da queda dos preços das *commodities*, desaceleração do crescimento dos principais parceiros comerciais (em particular da China), e constrangimentos internos da maior economia da região (Brasil). Os países exportadores de petróleo (Colômbia, Bolívia, Equador, México e Venezuela) sofreram uma acentuada queda das receitas fiscais e de exportação. Mas a queda dos preços de outras matérias-primas como o cobre, minério de ferro, ouro e soja, também afectaram países exportadores como o Brasil, Chile e Perú. Ainda assim, a contracção económica da região continua a resultar de comportamentos divergentes entre as diferentes economias, com o Brasil a registar uma forte recessão, mas os países da Aliança do Pacífico a registarem apenas um crescimento mais moderado. Espera-se que a actividade recupere em 2016 com a estabilização dos preços das matérias-primas e recuperação da economia norte-americana. Mas os riscos são elevados em termos de aumento da volatilidade nos mercados financeiros e saídas de capitais externos na sequência da inversão da política monetária dos EUA, e de uma recessão prolongada no Brasil. Acrescem ainda as incertezas relativamente à estabilização do crescimento económico da China, e os riscos de uma recuperação mais lenta nos preços das *commodities*.

Crescimento do PIB América Latina

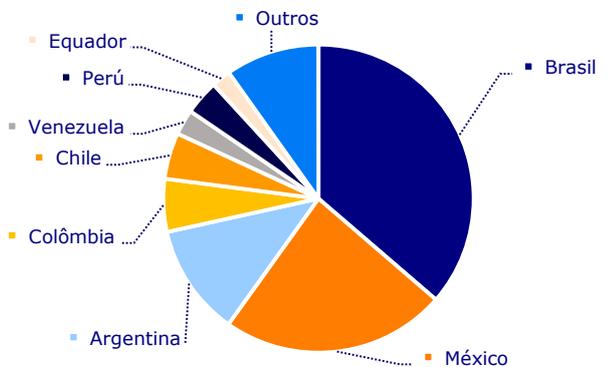
(percentagem)



Fonte: FMI

Composição do PIB América Latina e Caraíbas

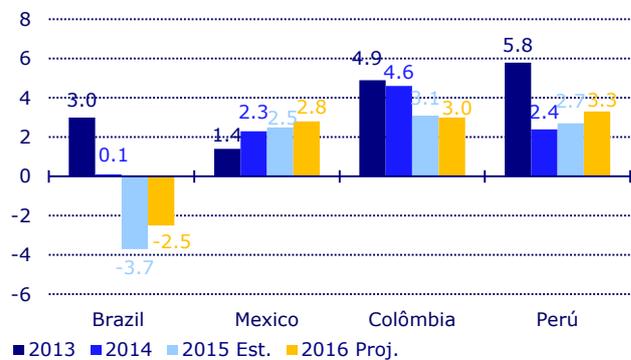
(% PIB nominal em USD)



Fonte: FMI

Crescimento do PIB principais economias

(percentagem)



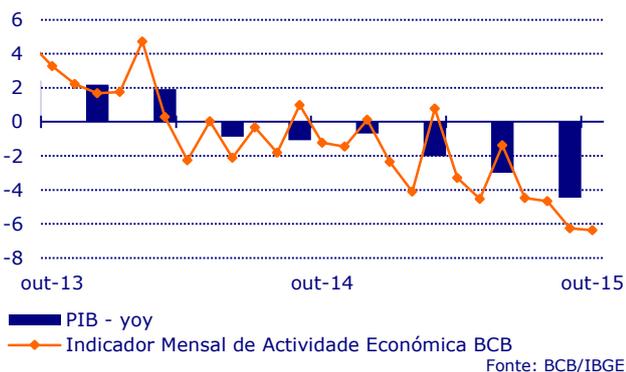
Fonte: Banco Mundial

A. LATINA - APÓS ANOS DE FORTE CRESCIMENTO, AS ECONOMIAS VOLTAM A VACILAR (cont.)

□ **O Brasil sofreu em 2015, a maior recessão económica dos últimos 15 anos, prevendo-se uma contracção do PIB de cerca de -3.7% de acordo com o Banco Mundial.** A economia brasileira ressentiu-se dos fortes desequilíbrios acumulados nos últimos anos, fruto de políticas económicas desajustadas e de um contexto externo desfavorável face à queda dos preços das *commodities* e desaceleração do crescimento na China. Para além disso enfrentou uma forte crise de corrupção que prejudicou não só a classe política como o andamento da actividade económica. Entretanto, a forte desvalorização do real e o ajustamento (inevitável) dos preços regulados exerceram uma forte pressão sobre a taxa de inflação que foi escalando ao longo do ano, e deverá ter chegado aos 10% no final do ano (ultrapassando os limites estipulados pelo Banco Central de flutuação da taxa de inflação em 4.5% +/- 2.5%). Como resultado, numa tentativa de restaurar a credibilidade, o Banco Central foi forçado a proceder com um ajustamento significativo das taxas de juro, que resultou num aumento de 250 pontos base no acumulado do ano, para um novo máximo histórico de 14.25%. As finanças públicas também se deterioraram significativamente, face à dificuldade do governo em diminuir a despesa pública ao mesmo tempo que a recessão afectou significativamente as receitas. Neste contexto, a sustentabilidade da dívida deteriorou-se, o que conduziu a sucessivos cortes na atribuição de *rating* pelas principais agências de notação (perdeu a classificação de investimento para a dívida externa pela S&P e Fitch). Quanto às perspectivas para o próximo ano, considera-se que a recuperação será lenta, e que o PIB deverá voltar a contrair em 2016, ainda que de forma menos acentuada. Por outro lado, a taxa de inflação deve começar a abrandar, não só como resultado do efeito base mas também da contracção da procura interna e do aumento do desemprego. Isto poderá diminuir a pressão sobre a política monetária, ao mesmo tempo que a desvalorização do real deverá suportar a recuperação das exportações.

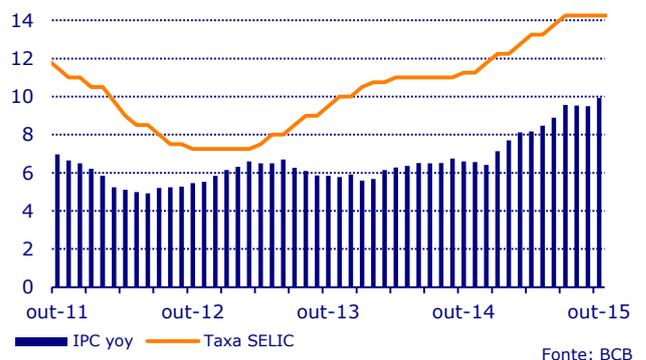
Brasil: Evolução da actividade económica

(variação percentual anual)



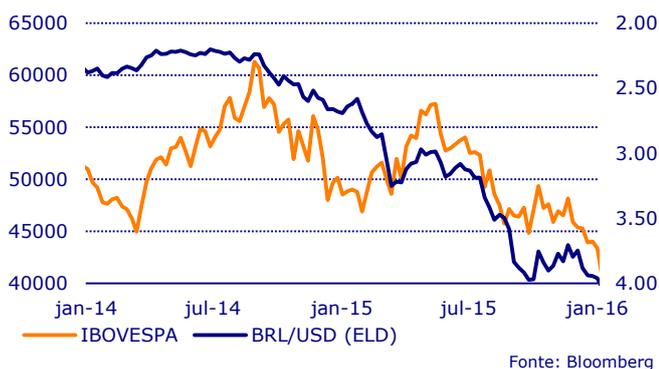
Brasil: Taxa Selic e Inflação

(percentagem)



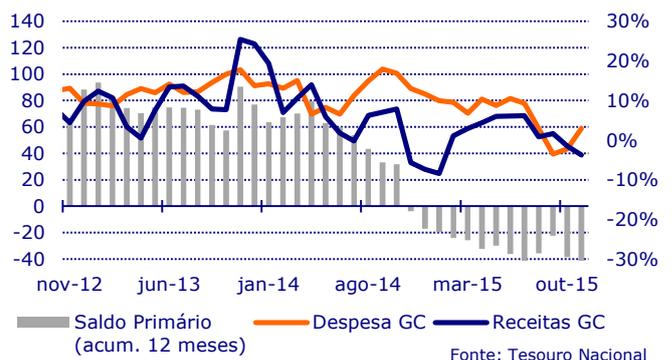
Brasil: IBOVESPA e USD/BRL

(índice; USD/BRL)



Saldo primário, receitas e despesas do Governo Central

(mil milhões de reais)



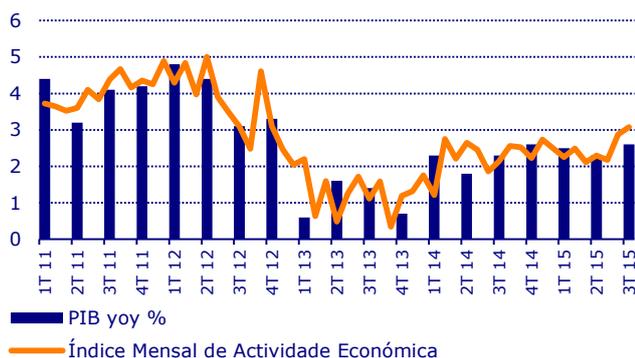
ECONOMIAS

A. LATINA - APÓS ANOS DE FORTE CRESCIMENTO, AS ECONOMIAS VOLTAM A VACILAR (cont.)

□ **A economia mexicana mostrou-se resiliente num contexto externo complexo.** O crescimento económico deverá ter acelerado em 2015 para 2.4%, comparativamente a 2.1% no ano anterior, impulsionado pelo crescimento da procura interna. A economia continuou a beneficiar do bom andamento da actividade nos EUA, ao mesmo tempo que já se foram assinalando alguns reflexos das reformas estruturais implementadas (nomeadamente nos sectores das telecomunicações, extracção petrolífera e sistema financeiro). A confiança dos consumidores aumentou estimulada por melhores condições no mercado de trabalho (incluindo um aumento das remessas dos trabalhadores dos EUA) e níveis reduzidos de inflação. Para além disso, a recuperação económica nos EUA também foi importante para suportar o crescimento da indústria e das exportações, que ajudou a compensar parcialmente a contracção no sector exportador. Os níveis de inflação ancorados dentro dos seus objectivos (2-4%) permitiram manter uma política monetária acomodatória, com a taxa de política monetária estável nos 3% ao longo de praticamente todo o ano, tendo sucedido um único aumento de 25 pontos base em Dezembro na sequência do aumento das taxas de juro pela Fed. Apesar da resiliência do peso à volatilidade nos mercados financeiros das economias emergentes (face ao montante confortável de reservas internacionais e fortes fundamentos macroeconómicos), a taxa de câmbio continuou sob pressão, devido à evolução dos preços do petróleo e apreciação do USD. O crescimento económico deverá acelerar em 2016 apenas moderadamente, mas a implementação das reformas estruturais pode aumentar o potencial de crescimento de médio-prazo. A política fiscal deverá tomar um pendor mais restritivo, enquanto o Banco Central deverá ter que manter-se vigilante sobre o diferencial de taxa de juro em relação aos EUA. No entanto, a saída de capitais e desvalorização da moeda devem manter-se sob pressão o que se poderá reflectir numa aceleração da taxa de inflação.

México: PIB e Indicador Mensal de actividade económica

(variação percentual anual)



Fonte: INEGI/Bloomberg

México: Inflação e Taxa de Política Monetária

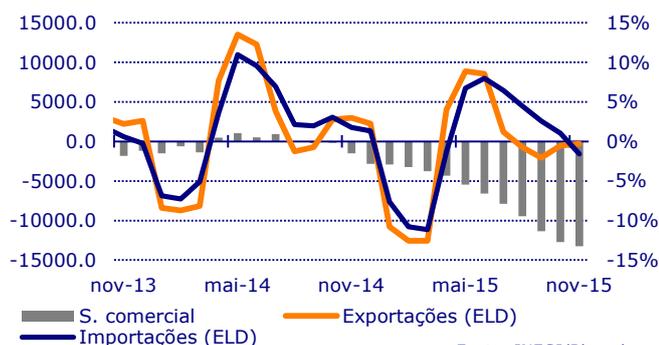
(percentagem)



Fonte: INEGI/Bloomberg

México: Balança Comercial

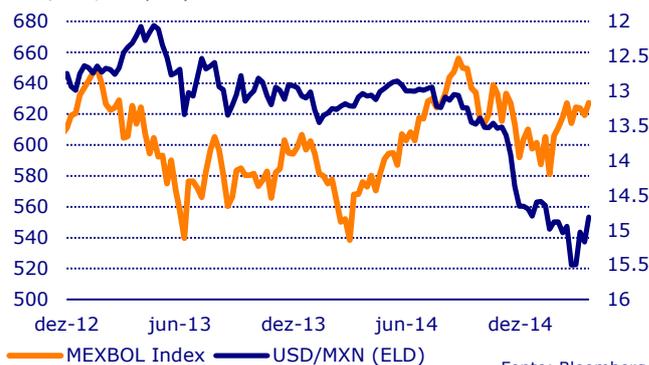
(acumulado 12m -milhões USD; média móvel 3 mese - m/m %)



Fonte: INEGI/Bloomberg

México: USD/MXN & MEXBOL

(índice; USD/MXN peso)



Fonte: Bloomberg

ÁFRICA SUBSARIANA

□ A economia Subsariana enfrentou desafios significativos em 2015, nomeadamente a queda dos preços das *commodities* nos mercados financeiros internacionais, a desaceleração económica na China e a expectativa em torno da normalização da política monetária nos EUA. No entanto, a região continua a demarcar-se pelo ritmo de crescimento robusto, com o FMI a antecipar uma aceleração de 3.8% em 2015 (a mais baixa desde 1999) para 4.3% este ano.

□ O destaque de 2015 vai, essencialmente, para a queda dos preços das matérias-primas, já que a maioria dos países pertencentes à África Subsariana são exportadores líquidos de *commodities*. Ainda que tenham envidado esforços para a diversificação das suas economias, estes países continuam vulneráveis aos choques dos preços das matérias-primas. A queda que se assistiu no último ano gerou uma desaceleração económica na maioria dos países da região, aumentou os desequilíbrios orçamentais e externos e desvalorizou as respectivas moedas. De acordo com a Moody's, os países exportadores de petróleo foram os mais afectados, comparativamente com os exportadores de metais.

□ Em muitos casos, a flexibilidade da taxa de câmbio permitiu absorver o choque, atenuando a transmissão dos efeitos para a conta corrente e finanças públicas. Ainda assim, grande parte dos países recorreu a medidas adicionais para atenuar os efeitos adversos na economia, abrangendo a política fiscal e monetária. Apesar disso, a resposta ao nível fiscal foi limitada pela deterioração das almofadas financeiras (aumento dos défices fiscais e dívida pública) e pela necessidade de consolidar as contas públicas. A depreciação das moedas também gerou um aumento da inflação, que reduziu o espaço para a flexibilização monetária.

Angola

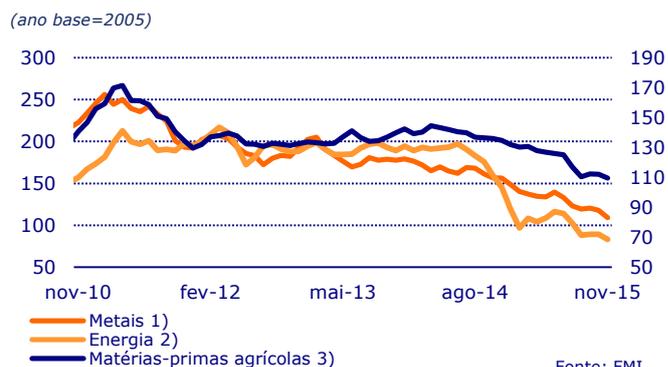
O ambiente macroeconómico em 2015 foi desafiante para a economia angolana, em linha com a queda dos preços do petróleo. O impacto negativo é inevitável, mas tem-se verificado um ajustamento rápido das políticas económicas ao novo contexto.

No que diz respeito às finanças públicas, as autoridades responderam prontamente, rectificando o Orçamento do Estado para 2015 com base em pressupostos mais conservadores, fazendo reflectir a queda das receitas petrolíferas com um corte significativo nas despesas de investimento. Desta forma, o Executivo angolano antecipa um défice de 4.2% do PIB para 2015, projectando um aumento do *stock* de dívida pública para 40.5% do PIB, de acordo com o Orçamento Geral de Estado 2016. A proporção da dívida externa tem aumentado, mas os riscos relativamente à sua sustentabilidade parecem relativamente contidos, já que a principal fonte de receita do país, o petróleo, também é denominada em dólares.

A moeda tem desvalorizado de forma ordenada, preservando o stock de reservas internacionais, ainda que com efeitos adversos sobre a taxa de inflação e conseqüente aperto da política monetária. De facto, a taxa de inflação aumentou em 5.9 pontos percentuais de Janeiro a Novembro de 2015, atingindo os dois dígitos. Ao mesmo tempo, no sentido de atenuar o aumento dos preços, o Banco Central de Angola procedeu a cinco aumentos da taxa de juro de referência, fixada em 11% no final do ano transacto. Apesar da desvalorização da moeda, a elevada divergência entre as taxas de câmbio oficiais e as taxas de câmbio no mercado informal sugere que ainda não foram resolvidos plenamente os problemas de liquidez no mercado cambial, sendo também reflexo das expectativas de desvalorização e dos controlos cambiais. No início de 2016, o Banco Nacional de Angola (BNA) voltou a proceder com uma desvalorização discreta do kwanza, na sequência da crescente escassez de dólares causada pela queda das receitas petrolíferas. Depois de ter permanecido estável em cerca de USD 136 desde meados de Setembro de 2015, a moeda nacional caiu 15% para USD 156.39.

Para 2016, espera-se que o ambiente externo se mantenha desafiante, tendo em conta a expectativa de que os preços do petróleo não recuperem para níveis vistos anteriormente. O FMI estima que o crescimento se mantenha em 3.5%, revelando uma desaceleração significativa do PIB petrolífero (de 6.8% em 2015 para 3.9% este ano), enquanto o não petrolífero deverá acelerar de 2.1% para 3.4%. A taxa de inflação deverá continuar a registar dois dígitos, sendo que o FMI estima que atinja 13% no final de 2016. As contas externas deverão continuar afectadas pelos baixos preços do petróleo, ainda que a instituição internacional espere que as exportações de petróleo aumentem 4.1% face a 2015. Por fim, ao nível fiscal, é esperado uma melhoria das contas públicas, em linha com a consolidação das despesas, com o FMI a antecipar um défice de 1.4% do PIB.

Evolução do índice de preços dos metais, energia e matérias-primas agrícolas (FMI)



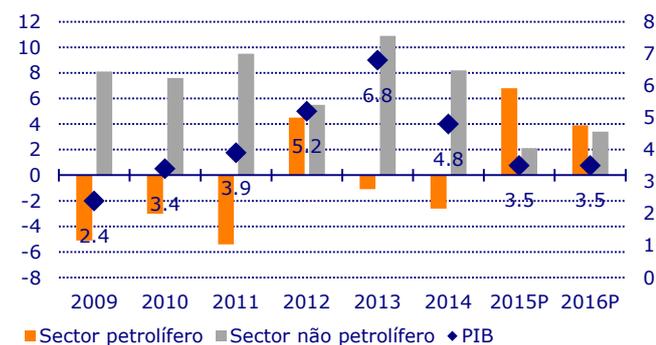
ECONOMIAS

ÁFRICA SUBSARIANA (cont.)

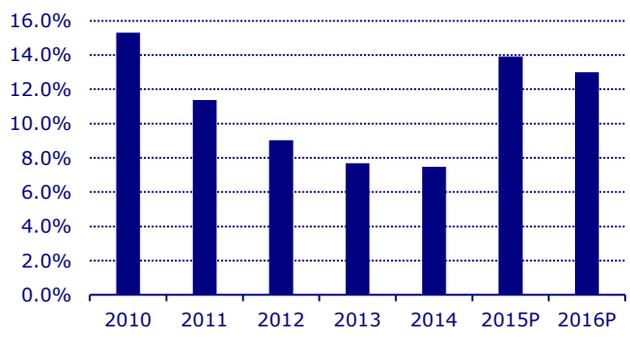
Ainda que os fundamentos macroeconómicos sejam mais sólidos relativamente à última crise, a recuperação lenta dos preços do petróleo apresenta-se como um dos principais riscos para a retoma económica. Ainda assim, o crescimento da produção petrolífera tem respondido positivamente, ajudando a compensar em parte a queda dos preços, mas, ainda assim, incapaz de evitar uma quebra significativa das receitas. Adicionalmente, outras fontes de riscos poderão ser a implementação incorrecta dos cortes nas despesas, desequilíbrios entre o mercado oficial e o informal da taxa de câmbio e deslizes na implementação de reformas estruturais. Os acontecimentos da economia internacional poderão afectar a economia angolana, destacando-se o processo de normalização da política monetária nos EUA ao longo de 2016.

Ambiente externo deverá continuar a limitar o crescimento económico

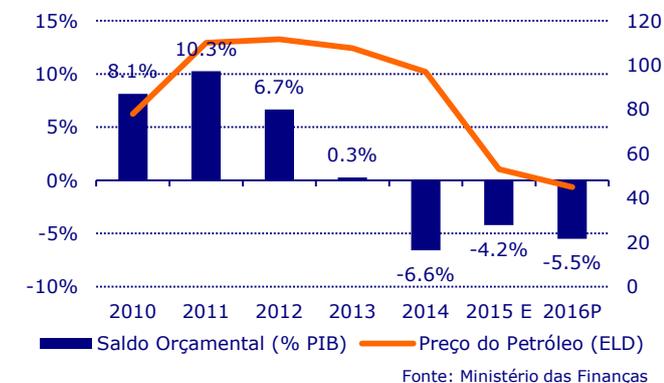
(taxa de crescimento anual)


Depois de mínimos em 2014, a taxa de inflação voltou a registar dois dígitos

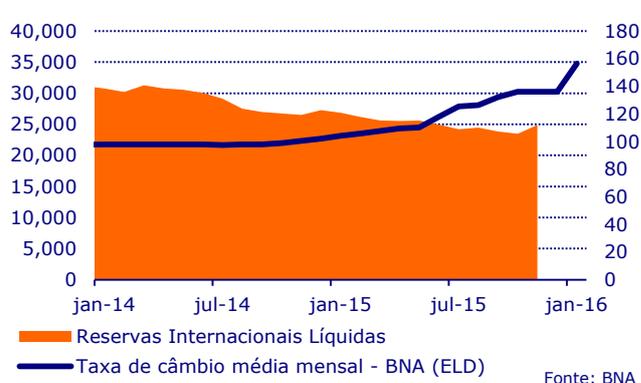
(taxa de inflação no final do período)


Orçamento de Estado revisto para 2015, em linha com a queda das receitas petrolíferas

(% do PIB; USD por barril)


A moeda tem desvalorizado de forma ordenada, preservando o stock de reservas internacionais

(milhões USD; x kwanzas por USD)


Moçambique

A tendência de desaceleração do crescimento da actividade económica manteve-se em 2015, de acordo com os dados relativos aos 3 primeiros trimestres do ano, sugerindo que a taxa de crescimento do ano deverá situar-se abaixo dos 7%. Este comportamento reflecte a desaceleração da entrada de investimento estrangeiro, uma política fiscal mais restritiva, a queda das receitas externas e a consequente desvalorização do metical.

Apesar da derrapagem do défice orçamental em 2014, as autoridades mostraram-se comprometidas com a consolidação das finanças públicas em 2015. Assim, o défice deverá apresentar uma redução significativa em relação ao ano anterior, de acordo com os dados da execução orçamental até Setembro. Neste sentido, o FMI antecipa um défice de 6.5% (depois de donativos) para o ano transacto.

Relativamente à evolução das contas externas, nos primeiros meses de 2015 continuou a assistir-se a uma desaceleração do investimento directo estrangeiro, e a uma deterioração do défice de conta corrente. De acordo com os dados acumulados de Janeiro a Setembro de 2015, as importações de bens mantiveram-se elevadas, embora a parte correspondente aos megaprojectos tenha diminuído substancialmente (-43% y/y), enquanto as exportações de bens voltaram a contrair em termos agregados, apesar de um ligeiro crescimento das exportações tradicionais.

ÁFRICA SUBSARIANA (cont.)

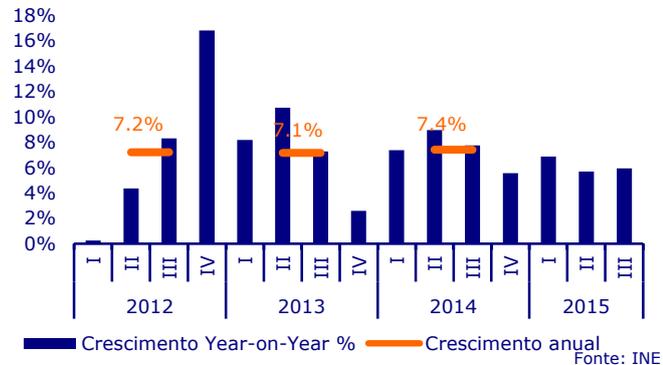
A estabilização cambial nos últimos anos tinha sido um factor importante para manter um crescimento moderado do nível geral de preços, mas a pressão sobre a balança de pagamentos resultou numa forte desvalorização da moeda local em 2015. O Metical foi desvalorizando gradualmente ao longo do ano (tendo registado um movimento mais brusco em Novembro), o que resultou numa perda de valor de cerca de 50% desde o início de 2015, apesar das intervenções do Banco Central para tentar aliviar a pressão sobre o câmbio. Neste contexto, o *stock* de reservas internacionais também acabou por sofrer um desgaste significativo. Esta forte desvalorização gerou uma subida da taxa de inflação, obrigando o Banco de Moçambique a adoptar uma política monetária mais restritiva, traduzida numa subida das principais taxas de política monetária e num aumento do coeficiente de reservas obrigatórias.

Para 2016, o FMI antecipa um crescimento de 6.5%, acelerando para níveis mais significativos no médio prazo, suportados pelo forte investimento nos projectos de gás natural e na maior produção de carvão. O défice orçamental deverá continuar a registar uma trajectória descendente, sinalizando o compromisso das autoridades nacionais em consolidar as contas públicas, ainda que se espere que a redução seja de menor dimensão do que o expectável para 2015. Face à expectativa de que os preços das *commodities* continuem a cair este ano e dada a expectativa de que as importações associadas aos megaprojectos continuem a aumentar em 2016, espera-se que as contas externas continuem a degradar-se. No entanto, ressalva-se que o défice da conta corrente não deverá representar um risco expressivo para a balança de pagamentos, já que os megaprojectos são financiados pelo investimento directo estrangeiro e fundos privados.

Os efeitos da desvalorização do metical no crescimento dos preços deverão continuar a reflectir-se durante 2016. Adicionalmente, a perda de valor da moeda nacional poderá expandir o montante de dívida em moeda estrangeira, encarecer as importações e colocar dificuldades financeiras para as empresas. Deste modo, espera-se que o Banco Central tenha de adoptar medidas adicionais para restaurar a estabilidade cambial, no sentido de evitar que a taxa de inflação atinja os dois dígitos.

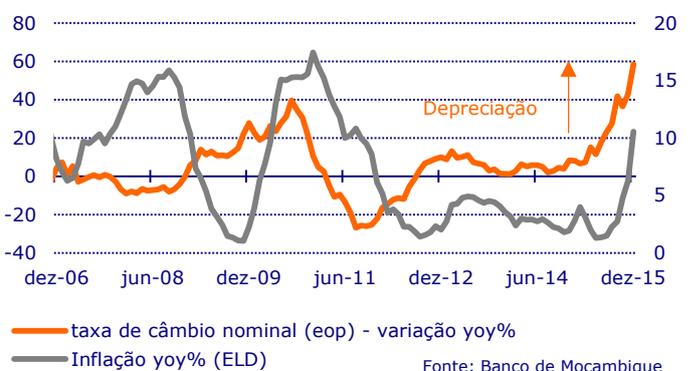
Crescimento do PIB

(variação homóloga)



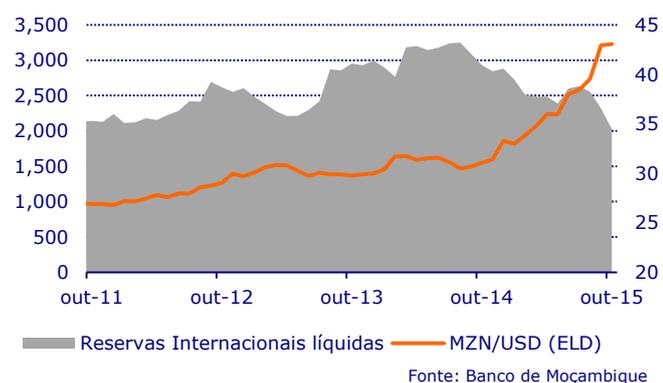
Taxa de inflação e Metical

(percentagem)



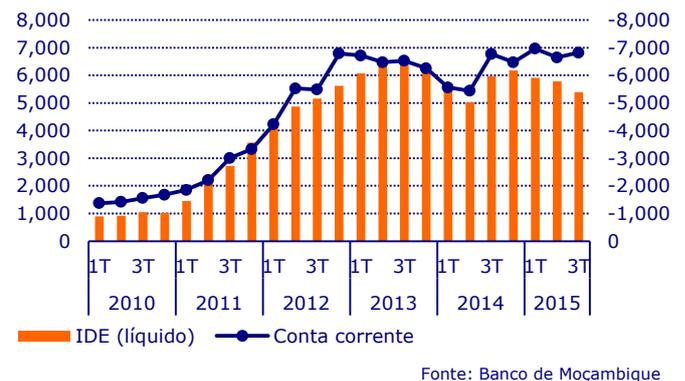
Reservas internacionais líquidas

(milhões de USD; x meticals por USD)



Balança corrente e IDE

(milhões USD; 4 trim. Acum.)



ECONOMIAS

ÁFRICA SUBSARIANA (cont.)

O país estará susceptível às vulnerabilidades externas, nomeadamente à queda e volatilidade do preço das commodities, com impacto potencial nas exportações e receitas orçamentais. A título de exemplo, se os preços do carvão continuarem em queda, os planos de expansão das minas poderão ficar ameaçados, podendo gerar um impacto negativo no crescimento económico de 0.5 pontos percentuais em 2016, de acordo com o FMI. **Condições climatéricas extremas também podem limitar o ritmo de crescimento da actividade.**

□ **África do Sul**

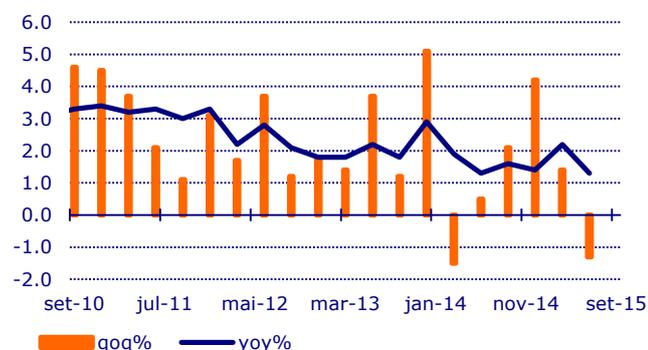
A actividade económica em 2015 voltou a reflectir os problemas estruturais da economia sul-africana. Nos primeiros nove meses do ano passado, o PIB cresceu 1.5% face a igual período de 2014, impulsionado pela indústria extractiva e serviços financeiros. O fraco desempenho económico resultou não só da seca que afectou o país em 2015, fraca procura externa e baixos preços das commodities, mas foi também devido a factores estruturais, nomeadamente as restrições no abastecimento de electricidade, força de trabalho pouco qualificada e escassas infra-estruturas.

Ao longo do ano anterior, a taxa de inflação fixou-se dentro do intervalo definido pelo Banco Central (3%-6%). Os baixos preços das matérias-primas acabaram por atenuar os efeitos sobre o nível geral de preços decorrentes da desvalorização da moeda doméstica, aumento dos preços da electricidade e da alimentação. **Tendo em conta o incremento dos riscos de aumento da inflação, o banco central sul-africano aumentou a taxa de juro de referência duas vezes em 2015,** passando de 5.75% em Janeiro para 6.25% no final do ano.

O final de 2015 ficou marcado por acontecimentos políticos, com a substituição do cargo de ministro das finanças por duas vezes num curto espaço de tempo. Os mercados financeiros ressentiram-se desses efeitos, realçando-se a forte desvalorização da moeda nacional nos dias subsequentes.

Actividade económica continua a reflectir problemas estruturais

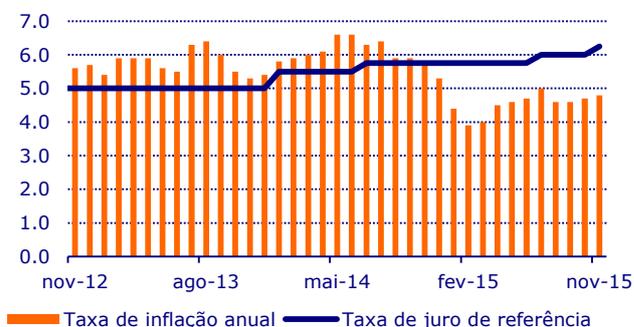
(percentagem)



Fonte: Bloomberg

Os baixos preços do petróleo e a pol. monet. restritiva têm permitido manter a tx. de inflação moderada...

(percentagem)



Fonte: Bloomberg

... mesmo que o rand continue sobre pressão

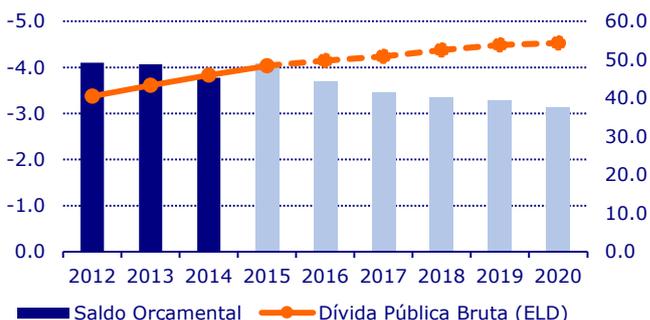
(x rands por USD; x rands por EUR)



Fonte: Bloomberg

Mudanças no ambiente político podem pôr em causa consolidação fiscal

(% PIB; % PIB)



Fonte: FMI

ÁFRICA SUBSARIANA (cont.)

Para 2016, o FMI considera que os constantes cortes de energia eléctrica, a redução do número de empregos no sector do aço e, potencialmente, no sector extractivo, e as implicações dos baixos preços das *commodities* na actividade económica deverão continuar a pesar no crescimento do país. A instituição estima que a actividade económica desacelere para 1.3% em 2016, abaixo do esperado para o conjunto dos países de rendimento médio (2.9% para 2016).

O país deverá enfrentar pressões inflacionistas no próximo ano, que poderão impulsionar a taxa de inflação para valores perto de 6%, o limite superior do intervalo definido pelo Banco Central. Em causa estarão a depreciação do rand, aumento dos preços da alimentação, electricidade, gasolina (denominados em moeda nacional) e dos preços fixados administrativamente, assim como as condições climatéricas adversas e o impacto na produção agrícola. Contudo, uma inflação elevada num contexto de reduzido crescimento económico pode ser um desafio para o Banco Central na gestão da política monetária. **Para atenuar o aumento dos preços, o Banco Central sul-africano poderá ter de aumentar as taxas de juro de referência ao longo do ano.**

A OCDE espera que a política fiscal seja restritiva, destacando a necessidade de se estabelecer um tecto máximo para as despesas fiscais e estabilizar a dívida pública. Ainda assim, importa ter em conta a incerteza quanto à direcção da política fiscal no próximo ano, que pode ser influenciada por pressões políticas.

A economia sul-africana pode ter de enfrentar substanciais desafios no ano que se inicia. A possibilidade de novas greves no sector extractivo ou novos atrasos no aumento da capacidade de geração de electricidade poderão afectar negativamente o crescimento económico. A contínua normalização da política monetária nos EUA poderá resultar na perda de valor do rand, no aumento da inflação e, possivelmente, na saída de capitais do país. Adicionalmente, um crescimento dos salários superior aos ganhos de produtividade, especialmente no sector público, poderá ser um risco adicional para a inflação. O ambiente político deverá manter-se instável nos próximos tempos, tendo em conta os protestos registados no final do ano pedindo a demissão do presidente Zuma. Este ambiente de incerteza poderá colocar entraves ao investimento doméstico e estrangeiro. Outro dos riscos prende-se com as contas públicas, que podem sofrer um deslize caso o ritmo de crescimento seja menor do que o esperado e as pressões políticas aumentem. Por fim, a contínua queda dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais pode deteriorar a balança corrente, as finanças públicas e afectar o crescimento do país.

MERCADO CAMBIAL

MERCADOS

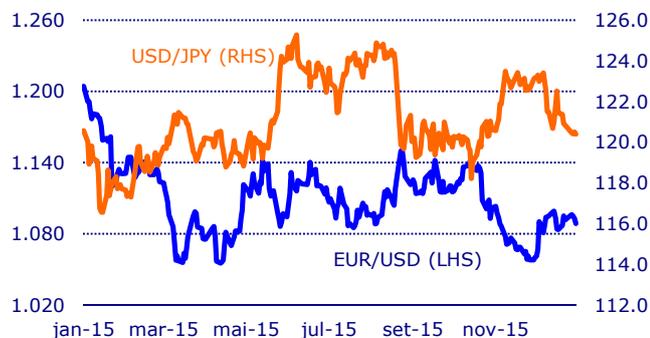
DIVERGÊNCIA DE POLÍTICAS ENTRE BLOCOS DARÁ SUPORTE AO USD

▫ **Acredita-se que um dos principais fundamentos que marcaram a evolução do mercado cambial em 2015 – a divergências de políticas monetárias entre os principais blocos económicos – deverá manter-se bastante actual ao longo de 2016.** A Reserva Federal norte-americana iniciou a escassos dias do final de 2015 o processo de normalização das taxas de juro, tentando fugir à armadilha de uma persistente política monetária expansionista, com pouca margem de eficácia no futuro. Em 2016, os mercados e concretamente o cambial, com todos os seus intervenientes, estarão atentos ao ritmo da subida dos juros. Não temos dúvidas que esta evolução marcará e condicionará igualmente as políticas seguidas pelos restantes bancos centrais, já que existe uma evidente divergência para com a prática que está ainda a ser seguida (existe um atraso no ciclo económico) no Japão, na China e na Europa. Nestes três últimos blocos económicos referidos procura-se uma retoma económica dentro dos padrões de crescimento conhecidos, anti arrefecimento e pró inflação. Por isso, também o BCE decidiu, antes do final do ano, uma extensão dos estímulos monetários concedidos à Zona Euro. Em termos de valores recolhidos para variação do PIB e inflação para 2016, o consensus indica-nos taxas de crescimento de 2.5%, 1.1%, 6.3% e 1.7% para EUA, Japão, China e Zona Euro e de inflação de 1.8%, 0.8%, 1.5% e 1.0%, respectivamente (uma recuperação do PIB na Zona Euro; em termos globais, um aumento mais consistente da inflação).

▫ **As respectivas moedas deram uma ajuda em 2015, ao mostrarem-se mais vulneráveis e fracas em relação ao dólar – o euro perdeu 10% para o dólar, 9% para o iene e 5% para a libra; o iene manteve-se estável para o dólar; o renminbi perdeu 5% para o dólar.** Durante os primeiros meses de 2016, e perante o que foi referido, prevê-se a manutenção desta tendência de maior conforto no dólar por parte de investidores, operadores de mercado e gestores de tesouraria, embora não esteja a ser equacionada uma apreciação significativa da moeda norte-americana. Para já, no caso do EUR/USD, a referência de mínimos mantém-se à volta de 1.05, mas é provável que possa surgir uma diluição de tendências e uma evolução do câmbio âncora entre 1.05 e 1.10. A volatilidade, característica deste mercado, deverá manter-se elevada, de acordo com os dados económicos que serão divulgados e que confirmarão, ou não, a ampliação das divergências (ou expectativas de ampliação). Os mercados serão sensíveis aos indicadores de actividade e de inflação, para além de estarem atentos às expectativas dos diversos agentes económicos e à evolução de áreas como o mercado de trabalho e a sectores como o imobiliário.

Euro e iene terminam o ano a corrigir recentes apreciações do dólar

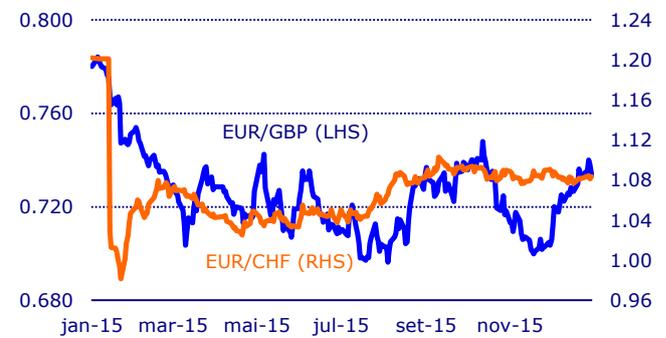
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

EUR recupera de mínimos contra a GBP e CHF mantém-se estabilizado pelo banco central

(x libras por EUR; x francos suíços por EUR)



Fonte: Reuters, BPI

▫ **O ano de 2015 não pode ser caracterizado como o ano em que os investidores apostaram nas principais moedas (ou nos principais câmbios). Pelo contrário, surgiram outras moedas que ofereceram rentabilidades bem mais atractivas, sempre em contextos de alta volatilidade e de construção de tendências bem definidas. Estas tendências foram variadas, influenciadas por diferentes/diversos factores de mercado.** Em primeiro lugar, deve-se referir que ocorreu uma fuga generalizada dos mercados emergentes durante vários momentos ao longo do ano: a sistemática confirmação de que as previsões de crescimento para alguns países eram demasiado optimistas, com países a resvalarem para situações de recessão económica (Rússia, Brasil, por exemplo); a especulação/expectativa de início da subida das taxas de juro nos EUA e os receios de agravamento dos custos de financiamento dos défices destes países; a queda acentuada dos preços das matérias-primas, por vezes principal fonte de receita, agravou ainda mais a situação financeira de algumas economias. Acresce ao grupo de moedas emergentes que sofreram acentuadas desvalorizações (destacam-se o BRL, RUB, ZAR, ARS e TRY), algumas moedas de economias desenvolvidas produtoras de matérias-primas, nomeadamente de crude (por exemplo, CAD e NOK).

▫ **Para 2016, e no caso das moedas mais importantes, as apostas de operadores de mercado e investidores deverão manter-se no USD e na GBP (aguarda-se que o Banco de Inglaterra dê, igualmente, um sinal no sentido de normalização dos juros no Reino Unido).** Se para o EUR/USD a previsão aponta para uma nova incursão do mercado em direcção do mínimo 1.05 e aproximação da paridade, no EUR/GBP, poderemos assistir a uma nova aproximação aos

MERCADOS

MERCADO CAMBIAL

DIVERGÊNCIA DE POLÍTICAS ENTRE BLOCOS DARÁ SUPORTE AO USD (cont.)

0.70/0.69. No caso do iene, se a autoridade monetária nipónica introduzir um pacote adicional de liquidez no sistema financeiro, o USD/JPY poderá ultrapassar de vez o nível 125 e chegar a 135 ienes por dólar. Já no que se refere às moedas dos emergentes, 2016 poderá significar a tentativa de estabilização das moedas, depois das reformas estruturais implementadas durante o período mais difícil e os ganhos de competitividade alcançados, para além de se esperar o regresso gradual de capitais externos (o Institute of International Finance prevê uma melhoria deste cenário, depois de um 2015 de fuga). Para esta situação é importante a estabilização/recuperação dos preços das *commodities*, que pode ocorrer de forma muito lenta. Mas ainda joga a desfavor das moedas emergentes a divergência de políticas monetárias, nomeadamente com os EUA.

Variação acumulada dos principais câmbios

	Abertura 02.01.2015	Abertura 31.12.2015	var. (%)
EUR/USD	1.2103	1.0932	-9.7
USD/JPY	119.78	120.49	0.6
EUR/JPY	144.92	131.73	-9.1
EUR/GBP	0.7762	0.7373	-5.0
EUR/CHF	1.2029	1.0807	-10.2
EUR/SEK	9.4418	9.2024	-2.5
EUR/NOK	9.0200	9.6199	6.7
AUD/USD	0.8181	0.7283	-11.0
NZD/USD	0.7798	0.6837	-12.3
USD/CAD	1.1611	1.3875	19.5

Fonte: Reuters, BPI.

Variação acumulada dos principais câmbios emergentes

	Abertura 02.01.2015	Abertura 31.12.2015	var. (%)
EUR/PLN (zloty polaco)	4.1760	4.2561	1.9
EUR/HUF (forint húngaro)	315.89	313.24	-0.8
EUR/CZK (coroa checa)	27.670	27.011	-2.4
USD/RUB (rublo russo)	58.0460	73.2300	26.2
USD/BRL (real brasileiro)	2.6570	3.8643	45.4
USD/ZAR (rand sul-afric.)	11.5488	15.5318	34.5
USD/ARS (peso argentino)	8.5500	12.9559	51.5
USD/MXN (peso mexicano)	14.7400	17.3745	17.9
USD/CNY (yuan chinês)	6.2046	6.4902	4.6
USD/INR (rupia indiana)	63.4300	66.4742	4.8
USD/KRW (won coreano)	1091.73	1176.54	7.8
USD/IDR (rupia indonésia)	12.400	13.770	11.0
USD/THB (baht tailandês)	32.95	36.09	9.5
USD/TRY (lira turca)	2.331	2.915	25.1

Fonte: Reuters, BPI.

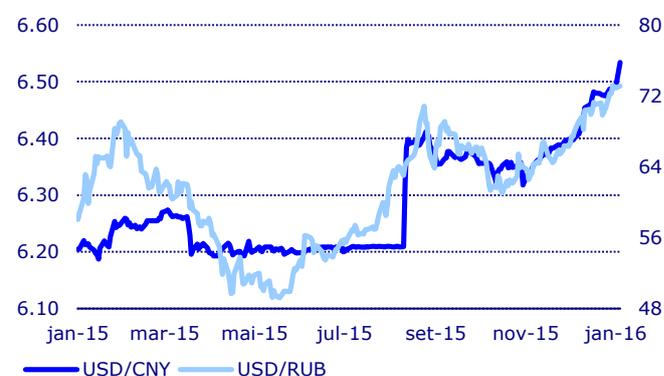
Fluxos financeiros líquidos para as Economias Emergentes

	USD mil milhões						
	2013	2014	2015 E	2016 P	Peso %	'15/'14	16/'15
Fluxos Privados	1273	1032	483	728	100.0	-53.2%	50.7%
América Latina	304	291	239	257	28.2	-17.9%	7.5%
Emergentes Europa	218	31	-20	43	3.0	-	-
África/Médio Oriente	83	97	79	84	9.4	-18.6%	6.3%
Emergentes Ásia	668	613	185	344	59.4	-69.8%	85.9%
Fluxos Oficiais	33	43	65	49	100.0	51.2%	-24.6%
América Latina	19	25	34	25	58.1	36.0%	-26.5%
Emergentes Europa	-4	7	17	8	16.3	142.9%	-52.9%
África/Médio Oriente	10	5	8	9	11.6	60.0%	12.5%
Emergentes Ásia	8	6	6	7	14.0	0.0%	16.7%
Total	1306	1075	548	777		-49.0%	41.8%

Fonte: IIF

Rublo (RUB) e yuan (CNY) acentuam perdas de valor para o USD

(x yuans por USD; x rublos por USD)



Fonte: Reuters, BPI

□ **Vai ser importante a evolução do CNY em termos de direcção geral do mercado.** Mais desvalorizações do renminbi em 2016 são possíveis (e um sinal de risco), pois o menor crescimento económico previsto poderá trazer medidas adicionais de *quantitative easing* e mesmo descidas das principais taxas de juro de referência. Em Agosto de 2015, o banco central da China procedeu a uma desvalorização importante da moeda e, deste então, tem-se vindo a acentuar esta nova tendência. Contudo, existe receio que um CNY ainda mais fraco em 2016 poderá voltar a reacender uma provável "guerra" de moedas, nomeadamente ao nível das moedas asiáticas.

MERCADO MONETÁRIO

MERCADOS

ACENTUAM-SE DIVERGÊNCIAS E MANTÉM-SE O SUPORTE

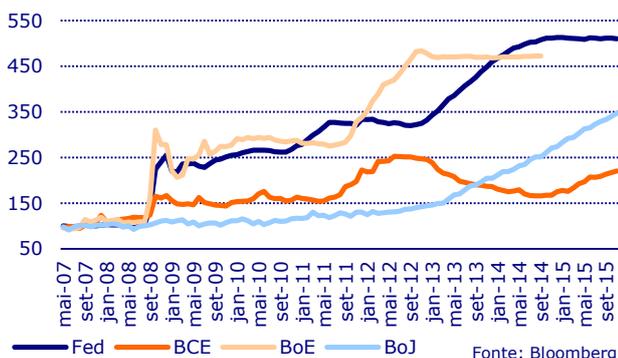
Em 2015, a política monetária nos países desenvolvidos manteve o cariz fortemente acomodatório, mas perante a confirmação de diferentes estádios do ciclo económico acentuou-se a divergência de posicionamento dos diversos bancos centrais. Assim, a Reserva Federal norte-americana iniciou o ciclo de normalização da taxa de juro de referência em Dezembro, enquanto que o Banco Central Europeu, o Banco do Japão e o Banco Nacional da Suíça reforçaram o cariz ultra-acomodatório das suas políticas. Por fim, o Banco de Inglaterra, que se esperava que seguisse a Fed na elevação da taxa de referência acabou por não o fazer apesar do bom andamento da economia.

Reserva Federal 2015: Na reunião de Dezembro, a Reserva Federal iniciou o ciclo de normalização da taxa de juro dos *fed-funds*, alterando o intervalo de 0-0.25% para 0.25-0.50%. Este movimento, que ao longo de 2015 foi sendo adiado, principalmente reflectindo um posicionamento prudente quanto aos sinais de arrefecimento da economia chinesa, é a primeira alteração da principal taxa de referência desta autoridade monetária desde Dezembro de 2008 e reflecte os sinais de retoma moderada da economia norte-americana, com destaque para o comportamento do mercado de trabalho. Com efeito, a taxa de desemprego caiu para 5% em Novembro, em linha com as previsões da Reserva Federal para 2015. Paralelamente, este banco central indicou que a política de normalização das taxas de juro de curto-prazo se pautaria por um elevado gradualismo e que fica dependente da evolução do mercado de trabalho, da inflação, das expectativas inflacionistas e da evolução dos mercados financeiros, tanto interna como externamente. Não se altera a política de reinvestimento dos títulos na carteira do banco central que atingem a maturidade, contribuindo para a permanência de condições de financiamento acomodatórias.

Reserva Federal 2016: Dada a evolução favorável do mercado de trabalho, evidente no comportamento das diversas medidas do emprego e do desemprego, e num cenário em que não se verifique factores externos perturbadores, o principal factor a determinar a velocidade de normalização do novo ciclo de taxas de juro será o comportamento da inflação. As previsões da Reserva Federal para a inflação – medida pelo PCE core, indicador que a Reserva Federal principalmente acompanha – sugerem que o ritmo de crescimento dos preços continuará moderado nos próximos três anos, antecipando que em 2016, a inflação se situe em 1.6%, em 1.9% em 2017 e em 2.0% em 2018. Paralelamente, as previsões para a evolução da taxa de juros dos *fed-funds* indica que a Fed pretende anunciar quatro subidas, colocando o respectivo ponto médio no final de 2016 em 1.375%. Em Novembro o PCE core situava-se em 1.3%, atribuindo-se uma elevada probabilidade a que o seu comportamento permita a colocação da taxa de referência no intervalo estimado pela autoridade monetária. Vários factores apontam para a possibilidade de que a inflação se situe acima das estimativas da Reserva Federal: em primeiro lugar, os efeitos estatísticos associados à queda dos preços dos bens energéticos tenderão a dissipar-se ao longo de 2016, contribuindo para um movimento mais acentuado da inflação; em segundo lugar, atribui-se alguma probabilidade a que a melhoria das condições no mercado de trabalho se traduza em aumento dos custos unitários do trabalho, alimentando movimentos de segunda ordem no comportamento dos preços no consumidor. Ainda que a observância destes factores possa colocar a taxa de inflação acima das previsões da Reserva Federal, atribui-se uma baixa probabilidade a que o ciclo de subida de taxas seja mais agressivo do que o antecipado nas previsões da Fed, na medida em que a autoridade monetária continuará a favorecer a permanência de condições de financiamento acomodatórias; também a divergência do ciclo norte-americano face a outras autoridades monetárias ditará o gradualismo do ciclo norte-americano. Em sentido contrário, ie, possibilidade de que o movimento fique aquém do antecipado nas previsões da Fed potencial instabilidade que poderá gerar nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e a actividade.

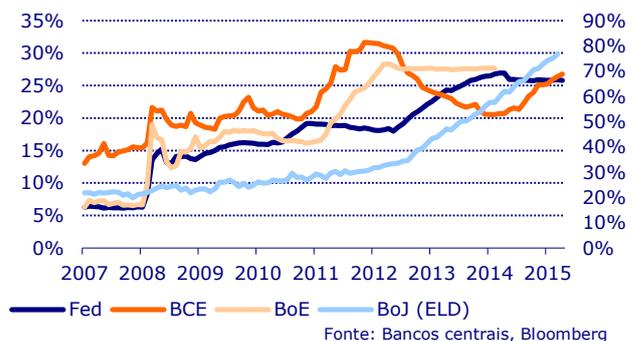
Activos dos bancos centrais, índice

(activos do banco central, 2007=100)



Activos dos bancos centrais

(activos do banco central em % do PIB)



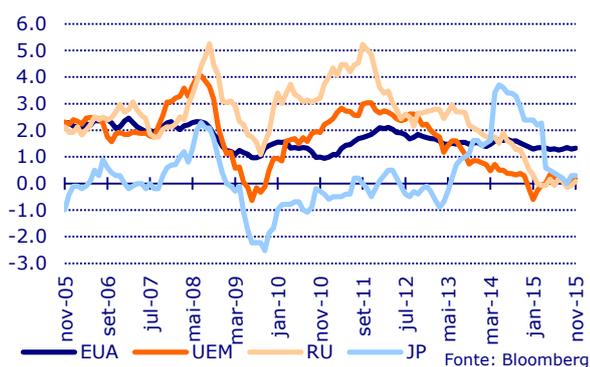
ACENTUAM-SE DIVERGÊNCIAS E MANTÉM-SE O SUPORTE (cont.)

▫ **Banco Central Europeu 2015:** incrementou o cariz acomodatório da sua política, através do início do programa de compra de dívida pública em Março. Inicialmente o programa teve como data indicativa de finalização Setembro de 2016, mas em Dezembro o seu termo (que se mantém em aberto) foi alargado para Março de 2017. Adicionalmente, o leque de títulos elegíveis passou a incluir dívida pública regional e, no pós-programa, serão reinvestidos os títulos na carteira do BCE que entretanto atingem a maturidade. O *rollover* da dívida na carteira do BCE após Março de 2017 terá um impacto importante na percepção de evolução dos custos de financiamento numa perspectiva de longo prazo, na medida que a manutenção do BCE como comprador de última instância garante que as taxas de juro da dívida com maturidades mais longas continuarão em níveis reduzidos por um considerável período de tempo, favorecendo a apetência pela realização de novos investimentos. Finalmente, o BCE decidiu também reduzir em 10 pontos base a taxa de juro da facilidade marginal de depósitos, colocando-a em -0.3%. As restantes taxas de referência mantiveram-se em 0.05% no caso da taxa *refi* e em 0.3% no caso da taxa de juro da facilidade marginal de cedência de liquidez. **A decisão do BCE resultou do enfraquecimento do ritmo de crescimento dos preços no consumidor associado a uma nova queda do preço do petróleo na segunda metade do ano.** Em Novembro (último dado disponível) as compras de activos pelo BCE ascendiam a 602 mil milhões de euros (mme), dos quais 448.7 mme, ou seja, 75% do total são compras de dívida pública. Para além das compras de dívida pública, o BCE efectuou mais quatro operações de cedência de liquidez direccionadas para o mercado de crédito, colocando até ao final de 2015 205.4 mme, o que acresce aos 212.4 mme colocados em 2014. No final do ano, o activo do BCE era de 2.8 biliões de euros, mais 0.6 biliões do que em Março, quando se iniciou o programa de compra de dívida pública, antecipando-se que em Março de 2017, data indicativa de finalização do programa, o activo deste banco central se situe em 3.7 biliões de euros, equivalente a 33% do PIB. A perspectiva de que as taxas de juro se manterão baixas por um longo período de tempo reflectiu-se na descida das taxas de juro de curto-prazo em todos os prazos até aos seis meses. Esta tendência deverá continuar pelo menos até meados de 2016, podendo a taxa Euribor a três meses cair para níveis em torno dos -0.2% em meados do ano.

▫ **Banco Central Europeu 2016:** Na zona euro, as perspectivas de evolução da taxa de inflação são moderadas, pois ainda que os efeitos estatísticos possam favorecer aceleração do ritmo de variação anual do Índice de Preços no Consumidor, continuam a faltar factores estruturais que favoreçam um movimento ascendente mais marcado dos preços, na medida em que o mercado de trabalho continua a evidenciar fragilidades limitando a formação de factores de segunda ordem na aceleração do ritmo de crescimento dos preços. Adicionalmente, factores de ordem interna, nomeadamente incerteza no campo político, poderão traduzir-se em adiamento de decisões de investimento, reduzindo o potencial de crescimento da economia. Neste cenário não se exclui a possibilidade de o BCE reforçar ou adoptar novas medidas de estímulo, as quais poderão passar pelo aumento do montante mensal das compras de dívida de longo prazo ou pelo alargamento do leque de títulos a comprar a, por exemplo, dívida diversa.

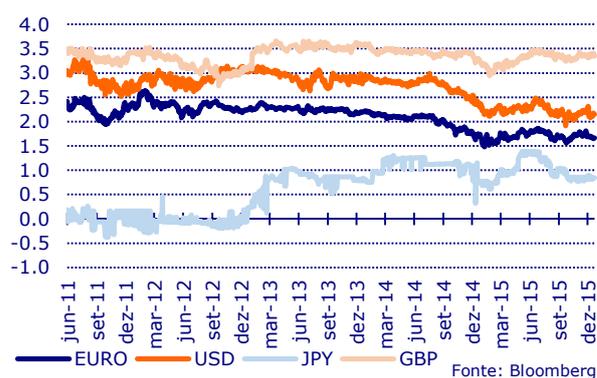
Taxa de inflação

(%)



Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps 5 Anos

(%)



• **Banco de Inglaterra 2015:** Contrariamente ao antecipado no início do ano, este banco central não iniciou o ciclo de normalização de taxas de juro, apesar do bom desempenho da economia. Factores externos como os sinais de arrefecimento das economias emergentes, e factores internos como a permanência da taxa de inflação perto de zero, justificam o adiamento do novo ciclo de política monetária.

• **Banco de Inglaterra 2016:** Possivelmente 2016 será o ano em que se assistirá ao primeiro movimento de subida da taxa *repo* em 0.5% desde Março de 2009. Esta perspectiva reflecte a expectativa da diluição dos factores que levaram a queda da taxa de inflação para níveis muito próximos de zero (preço do petróleo), associada ao fortalecimento dos indicadores relativos ao mercado de trabalho, incluindo evolução dos custos unitários do trabalho. No entanto, este é um cenário

› **MERCADO MONETÁRIO****MERCADOS****ACENTUAM-SE DIVERGÊNCIAS E MANTÉM-SE O SUPORTE (cont.)**

sujeito a um elevado grau de incerteza na medida em que este banco central terá de tomar as suas decisões num ambiente de elevada incerteza a nível interno. Até 2017 realizar-se-á o referendo para decidir quanto à permanência do Reino Unido na União Europeia, o que, por introduzir um elevado grau de incerteza, poderá reflectir-se negativamente no crescimento, sobretudo através do adiamento de decisões de investimento, levando o banco central a adiar o início do novo ciclo.

- **Banco do Japão 2015/16:** No final do ano, surpreendeu o mercado anunciando alterações às medidas de política não convencional. A decisão que foi interpretada como reacção à decisão da Reserva Federal, inclui a extensão da maturidade das compras de títulos de dívida pública de 7-10 anos para 7-12 anos; a criação de um novo programa de compra de 300 mil milhões de ienes de fundos de investimento (ETFs) de empresas que se revelem activas na realização de investimentos e criação de emprego, (este programa acresce ao actual programa de compra de ETFs de 3 biliões de ienes); adicionalmente criou um mecanismo de financiamento de suporte ao crescimento, cujos empréstimos podem ser colateralizados por dívida emitida pelas empresas que mostram maior dinamismo na realização de investimentos. Relativamente ao programa de compra de fundos de investimento imobiliário (J-REITs) foi alterada a percentagem de compra de cada emissão de 5% para 10%, mas o montante do programa manteve-se inalterado: 90 biliões de ienes por ano. Futuramente, as decisões do Banco do Japão continuarão focadas no esforço de re-inflação da economia.

- **Banco Nacional da Suíça 2015/16:** no início de 2015 surpreendeu o mercado, deixando "cair" a sua determinação em manter o câmbio EUR/CHF praticamente fixo em 1.20. Paralelamente, reduziu em 50 pontos base o intervalo para a taxa libor a 3 meses do franco suíço, colocando as taxas de juro em níveis ainda mais negativos. O intervalo de variação da Libor a 3 meses foi fixado entre -1.25% e -0.25% e a taxa de colocação de depósitos junto à autoridade central é agora de -0.75%. Em 2016, o banco central helvético pode acomodar ainda mais a sua política monetária, em parte acompanhando o BCE, em parte, como resposta ao fraco crescimento económico registado, ao reduzido nível da taxa de inflação e ao nível da apreciação do franco suíço face ao euro (38% das exportações suíças são para a zona euro).

MERCADOS

MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

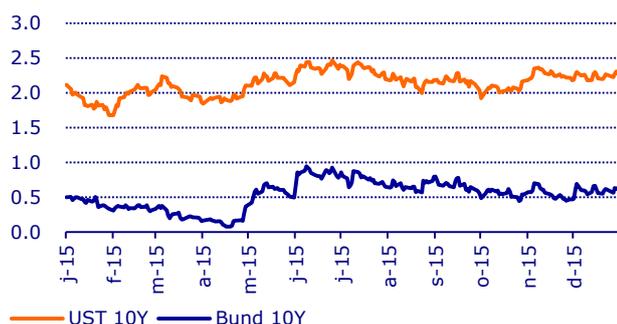
AINDA O SUPORTE DOS BANCOS CENTRAIS

▫ **Em 2015 o mercado de taxa fixa continuou condicionado pelas políticas ultra-acomodatócias dos principais bancos centrais, pela permanência da taxa de inflação em níveis reduzidos e pela incerteza quanto às consequência no crescimento mundial do arrefecimento das economias emergentes, com destaque para a China.** Estes factores reflectiram-se na permanência das taxas de rentabilidade dos principais *benchmarks* em baixos níveis. A maior debilidade da economia europeia, que em 2014 se traduziu no alargamento do *spread* entre o UST e o *Bund* alemão, manteve-se ao longo de 2015: em termos médios, o diferencial entre as *yields* dos dois títulos situou-se em 159.4 pontos base (pb) em 2015, o que compara com 129.4 pb em 2014 (no final de 2014, o diferencial era de 163.3 pb). Como se pode observar graficamente, as *yields* destes títulos não mantiveram o movimento de subida observado até Junho, o que em grande parte se deve aos efeitos da queda do preço do petróleo no comportamento dos índices de preços no consumidor.

▫ **Mercado de dívida pública norte-americano:** Em 2015, as taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos transaccionaram num intervalo entre 1.679-2.467%, tendo o mínimo sido observado em Fevereiro e o máximo em Junho. Este comportamento contrariou as expectativas de que a *yield* deste título se situasse em torno de 3.0% no final do ano, reflectindo a consolidação do crescimento e a perspectiva de que a Reserva Federal iniciaria o ciclo de subida das taxas de juro de referência em meados do ano. Embora a consolidação do ciclo de crescimento se tenha confirmado, a Reserva Federal adiou para o final do ano a primeira alteração do intervalo da taxa dos *fed-funds*, pois a inflação manteve-se em níveis reduzidos e porque desde meados do ano surgiram incertezas quanto à possibilidade de arrefecimento mais pronunciado da economia chinesa e efeitos na economia global. **Em 2016 o sentimento é desfavorável para aplicações em taxa fixa (queda do preços, aumento da *yield*)**, na medida em que as perspectivas para o crescimento são positivas e porque se antecipa que a Reserva Federal prossiga com o ciclo de subida gradual da taxa de juros de referência; paralelamente, a taxa de inflação poderá surpreender em sentido positivo, reflectindo o fortalecimento do mercado de trabalho e a diluição dos efeitos associados à queda do preço dos bens energéticos desde meados do ano anterior. Todavia importa ter presente que existem factores que tenderão a limitar a amplitude de queda dos preços das obrigações de taxa fixa. Em primeiro lugar, a permanência da política de *rollover* da dívida na carteira da Reserva Federal; em segundo, a possibilidade de o Banco Central Europeu reforçar as compras de dívida pública, também poderá limitar a amplitude de queda dos preços dos títulos norte-americanos; e em terceiro, o risco de que as políticas monetária e fiscal de cariz mais expansionista das autoridades chinesas não sejam suficientes para limitar o abrandamento do ritmo de crescimento económico na principal economia emergente, o que neste caso poderá reflectir-se num movimento de fuga para a qualidade, favorecendo a apreciação dos títulos da dívida pública dos países desenvolvidos (e consequentemente redução das *yields*, cenário a que atribuímos baixa probabilidade). No cenário central, antecipamos que a *yield* do UST a dez anos se aproxime dos 3%.

Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais

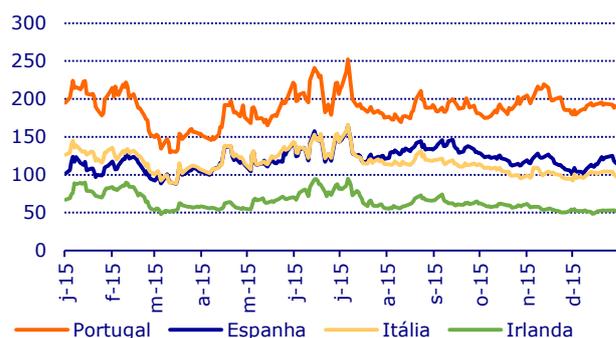
(%)



Fonte: Reuters

UEM: Spreads mercados periféricos

(Spread face ao Bund alemão 10 anos (p.b.))



Fonte: Reuters, calc. BPI

▫ **Mercado de dívida pública da zona euro:** em 2015, os movimentos no mercado de dívida pública da zona euro foram determinados pelo programa de compra de dívida de longo prazo, incluindo dívida pública, em vigor desde Março e entretanto alargado até Março de 2017. Até Novembro, o BCE comprou cerca de 450 mil milhões de euros (mme) de títulos de dívida pública emitida pelos membros do euro, equivalente a cerca de 5% da dívida pública total da zona euro, concentrando-se na parte mais longa da curva, sendo a maturidade média dos títulos comprados 8 anos; em termos médios mensais, as compras de dívida pública pelo BCE situaram-se em 50 mme, cerca de 10 mme mais do que o estimado no início do programa. Embora contribuindo para a manutenção das taxas de rentabilidade em níveis reduzidos, verificou-se, sobretudo no segundo trimestre do ano, um movimento de subida das *yields* do *Bund* alemão a 10 anos (principal *benchmark*) em linha com a esperada melhoria do sentimento dos investidores. Todavia, este foi um movimento limitado no tempo, na medida em que, por via da queda dos preços dos bens energéticos, a inflação inverteu a tendência de gradual recuperação, caindo novamente para níveis próximos de zero. Neste cenário, o BCE estendeu o prazo de finalização do programa de compra de dívida pública para Março de 2017 e anunciou que após essa data irá reinvestir os montantes entretanto vencidos. Neste ambiente, o intervalo em que a *yield* do

› MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

MERCADOS

AINDA O SUPORTE DOS BANCOS CENTRAIS (cont.)

Bund alemão a dez anos transaccionou em 2015 foi 0.077-0.945%, tendo encerrado o ano em torno de 0.6%. Paralelamente, reflectindo o facto de a taxa de absorção de liquidez se situar em terreno negativo, os títulos com maturidades mais curtas, até cinco anos, dos países com melhor qualidade de risco, registaram taxas de juro negativas. **Em 2016 o mercado de dívida pública continuará suportado pelo programa de compra de dívida do BCE, pelo que a amplitude de queda dos preços dos principais *benchmark* é relativamente limitada.** Adicionalmente, a certeza de que o BCE irá fazer o *rollover* da carteira contribuirá para a percepção de que as taxas de juro manter-se-ão em níveis reduzidos no médio prazo, contribuindo, possivelmente, para o (relativo) alisamento da curva de rendimentos. Paralelamente factores de risco, sobretudo associados ao ciclo político europeu tenderão a favorecer a permanência de alguma apetência pela aplicação em títulos de países com menor risco. No final do ano, antecipamos que a *yield* do *Bund* alemão a dez anos se situe em torno de 1.0%.

▫ **Mercado de dívida soberana periférica:** Em 2015 os prémios de risco dos títulos de dívida pública destas economias mantiveram-se em níveis reduzidos face ao passado recente, em parte reflectindo a correcção de desequilíbrios existentes nestas economias, mas sobretudo reflectindo a aquisição deste tipo de dívida pelo BCE, melhorando a percepção do risco destas economias e favorecendo uma maior procura, na busca de rentabilidade por parte dos investidores num cenário de taxas de juro reduzidíssimas. Recentemente, o Banco de Portugal quantificou o efeito do programa de compra de dívida pública pelo BCE, concluindo que no caso de Portugal, a taxa de juro da OT a dez anos se situa 2.5 pontos percentuais abaixo do nível que resultaria dos fundamentos macroeconómicos portugueses, o que compara com diferenciais entre 1.0-3.0 pontos percentuais nas restantes economias. Entretanto, no final do ano, as alterações associadas a resultados eleitorais em Portugal e Espanha e a percepção de que as políticas fiscais adoptarão um cariz mais expansionista, limitando a redução do nível de endividamento do estado, têm vindo a reflectir-se no alargamento dos prémios de risco face ao *Bund* alemão. No caso de Espanha, ainda sem certezas quanto ao desfecho pós-eleitoral, o *spread* está em torno de 125 pontos base (pb), mais 25 pb do que no início de Dezembro e em Portugal está em 193 pb, mais 14 pb do que no início de Dezembro. **Em 2016, as taxas de juro da dívida pública destas economias continuarão a beneficiar do suporte do BCE, pelo que os respectivos prémios de risco manter-se-ão contidos; no entanto será importante que se mantenha o esforço de correcção dos níveis de endividamento evitando uma forte deterioração do custo de financiamento destas economias num período pós-QE.** No caso da dívida pública portuguesa, admitindo que as necessidades brutas de financiamento se situam em torno dos 26.7 mme (5.9 mme relativos ao défice orçamental, considerando que este se situará em 3.2% do PIB conforme estimado pelo Conselho de Finanças Públicas, 7 mme relativos ao vencimento de OTs e 13.8 mme relativos ao vencimento de BTs) e que, no pior cenário, o estado apenas fará o *rollover* dos BTs, temos que as compras que o BCE poderá fazer da dívida portuguesa superam as necessidades de financiamento do estado, cenário bastante confortável, mas que implicará disciplina para não se transformar numa situação danosa no período pós-QE. Apenas num cenário de perda da classificação de “investimento” pela agência de *rating* canadiana DBRS é que se poderia assistir a uma deterioração considerável dos custos de financiamento da República já em 2016.

Programa de aquisição de activos de longo prazo pelo BCE entre Março 2015 e Março 2017

	Programa		Total em % do PIB	Portugal		Total em % do PIB
	Mensais	Total		Mensais	Total	
ABSP+CBPP3	11.5	299.0	2.9%	0.29	7.48	4.2%
Agências Europeias	5.8	145.5	1.4%	0.15	3.64	2.0%
Dívida Pública	42.7	1,067.0	10.3%	1.07	26.68	15.0%
pelo BCE	3.4	85.4	0.8%	0.09	2.13	1.2%
pelos BC Nacionais	39.3	981.6	9.5%	0.98	24.54	13.8%
Total	60.0	1,511.5	15.0%	1.5	37.8	21.2%

mil milhões de euros

Portugal - Dívida pública em Novembro 2015

Dívida em euros (mme)	146.398
Transaccionável	119.9
OT's	103.865
das quais com maturidade entre 2-30 anos	88.521
Limites das compras:	
33% da dívida transaccionável	39.6
key capital de Portugal no BCE (2.5%)	26.7
Hipótese: BCE detem 12.7 mil milhões de euros de dívida pública portuguesa ao abrigo do SMP	
Montante disponível para o programa	14.0
% das necessidades brutas de financiamento em 2016	52%
% das neces. brutas de financ. em 2016, admitindo o <i>rollover</i> de 14 mme de BTs	109%

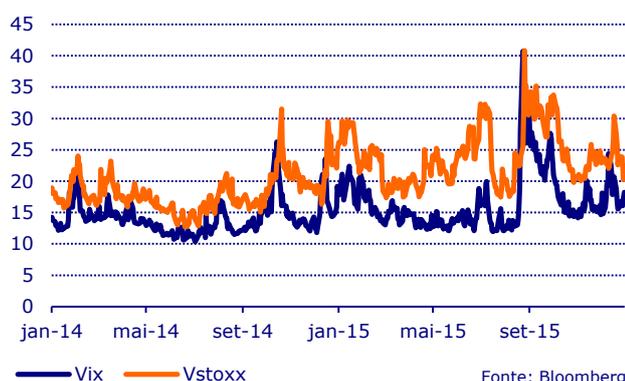
Nota: Hipótese de o BCE deter ainda 12.7 mme ao abrigo do SMP é estimado admitindo que a redução da carteira total dos países de 144.3 mme para 123.0 em 4/12/2015 é proporcional. No final de 2015, a div púb de PT detida ao abrigo do SMP era de 14.9 mme.

ACÇÕES EUROPEIAS DEVERÃO SER O ACTIVO DE ELEIÇÃO EM 2016

- **O início de 2015 foi particularmente favorável para as bolsas europeias e japonesas, que tiraram partido dos estímulos monetários dos respectivos bancos centrais.** De facto, no caso da Zona Euro, o programa de *quantitative easing* do BCE, a desvalorização do euro e as melhores perspectivas para o crescimento económico na área do euro estimularam os ganhos no início do ano. O programa de compra de activos do BCE permitiu encolher as taxas de juro para níveis próximos de zero, obrigando os investidores a procurarem activos potencialmente mais rentáveis (embora com maior risco), como as acções. Do outro lado do Atlântico, as bolsas norte-americanas perderam algum do fôlego de 2014, embora mantendo-se perto de níveis recorde. Nesta altura, o PSI-20 destacava-se a nível mundial, registando, no primeiro trimestre, o oitavo melhor desempenho mundial (+23%), embora ainda estivesse a recuperar da queda registada em 2014, em virtude da resolução do BES.
- **No entanto, o receio em torno do abrandamento da economia chinesa e o consequente impacto na economia mundial afectou negativamente o desempenho das bolsas mundiais em meados de 2015, despoletando uma forte turbulência nos mercados.** Para além da bolsa chinesa, que em Agosto tinha caído 38% face ao pico verificado no início de Junho, também as acções europeias foram fortemente afectadas, reflectindo alguma fragilidade na recuperação económica. Os meses de Verão também sofreram dos níveis historicamente baixos de liquidez, potenciador de movimentos mais extremos, que veio agravar os efeitos da turbulência na China.

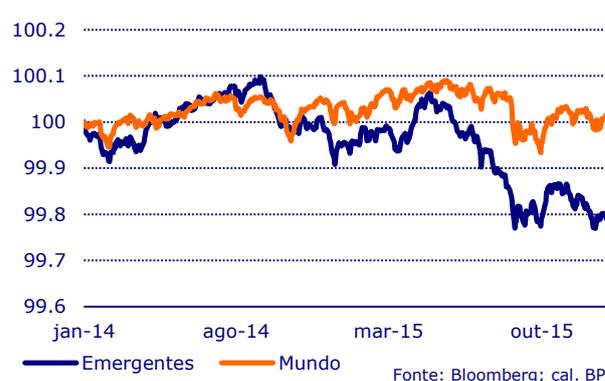
Forte turbulência marcou o segundo semestre de 2015

(pontos)



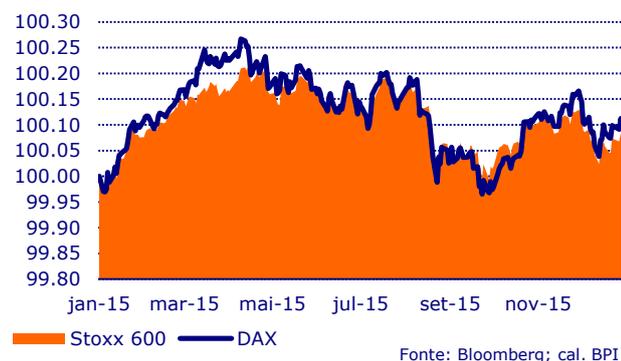
Investidores continuam receosos quanto ao ambiente económico nos países emergentes

(pontos)



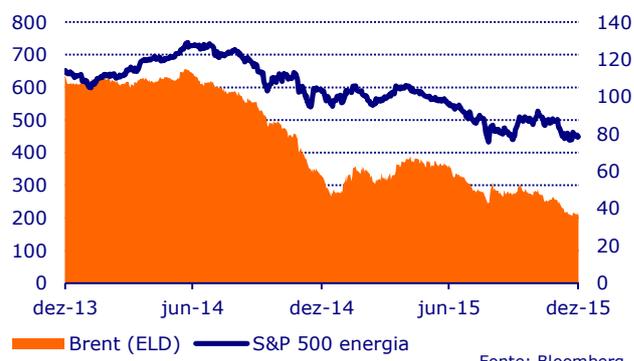
Bolsa alemã destaca-se dos seus pares europeus

(base 100=Jan.2015)



Acções do sector energético têm acompanhado os preços do Brent

(pontos; USD por barril)



- **Ainda no 3T, dois outros eventos despoletaram a pressão vendedora nos mercados accionistas mundiais: adiamento da normalização da política monetária nos EUA em Setembro e a revelação de que a Volkswagen adulterou os níveis de emissões de gases de alguns modelos automóveis.** Na reunião de Setembro, a Fed optou por manter as taxas de juro inalteradas contra as expectativas dos analistas, alegando com o receio quanto à economia chinesa e outros países emergentes e com o aumento da volatilidade nos mercados financeiros. Ainda que o adiamento da subida das taxas de juro nos EUA fosse positivo para as bolsas, o receio demonstrado pela Reserva Federal quando à desaceleração na China foi entendido como um sinal de apreensão para os investidores mundiais. Relativamente à Volkswagen, o desempenho dos mercados reflectiu os receios dos investidores quanto ao impacto desta situação nas vendas do grupo e de outras empresas

› **MERCADOS ACCIONISTAS****MERCADOS****ACÇÕES EUROPEIAS DEVERÃO SER O ACTIVO DE ELEIÇÃO EM 2016 (cont.)**

automóveis europeias.

- **As questões de ordem política foram também um factor no desempenho das acções europeias.** De facto, a primeira metade do ano ficou marcada pela incerteza quanto à situação na Grécia e possibilidade de o país sair da área do euro. Mais recentemente, a incerteza política em Espanha, resultante das eleições de Dezembro, acabou por penalizar a bolsa espanhola em 2015.
- **Por fim, destaque ainda para o desempenho negativo das empresas energéticas mundiais,** que, de acordo com o S&P 500 *energy*, registaram uma queda de 24% no total do ano (o sector com pior desempenho), em linha com a queda dos preços do petróleo.
- **No resumo do ano, os mercados europeus registaram uma *overperformance* comparativamente aos mercados americanos,** que, com a excepção do Nasdaq (+5.9%), terminaram com perdas contidas (S&P 500 desvalorizou 0.7% no ano e o DJ 2.3%). Na Europa, a bolsa alemã destacou-se face aos seus pares europeus (+10% no ano), em virtude do reduzido peso que as empresas mineiras e petrolíferas têm no DAX, do bom desempenho das acções cíclicas e da desvalorização do euro.
- **Em 2016, espera-se que as acções europeias continuem a ser o activo de eleição dos investidores, impulsionadas pela liquidez no mercado.** Adicionalmente, também o potencial de crescimento dos resultados financeiros das empresas europeias é superior ao das empresas norte-americanas e japonesas. Em sentido contrário, destacam-se as acções das empresas energéticas, que deverão continuar a reflectir os baixos preços do petróleo.
- **Importa ainda destacar o início de ano tumultuoso nas bolsas mundiais, em linha com os receios de abrandamento da economia chinesa.** A primeira semana de 2016 ficou marcada por novas desvalorizações do yuan pelo Banco Central da China e por indicadores económicos pouco favoráveis para o país, levando as acções mundiais a desvalorizarem 3.3% neste período, um início de ano pior do que o registado em 2008. As acções dos mercados emergentes, excluindo a China, caíram

Principais questões em 2016

Política monetária	- ritmo e extensão das subidas das taxas de juro nos EUA e impacto na cotação do dólar; - possibilidade de novos estímulos monetários na Zona euro e Japão; - possibilidade de novas medidas monetárias na China (exemplo: desvalorização do yuan)
Actividade económica	- desaceleração da economia chinesa e o seu impacto nas <i>commodities</i> (principalmente petróleo) e nos mercados emergentes; - recuperação económica na zona euro; - capacidade das empresas norte-americanas de aumentarem os lucros (em função da desvalorização do dólar, queda dos preços do petróleo, exposição aos mercados emergentes)
Tensões geopolíticas e políticas	- tensões no Médio Oriente; - novos testes nucleares na Coreia do Norte; - conflito Ucrânia-Rússia; - actividades extremistas; - incerteza e volatilidade dos dados económicos e financeiros
Volatilidade	- Consequências das eleições, nomeadamente na Europa

OS PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS IRÃO ESTABILIZAR/RECUPERAR?

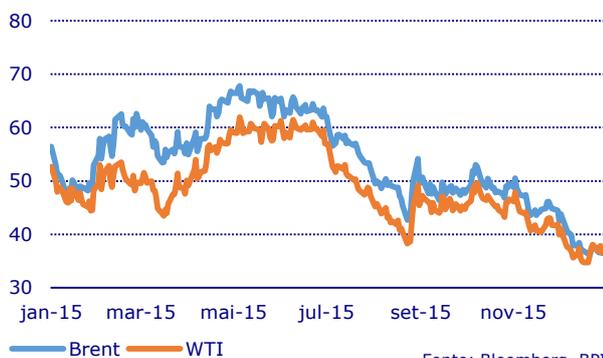
□ **Uma das tendências marcantes de 2015 foi a queda significativa dos preços das principais matérias-primas, provocando um choque a vários níveis nos principais países produtores.** Ajudou ao movimento uma oferta superior à procura, não havendo algum tipo de estrangulamentos à produção; a fuga de investidores de produtos que detêm um carácter mais especulativo, dado a existência de um clima económico-financeiro incerto, ou mesmo dúbio; o abrandamento do crescimento económico na China e na globalidade das economias emergentes, que gerou expectativas negativas ao nível do consumo; perda de importância dos factores geopolíticos em termos de influência nas decisões de quem vende e de quem compra. Desde o sector energético, passando pelos metais para a indústria, seguindo pelos metais preciosos e acabando nos bens alimentares, as rentabilidades dos produtores foram esmagadas e estes activos deixaram de ser atractivos. Inúmeras economias (algumas economias desenvolvidas e a maioria das economias emergentes) viram degradar-se a actividade económica e a situação financeira devido à perda significativa de receitas com o comércio das *commodities*. Agravaram-se, igualmente, desequilíbrios estruturais ao nível das balanças corrente e fiscal, que concorreram para uma maior exposição negativa destes países no contexto internacional (maior dívida e acesso mais difícil a financiamento). Na maioria dos casos assistiu-se a um movimento paralelo de fuga de capitais e de forte depreciação das moedas.

□ **No que respeita ao mercado do petróleo, o preço médio caiu 35% em 2015, depois da correcção de cerca de 50% no ano anterior, num valor acumulado muito semelhante à queda dos preços ocorrida no período 2008/2009.** Nessa altura, os preços mínimos do WTI e do Brent foram \$32 e \$36, respectivamente. Presentemente, os valores mínimos fixaram-se em \$34 e \$36. Ou seja, o mercado corteja os pontos mínimos registados nesse período da crise dos EUA, que se veio a instalar posteriormente na Europa, podendo mesmo testar a sua firmeza enquanto referência para os participantes no mercado. Contudo, existem importantes diferenças nas actuais condições face ao passado: o mundo está menos dependente dos combustíveis fósseis; os EUA revolucionaram o mercado com o surgimento do *shale oil* (dominam esta técnica de extracção, embora com custos mais elevados); a OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo), embora com uma quota de mercado de 40%, tem mostrado dificuldades em estabilizar o mercado (em 2008/2009 diminuiu a produção e ajudou a estabilizar os preços), havendo divergências internas e a nítida liderança da Arábia Saudita (maior produtor individual) que tem imposto uma estratégia que visa contrariar o crescimento de importância dos norte-americanos neste mercado, voltando a OPEP a reconquistar a sua posição de cartel hegemónico.

□ **Recorde-se que, em 2015, foi determinante para a evolução do mercado do petróleo a posição da OPEP (estratégia da Arábia Saudita) em não fazer alterações nas quotas de produção dos países do cartel, não acompanhando a constante e significativa queda dos preços.** Assistiu-se mesmo à manutenção da produção muito próximo da capacidade máxima de cada país, para além do regresso do Irão ao mercado (deixaram de existir as sanções do Ocidente, depois de assinado o acordo acerca da utilização da energia nuclear) e da participação da Indonésia na organização. A estratégia da Arábia Saudita foi de tentar anular a produção dos EUA, através da forte queda dos preços, fazendo com que a produção através do xisto (extracção mais cara, mas com relativo sucesso desde 2011) deixe de ser rentável, para além de tentar contrariar a quase situação de auto-suficiência dos EUA. Do mesmo modo, a OPEP quer ver restaurada a sua importância através do aumento de quota de mercado e voltar a ter o poder de conduzir os preços no mercado mundial. Esta estratégia tem sido possível porque a Arábia Saudita tem importantes reservas financeiras e um défice público reduzido, mas com o preço do crude perto dos \$30, será muito difícil manter esta situação durante muito tempo. Para os países da OPEP economicamente mais dependentes e frágeis é desejável, em termos financeiros, ter um preço estável dentro do intervalo entre os \$80 e os \$100.

Os preços do petróleo encontram-se ao nível dos valores mínimos registados na crise de 2008

(USD por onça troy)



Consumo de petróleo

	2013	2014	2015 P	2016 P	2016 %	var. 16/15
<i>milhões de barris por dia</i>						
EUA	18.96	19.11	19.39	19.50	29.5%	0.57%
Europa*	8.12	7.99	8.08	8.03	12.1%	-0.62%
China	10.26	10.61	11.25	11.64	17.6%	3.47%
Japão	4.56	4.35	4.23	4.15	6.3%	-1.89%
Índia	3.69	3.76	4.02	4.21	6.4%	4.73%
Rússia	3.46	3.66	3.59	3.54	5.3%	-1.39%
Brasil	3.11	3.22	3.19	3.17	4.8%	-0.63%
Aráb. Saudita	2.96	3.14	3.24	3.30	5.0%	1.85%
Canadá	2.37	2.40	2.34	2.31	3.5%	-1.28%
Coreia	2.33	2.34	2.43	2.47	3.7%	1.65%
México	2.09	2.01	1.98	1.98	3.0%	0.00%
Irão	1.92	1.90	1.84	1.88	2.8%	2.17%
Total	63.82	64.48	65.59	66.18	100.0%	0.90%
% do Mundo	69.4%	69.5%	69.4%	69.1%		

Fonte: Agência Internacional de Energia (AIE).
Nota: *Alemanha, França, Itália, Reino Unido e Espanha.

› MERCADO DE COMMODITIES

MERCADOS

OS PREÇOS DAS MATÉRIAS-PRIMAS IRÃO ESTABILIZAR/RECUPERAR? (cont.)

- **Face ao que se poderia esperar, a realidade mostrou uma maior resiliência dos produtores norte-americanos de shale oil, que são sobretudo produtores independentes e com estruturas financeiras menos robustas, comparativamente às grandes companhias de petróleo nacionais que dominam a produção mais convencional e que detêm importantes reservas financeiras.** Uma das questões para 2016 será a da permanência no mercado destes produtores, já que as condições financeiras podem-se alterar. De facto, nos EUA, o *quantitative easing* está a dar lugar a um novo ciclo, que introduz a normalização das taxas de juro, esperando-se maiores dificuldades ao nível do custo do crédito e da capacidade de investimento adicional (maior exposição a choques financeiros).

- **Embora a Agência Internacional de Energia (AIE) mantenha a possibilidade de aumento do consumo em 2016, não é certo que aconteça esse movimento: tanto nos EUA como na Europa, o consumo tem vindo a estagnar nos últimos anos; por outro lado, com a China a crescer a taxas abaixo do que era considerado padrão não é espetável que o consumo dê um pulo significativo, embora as classes mais baixas continuem a ganhar poder de compra.** Acresce ainda que nos últimos anos ocorreu outro facto com relevância: apesar dos EUA terem consolidado a sua posição de maior consumidor de petróleo, não faltará muito tempo para se tornarem auto-suficientes. Assim, do lado da oferta, o *shale oil* veio criar uma revolução no mercado do crude. Conjuntamente com o oil sands do Canadá, a América do Norte tornou-se no maior fornecedor de petróleo a nível mundial. Em 2016, a manutenção dos actuais preços baixos poderá limitar esta evolução (menor produção e menor investimento). Mas mesmo assim, com esta posição da América do Norte e a produção próxima dos limites da capacidade de grande parte dos países da OPEP (acresce a capacidade do Irão que está apto a colocar de imediato alguns milhões de barris por dia no mercado, detendo mais de 9% das reservas mundiais e 18% das reservas de gás), não se vê a possibilidade de surgirem constrangimentos do lado da oferta. Entretanto, os EUA preparam-se para terminar o embargo às exportações de petróleo, que vigora há 40 anos no país (desde a crise petrolífera de 1973), podendo contribuir ainda mais para um cenário de abundância. Os produtores do Canadá vieram de imediato mostrar a sua preocupação e a OPEP poderá ter de repensar a sua estratégia.

- **Com estas premissas parece-nos difícil uma inversão imediata da actual tendência de queda dos preços, sendo mais natural uma maior estabilização de preços junto dos actuais níveis mínimos.** Repara-se que o próprio mercado está com receio em colocar os preços abaixo dos patamares alcançados durante a crise de 2008. Para que tal acontecesse seria necessário o surgimento de algo inesperado, nomeadamente um crescimento mundial, ou dos EUA ou da China muito inferior ao previsto para 2016 e que criasse um ambiente económico global decepcionante, com as perspectivas de consumo de crude a ficarem muito aquém do esperado.

- **Nos restantes mercados – metais para a indústria, metais preciosos e produtos agrícolas – o factor principal mantém-se, excesso de oferta para uma procura fraca. Neste âmbito, prevê-se a manutenção de preços baixos em 2016, numa situação de estabilidade.**

O preço do ouro regista mínimos do ano e mostra uma aparente estabilidade nos actuais valores

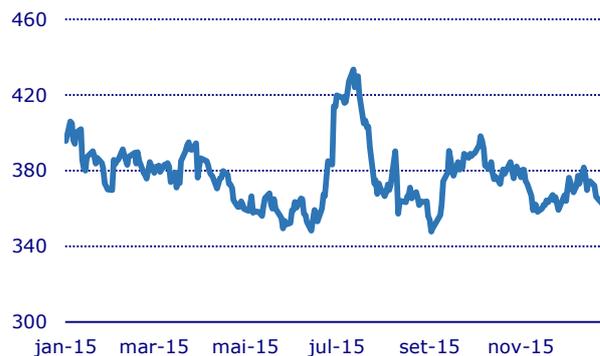
(USD por onça troy)



Fonte: Bloomberg, BPI

O preço do milho ganhou estabilidade junto aos valores mínimos do ano

(cêntimos de dólar por bushel)



Fonte: Bloomberg, BPI

Economias Desenvolvidas

	Taxa de Inflação			Saldo orçamental/ PIB			Dívida pública/PIB			Necessidades Financ./PIB			Desemprego			Crescimento PIB		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
E.U.A.	0.4	1.8	2.2	-3.6	-3.4	-3.2	99.9	100.1	108.3	-2.5	-2.6	-2.9	5.3	4.8	4.7	2.5	2.5	2.3
Japão	0.8	0.8	2.1	-6.2	-5.4	-4.7	235.6	237.3	242.9	3.0	3.1	3.5	3.5	3.3	3.2	0.6	1.1	0.6
UE	0.0	1.1	1.6	-2.5	-2.0	-1.6	87.8	87.1	85.8	2.2	2.2	2.0	9.5	9.2	8.9	1.9	2.0	2.1
UEM	0.1	1.0	1.5	-2.1	-1.8	-1.5	93.3	92.3	91.6	3.1	2.9	2.9	11.0	10.5	10.1	1.5	1.7	1.7
Alemanha	0.3	1.3	1.7	0.6	0.4	0.3	70.9	68.2	65.7	8.3	7.9	7.4	5.4	5.4	5.3	1.6	1.8	1.7
França	0.1	1.0	1.3	-3.8	-3.4	-3.0	97.0	98.0	98.1	-0.2	-0.3	-0.5	10.2	10.1	9.9	1.1	1.4	1.6
Itália	0.2	0.9	1.4	-2.7	-2.2	-1.8	133.4	132.6	130.6	2.0	1.9	1.9	12.2	11.8	11.3	0.8	1.4	1.2
Espanha	-0.5	0.7	1.2	-4.4	-3.2	-2.5	100.1	100.4	99.8	1.1	1.0	1.2	22.1	20.2	18.8	3.1	2.6	2.4
Holanda	0.4	1.2	1.5	-2.0	-1.5	-1.2	67.9	66.9	66.8	10.7	10.4	10.2	7.0	6.7	6.3	1.9	1.9	2.0
Bélgica	0.6	1.6	1.7	-2.7	-2.4	-1.7	107.2	106.7	104.7	1.3	1.5	1.3	8.5	8.4	8.1	1.3	1.4	1.6
Áustria	0.9	1.7	1.9	-1.9	-1.8	-1.3	86.7	85.8	84.0	2.0	2.1	2.5	5.9	5.8	5.8	0.8	1.4	1.6
Finlândia	-0.1	0.8	1.2	-3.1	-2.7	-2.3	61.9	63.9	65.0	-0.5	-0.3	-0.2	9.3	9.4	9.4	0.2	0.8	1.1
Grécia	-1.0	0.7	1.2	-3.7	-3.4	-1.6	183.5	187.2	195.3	-0.1	0.7	0.9	25.8	25.9	17.2	-0.8	-0.9	1.1
Irlanda	0.7	1.7	1.8	-2.2	-1.3	-0.7	101.6	97.3	91.8	4.0	4.1	5.0	9.5	8.5	7.7	5.8	4.3	3.6
Reino Unido	0.1	1.3	1.9	-4.2	-2.8	-1.6	89.6	89.8	87.1	-4.5	-3.8	-3.4	5.5	5.5	5.7	2.5	2.3	2.3
Suécia	0.3	1.2	1.8	-1.6	-1.3	-0.9	43.5	42.5	42.4	6.2	6.1	5.6	7.7	7.5	7.1	3.0	2.9	2.7
Dinamarca	0.5	1.3	1.6	-2.9	-2.7	-2.2	41.3	40.7	41.5	7.2	7.4	7.2	6.2	6.0	5.7	1.6	1.7	1.7
Luxemburgo	0.2	1.5	1.7	0.3	0.6	0.6	23.4	24.2	23.9	4.6	5.0	4.8	6.7	6.6	6.4	3.5	3.2	3.0
Suíça	-1.1	-0.2	0.2	0.2	0.1	-0.2	42.2	41.9	45.9	8.1	7.7	8.3	3.7	3.8	4.2	0.9	1.3	1.6
Portugal	0.6	1.1	1.3	-3.1	-2.7	-2.4	127.1	124.8	105.0	1.5	1.9	1.9	12.6	11.9	11.3	1.6	1.7	1.7

Fontes: média simples de previsões mais recentes da OCDE, UE, FMI, Bdp, Economist e outras instituições.
Nota: O uso de médias de várias previsões pode gerar valores incongruentes entre si.

Mercados Emergentes

	Taxa de inflação			Crescimento PIB			Taxa de Desemprego			Dívida pública /PIB			Saldo Orçamental/ PIB			BTC/PIB			Dívida Externa/PIB		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Brasil	6.3	9.0	7.0	0.1	-3.6	-2.5	4.8	7.0	9.6	65.2	69.9	74.5	-3.8	-9.9	-7.6	-4.4	-3.7	-2.7	32.3	45.4	49.6
México	4.0	2.7	3.3	2.1	2.5	2.8	4.8	4.3	4.2	49.8	52.0	52.1	-3.2	-3.5	-3.0	-2.0	-2.7	-2.7	34.5	40.5	40.2
Argentina	25.1	15.9	31.2	0.4	1.0	0.5	7.3	7.4	7.9	45.3	52.1	55.1	-0.2	-5.8	-4.5	-1.1	-1.7	-2.0	30.8	30.7	29.1
Chile	4.4	4.3	3.7	1.9	2.1	2.3	6.3	6.5	7.0	15.1	18.1	20.0	-2.0	-3.0	-3.3	-1.2	-0.8	-1.4	56.5	59.4	58.2
R. Checa	0.4	0.4	1.4	2.0	4.2	2.7	6.1	6.4	6.0	42.6	40.6	40.0	-1.9	-1.6	-1.4	0.6	1.3	0.9	60.9	64.4	68.0
Polónia	0.0	-0.9	1.0	3.4	3.5	3.5	9.0	10.5	9.4	50.1	51.1	51.0	-3.3	-2.9	-3.0	-1.2	-0.3	-1.2	64.4	70.0	70.9
Hungria	-0.2	0.0	2.1	3.6	2.8	2.4	7.3	6.9	6.8	77.0	75.3	74.2	-2.5	-2.4	-2.2	2.3	5.4	4.1	104.5	110.8	107.9
Rússia	7.8	15.6	8.0	0.6	-3.8	-0.5	5.2	5.6	6.0	17.8	20.4	21.0	-0.7	-3.0	-3.0	3.4	5.2	4.5	32.1	39.3	36.7
China	2.0	1.4	1.7	7.3	6.9	6.5	4.1	4.1	4.1	41.1	43.2	46.0	-1.8	-2.5	-3.0	2.1	2.7	2.8	8.6	8.3	8.1

Fontes: média simples de previsões mais recentes da OCDE, UE, FMI, Bdp, Economist e outras instituições.
Nota: O uso de médias de várias previsões pode gerar valores incongruentes entre si.

Previsões Económicas BPI - EUA&UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
EUA	2.4%	2.5%	2.7%	1.6%	0.2%	1.8%
Zona Euro	0.9%	1.4%	1.7%	0.4%	0.1%	1.1%

Fonte: Eurostat, Reuters, previsões do Banco BPI.
Nota: * Taxa de Variação Média; IPCH para a Zona Euro.
Indica-se a laranja, as alterações recentes.

Previsões Económicas BPI - Portugal

	2015	2016	2017
Consumo privado	3.0	2.0	1.0
Consumo público	0.4	0.4	0.5
Formação Bruta de Capital	3.7	0.9	2.2
Exportações	5.2	4.1	3.0
Importações	7.2	3.3	1.8
PIB	1.5	1.8	1.8
Défice Orçamental (PDE)	4.3	3.3	3.3
Taxa de inflação média	0.5	0.7	1.5
Taxa média de desemprego	12.6	12.2	12.2

PREVISÕES

Taxas de Câmbio

12.Jan.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.09	1.06	1.05	1.06	1.12
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.07	1.05	1.04	1.10
USD/JPY	118.04	123.00	124.00	124.00	120.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	125.00	130.00	135.00	125.00
EUR/JPY	128.19	131.00	130.00	130.00	135.50
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	133.75	136.50	140.40	137.50
EUR/GBP	0.74	0.71	0.70	0.70	0.71
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.71	0.70	0.69	0.71
EUR/CHF	1.09	1.08	1.09	1.10	1.14
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.08	1.07	1.08	1.10

Fonte: BPI, várias instituições de research.

Nota: projecções do BPI em confronto com média de previsões de outras instituições financeiras.

Taxas de Juro

12.Jan.16

	Taxas de Juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de juro 3 M										
EUR	-0.14%	-0.14%	-0.16%	-0.15%	-0.15%	-76	-87	-110	-128	-175
EUR (Prev. BPI)	-	-0.15%	-0.16%	-0.15%	-0.10%	-	-85	-101	-120	-150
USD	0.62%	0.73%	0.94%	1.13%	1.60%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.70%	0.85%	1.05%	1.40%	-	-	-	-	-
JPY	0.08%	0.12%	0.12%	0.13%	0.15%	-54	-61	-82	-100	-145
JPY (Prev. BPI)	-	0.07%	0.08%	0.08%	0.08%	-	-63	-77	-97	-132
GBP	0.59%	0.69%	0.85%	1.03%	1.28%	-3	-4	-9	-10	-32
GBP (Prev. BPI)	-	0.60%	0.65%	0.75%	1.00%	-	-10	-20	-30	-40
CHF	0.00%	-0.76%	-0.76%	-0.77%	-0.65%	-62	-149	-170	-190	-225
CHF (Prev. BPI)	-	-0.90%	-0.90%	-0.90%	-0.90%	-	-160	-175	-195	-230
Taxas de juro 10 A										
POR	2.62%	2.70%	2.60%	2.55%	2.55%	43	31	1	-15	-44
POR (Prev. BPI)	-	2.70%	2.60%	2.55%	2.55%	-	45	10	-5	-45
ALE	0.54%	0.59%	0.71%	0.81%	1.09%	-164	-180	-188	-189	-190
ALE (Prev. BPI)	-	0.60%	0.70%	0.80%	1.00%	-	-165	-180	-180	-200
EUA	2.18%	2.39%	2.59%	2.70%	2.99%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	2.25%	2.50%	2.60%	3.00%	-	-	-	-	-
JAP	0.25%	0.33%	0.37%	0.43%	0.56%	-194	-206	-222	-227	-243
JAP (Prev. BPI)	-	0.25%	0.30%	0.35%	0.40%	-	-200	-220	-225	-260
RU	1.82%	2.06%	2.25%	2.40%	2.61%	-36	-33	-34	-30	-38
RU (Prev. BPI)	-	1.90%	2.10%	2.40%	2.50%	-	-35	-40	-20	-50
SUI	-0.01%	-0.24%	-0.14%	0.00%	0.31%	-219	-263	-273	-270	-268
SUI (prev. BPI)	-	-0.01%	-0.01%	0.05%	0.15%	-	-226	-251	-255	-285

Fonte: BPI, várias instituições de research.

Nota: projecções do BPI em confronto com média de previsões de outras instituições financeiras.

Taxas Directoras dos Principais Bancos Centrais

	Taxa de referência	Nível em 31-Dez-14	Nível actual 12-Jan-16	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
Bancos Centrais G-7						
Reserva Federal dos EUA 1*	<i>Fed Funds Rate</i>	0%-0.25%	0.25%-0.5%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	27-jan-16	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.05%	0.05%	4-Set-14 (-10 pb)	21-jan-16	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>O/N Call Rate</i>	0.10%	0.07%	5-Out-10 (-5 pb)	29-jan-16	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	20-jan-16	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.50%	5-Mar-09 (-50 pb)	14-jan-16	Sem alteração
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	0%-0.25%	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	15-jan-16	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	0.00%	-0.35%	01-07-15 (-10 bp)	11-fev-16	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	1.25%	0.75%	25-09-15 (-25 pb)	17-mar-16	-
Banco Nacional da Dinamarca	<i>Lending Rate</i>	0.20%	0.05%	20-Jan-15 (-15 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	<i>Cash Rate</i>	2.50%	2.00%	5-Mai-15 (-25 pb)	02-fev-16	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	11.75%	14.25%	2-Set-15 (+50 bp)	20-jan-16	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.00%	3.25%	17-Dez-15 (+25 pb)	04-fev-16	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	2.00%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	14-jan-16	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate</i> - 2 semanas	2.10%	1.35%	21-Jul-15 (-15pb)	26-jan-16	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate</i> - 2 semanas	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	04-fev-16	-

Fonte: Bloomberg.

Notas: 1*Normalmente as alterações de taxas são anunciadas nas datas dos FOMC. No entanto poderão ser criadas reuniões intermédias, e as taxas poderão ser alteradas em qualquer altura.

2*De acordo com o BCE, apenas a 1ª reunião de cada mês serve para anunciar alterações na sua política monetária. No entanto, existe a possibilidade de poder alterar essa mesma política em qualquer altura.

3*A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro. A taxa actual apresentada refere-se à taxa efectiva.

4*Sem datas pré-marcadas, podendo ser alterada em qualquer altura.

PREVISÕES

Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes

12.Jan.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de câmbio					
USD/BRL	3.83	4.05	4.10	4.10	4.08
USD/MXN	16.50	17.00	16.95	16.80	15.61
USD/ARS	9.38	14.28	15.00	15.07	14.90
EUR/CZK	27.14	27.05	27.00	27.00	26.10
EUR/PLN	4.22	4.24	4.20	4.16	4.10
EUR/HUF	311.23	312.00	312.00	314.00	312.00
USD/RUB	61.83	69.30	68.57	70.00	65.00
USD/CNY	6.36	6.54	6.60	6.60	6.60

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

Legenda: BRL - Real do Brasil
 PLN - Zloty da Polónia
 MXN - Peso Mexicano
 HUF - Forint da Hungria

ARS - Peso Argentino
 RUB - Rublo da Rússia
 CZK - Coroa Checa
 CNY - Renminbi/Yuan da China

Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes

12.Jan.16

	Taxas de juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas 2)				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de juro de curto-prazo										
BRL	14.25%	14.40%	14.60%	14.55%	13.70%	1363	1367	1366	1342	1210
MXN	3.25%	3.40%	3.65%	3.90%	4.35%	263	267	271	277	275
ARS	12.75%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1213	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.29%	0.30%	0.29%	0.32%	0.36%	-33	-43	-65	-81	-124
PLN	1.62%	1.47%	1.41%	1.43%	1.63%	100	74	47	30	3
HUF	1.35%	1.35%	1.30%	1.30%	1.50%	73	62	36	17	-10
RUB	12.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1138	-73	-94	-113	-160
CNY	4.35%	4.20%	4.05%	4.00%	4.00%	373	347	311	287	240
Taxas de juro 10 A										
BRL	6.68%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	409	-	-	-	-
MXN	6.19%	6.20%	6.26%	6.29%	6.51%	218	-	-	-	-
ARS	7.22%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	581	-	-	-	-
CZK	0.59%	0.67%	0.82%	1.01%	1.17%	3	-	-	-	-
PLN	2.91%	2.85%	2.94%	3.08%	3.34%	234	-	-	-	-
HUF	3.28%	2.83%	2.94%	3.04%	3.70%	271	-	-	-	-
RUB	9.40%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	267	-	-	-	-
CNY	2.76%	3.18%	3.14%	3.11%	2.80%	219	-	-	-	-

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

Notas: A taxa de juro de curto prazo apresentada para o Brasil é a taxa Selic, para o México é a taxa overnight, para a Hungria é a base rate e para a China é a taxa de empréstimo fixada pelo banco central.

Os spreads de dívida de longo prazo de CZK, PLZ, HUF e CNY resultam da comparação directa entre a yield do benchmark dos Bunds a 10 anos e a yield aqui apresentada. Os spreads de dívida de longo prazo de BRL, ARS, MXN e RUB são os calculados pela JP Morgan nos índices EMBI.

BASES DE DADOS

INDICADORES ESTRUTURAIS

Endividamento do Sector Privado

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Janeiro e Fevereiro de 2016

CONJUNTURA ECONÓMICA

Indicadores de Conjuntura Macroeconómica em Portugal

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

MERCADOS CAMBIAIS

Cotações no mercado *Spot*

Taxas Oficiais de Conversão para o EURO

MTC-2

MERCADOS MONETÁRIOS

Taxas de Juro Internacionais

MERCADOS DE OBRIGAÇÕES

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

MERCADOS DE ACÇÕES

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções I

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções II

COMMODITIES

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

Endividamento do Sector Privado						
	2000	2008	2013	2014	Variação 2008 a 2013	Variação 2000 a 2013
Valores consolidados						
Luxemburgo	-	391.4	356.2	-	-35.2	n.a.
Chipre	306.3	285.2	344.8	-	59.6	38.5
Irlanda	-	237.4	270.3	-	32.9	n.a.
Holanda	206.2	217.3	229.7	-	12.4	23.5
Dinamarca	158.1	222.8	224.1	-	1.3	66.0
Portugal	137.1	196.2	202.6	189.0	6.4	65.5
Suécia	141.7	200.1	200.1	203.4	0.0	58.4
Bélgica	114.2	162.9	175.8	185.7	12.9	n.a.
Espanha	102.9	196.6	172.2	-	-24.4	69.3
Reino Unido	138.5	186.1	164.4	158.1	-21.7	25.9
Finlândia	91.9	131.3	146.2	-	14.9	54.3
Malta	-	158.6	142.6	-	-16.0	n.a.
França	99.0	122.2	137.3	-	15.1	n.a.
Grécia	53.1	113.5	135.6	-	22.1	82.5
Bulgária	26.4	134.2	134.8	-	0.6	108.4
Áustria	121.7	127.5	126.9	126.2	-0.6	5.2
Croácia	-	111.0	119.5	-	8.5	n.a.
Itália	75.8	113.7	119.5	-	5.8	43.7
Estônia	54.0	136.7	119.4	-	-17.3	n.a.
Alemanha	123.0	109.3	103.5	-	-5.8	-19.5
Eslovenia	-	105.6	101.5	91.9	-4.1	n.a.
Hungria	56.2	106.0	95.8	91.7	-10.2	39.6
Letónia	-	104.3	90.9	-	-13.4	n.a.
Polónia	-	67.7	74.8	-	7.1	n.a.
Eslováquia	47.2	65.8	74.8	-	9.0	27.6
República Checa	57.0	63.7	73.7	-	10.0	16.7
Romênia	26.6	65.5	66.6	-	1.1	40.0
Lituânia	-	76.7	56.4	-	-20.3	n.a.
Valores não consolidados						
Estados Unidos	180.8	212.3	196.5	-	-15.8	15.7

Fonte: Eurostat, OCDE.

Nota: Valores com base na informação do Eurostat, excepto valores não consolidados, com base na OCDE. A dívida do sector privado corresponde ao stock de passivos responsabilidade dos sectores das Empresas não financeiras (S.11) e Famílias e Organizações sem fins lucrativos ao serviços das famílias (S.14_S.15). São considerados os seguintes instrumentos: Dívida, Títulos de Dívida e Empréstimos (F3 e F4). A informação é apresentada numa base consolidada (com as excepções assinaladas) e em percentagem do PIB.

Um dos indicadores do MIP scoreboard (Macroeconomic Imbalances Procedure, conjunto de indicadores que pretende detectar desequilíbrios macroeconómicos no âmbito dos mecanismos da EU) é o stock de dívida do sector privado em percentagem do PIB, adoptando-se como nível de referência o patamar de 133%, assinalado.

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Janeiro e Fevereiro de 2016***Janeiro**

EUA	6	Publicação das minutas da reunião 15/16 Dezembro
Alemanha	8	Avaliação do <i>rating</i> - S&P e Fitch
Zona Euro	14	Reunião dos Ministros das Finanças
Reino Unido	14	Reunião de política monetária do Banco de Inglaterra
União Europeia	15	Reunião dos Ministros das Finanças
Portugal	19	Publicação do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito
Zona Euro	21	Reunião de Política Monetária do BCE
Portugal	24	Eleições Presidenciais
EUA	27	Decisão de política monetária do FOMC
Espanha	29	Avaliação do <i>rating</i> - Fitch

Fevereiro

Zona Euro	11/12	Reunião dos Ministros das Finanças
União Europeia	18/19	Cimeira de líderes em Bruxelas

Notas: () - Este calendário não pretende conter uma enumeração exaustiva de todos os acontecimentos futuros na Europa, Japão e América do Norte, mas sim listar alguns dos eventos que possam ter um impacto significativo nos mercados financeiros.*

Indicadores de Conjuntura Económica em Portugal

	2013			2014			2015			2016				
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.
Contas Nacionais (Base 2010)														
PIB	-1.1%	-	1.6%	-	-	1.6%	-	-	1.4%	-	-	-	-	-
Consumo privado	-1.3%	-	2.5%	-	-	3.2%	-	-	2.4%	-	-	-	-	-
Consumo público	-2.0%	-	-0.5%	-	-	0.6%	-	-	0.4%	-	-	-	-	-
Investimento	-5.1%	-	1.1%	-	-	8.5%	-	-	1.7%	-	-	-	-	-
Exportações	7.0%	-	7.0%	-	-	7.3%	-	-	3.9%	-	-	-	-	-
Importações	4.7%	-	7.1%	-	-	12.0%	-	-	4.9%	-	-	-	-	-
Preços e salários														
Taxa de inflação média (%)	0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	-	-	-
Taxa de inflação homóloga (%)	0.2	-0.36	0.31	0.40	0.95	0.80	0.77	0.66	0.88	0.63	0.64	-	-	-
Taxa de inflação harmonizada (%)	0.2	-0.3	0.4	0.5	1	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.6	-	-	-
Inflação de bens (taxa harmonizada)	0	-1.3	-1.4	-1	-0.6	0.4	0.3	0.2	0.3	-0.1	-0.2	-	-	-
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	0.4	1.1	1.2	1.8	1.2	1.4	1.2	1.4	1.8	1.7	1.7	-	-	-
Var. de salários sector priv. (taxa anualizada; %)	-0.1	1.0	0.7	-	0.9	1.4	0.3	-	1.3	0.8	-	-	-	-
Nível de actividade														
Indicador coincidente do Bdp (tvh)	-3.3	0	0.2	0.5	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1	-	-	-
Índice de produção industrial (tvh)	4.8	-1.3	-1.2	-1.7	3.8	-0.1	3.5	3.2	3.3	3.3	3.5	4.2	-	-
Índice de confiança na indústria	-7.4	-5.1	-5.3	-4.7	-3.6	-2.3	-3	-1.4	-3.5	-4.5	-4.8	-3.7	-3.1	-
Índice de confiança dos consumidores	-29.3	-15.8	-11.1	-12.5	-10.9	-11.7	-12	-12	-13.5	-11.4	-11.2	-11.9	-14.4	-10.9
Índice de confiança no sector da construção	-48.5	-43	-37.9	-40.8	-38.2	-37.6	-37.2	-39.4	-39	-37.5	-39.2	-38.6	-41.3	-41.4
Índice de confiança no comércio a retalho	0.7	1.1	-0.4	0.1	0.4	1.2	1.7	5.5	3.5	2	0.5	1	1.8	2.7
Vendas a retalho (tvh)	0.3	2.7	3.1	3.3	1.8	3.6	1.9	2.9	1.7	0.8	1.3	3.7	1.1	-
Vendas de automóveis (tvh)	35.8	37.9	28	35.6	41.8	21.9	33.1	33.9	9.7	21.9	30.1	16.1	13.9	-
Vendas de cimento (tvh)	-22.8	7.7	8.0	12.4	14.6	13.0	-3.1	3.3	2.3	5.1	6.0	0.5	22.4	-
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	5.2	7.1	11.9	11.4	10.6	0.6	5.8	7.9	6.4	2.9	6.2	6.9	-	-
Taxa de desemprego (%)	15.3	13.5	-	-	13.7	-	-	11.9	-	-	11.9	-	-	-
Exterior														
Balança corrente (Ytd; M.E.)	2382.2	953.2	84.6	-102.1	-181.3	-536.7	-1051.6	-850.5	79.7	896.2	1232.9	1681.0	-	-
Bens e serviços (Ytd; M.E.)	-9639.6	-10780.1	-633.4	-1140.4	-2047.8	-3032.5	-4133.7	-4989.7	-5702.9	-6600.8	-7667.8	-8440.5	-9135.8	-
Exportações mercadorias (tvh)	5.7	1.9	-3.4	0.3	4.1	5.5	5.1	5.7	5.6	5.1	4.9	4.0	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	-	4.3	0.0	1.2	4.0	4.4	3.7	5.0	5.1	5.1	4.9	4.3	-	-
Importações mercadorias (tvh)	-5.2	3.2	-10.0	-6.9	-0.6	3.2	3.9	4.4	3.6	3.4	2.9	2.2	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	-	6.0	-1.1	2.6	5.7	7.4	7.3	8.6	8.2	7.9	7.8	7.0	-	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	4,706.9	3,775.2	737.5	561.6	398.8	375.1	205.3	625.6	1,508.6	2,621.5	2,849.1	3,859.5	-	-
Investimento directo em Port. (M.E.- ytd)	8,088.8	9,271.5	290.3	1,242.4	294.9	-2,319.8	-1,731.2	-216.0	-704.6	87.9	116.4	278.8	-	-
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	5,772.5	6,827.3	-0.5	839.1	-373.4	-2,472.2	-2,237.9	-1,308.3	-562.2	-514.7	-529.9	-310.3	-	-
Outro investimento em Portugal (M.E.- ytd) (3)	-14,389.2	-84.1	-7,315.7	-10,468.6	-7,104.0	-4,864.6	-6,215.0	-2,612.5	-4,344.2	-6,793.7	-13,344.6	-9,603.7	-	-
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) (3)	-11,176.5	4,741.3	-2,097.3	-4,324.6	-2,606.1	-3,717.6	-3,112.7	-1,954.3	-2,456.4	-4,321.9	-8,687.4	-7,625.9	-	-
Finanças públicas														
Financ. das administrações públicas (Ytd; M.E.)	6,156.0	7,262.0	609.0	275.0	1,109.0	1,197.0	1,031.0	3,560.0	5,750.0	4,492.0	4,125.0	5,806.0	-	-

Fontes: Dados compilados pelo BPI a partir de publicações do Banco de Portugal e INE.

Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2013 e 2014.

(1) tvh - taxa de variação homóloga

(2) Variação das remunerações declaradas à Segurança Social, excluindo as entidades empregadoras do sector bancário;

(3) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

	2015												2016		
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Jan.	
Matérias Primas															
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	111.94	110.82	55.76	50.77	61.81	53.34	64.86	63.89	61.36	50.57	51.28	47.13	47.62	42.82	35.75
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-0.2	-1.2	-4.9	-1.9	-14.1	-17.5	-19.4	-17	-16.6	-17.1	-21.3	-16.7	-16.9	-20.9	-18.2
Custos laborais															
EUA	5.6	-1.3	2.8	-	-	1.2	-	-	2.6	-	-	3	-	-	-
Zona Euro	2	1.3	1.2	-	-	1.9	-	-	1.6	-	-	1.1	-	-	-
Japão	-1.7	0.5	1.3	0.6	0.1	0	0.7	0.7	-2.5	0.9	0.4	0.4	0.7	0	-
Taxas de juro de curto prazo															
EUA	0.31	0.25	0.26	0.25	0.26	0.27	0.28	0.28	0.28	0.31	0.33	0.33	0.33	0.42	0.61
Zona Euro	0.13	0.27	0.06	0.03	0.03	0.02	-0.01	-0.02	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13
Japão	0.18	0.15	0.11	0.10	0.10	0.10	0.09	0.10	0.10	0.10	0.09	0.08	0.08	0.07	0.08
Taxas de juro de longo prazo															
EUA	1.76	3.03	2.17	1.64	1.99	1.92	2.03	2.12	2.35	2.18	2.22	2.04	2.14	2.21	2.27
Alemanha	1.32	1.93	0.54	0.30	0.33	0.18	0.37	0.49	0.76	0.64	0.80	0.59	0.52	0.47	0.63
Japão	0.79	0.74	0.33	0.28	0.34	0.41	0.34	0.39	0.47	0.42	0.38	0.36	0.31	0.31	0.27
Taxas de câmbio efectivas															
EUA (+ valorização;-depreciação)	-1.4	2.8	8.4	9.7	10.9	12.9	12.2	11.7	12.4	14.7	15.9	15.1	12.6	12.4	10.9
Zona Euro	-0.4	4.8	-5.2	-9.3	-11.0	-13.7	-12.3	-11.6	-10.6	-10.3	-7.1	-4.7	-6.4	-8.9	-5.6
Japão	-12.8	-17.5	-7.9	-7.5	-8.5	-7.8	-8.2	-11.7	-11.0	-9.7	-5.9	-0.2	-2.1	4.1	6.9
Preços no produtor															
EUA	1.4	1.4	-0.6	-3	-3.2	-3.3	-4.5	-2.9	-2.6	-2.8	-2.9	-4.1	-4.1	-3.2	-
Zona Euro	2.2	-0.7	-2.7	-3.5	-2.8	-2.3	-2.1	-2	-2.1	-2.1	-2.7	-3.2	-3.2	-3.2	-
Japão	-0.7	2.5	1.8	0.3	0.5	0.7	-2.1	-2.2	-2.4	-3.1	-3.6	-4	-3.8	-3.6	-
Preços no consumidor															
EUA	1.7	1.5	0.8	-0.1	0	-0.1	-0.2	0	0.1	0.2	0.2	0	0.2	0.5	-
Zona Euro	2.2	0.8	-0.2	-0.6	-0.3	-0.1	0	0.3	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.2
Japão	-0.1	1.6	2.4	2.4	2.2	2.3	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0	0.3	0.3	-
Massa monetária															
EUA (M2)	8.1	5.5	5.9	6.1	6.4	6.1	6.1	5.7	5.6	5.6	5.9	6.1	5.9	6.2	-
Zona Euro (M3)	3.5	1	3.8	3.9	4.1	4.7	5.4	5	4.9	5.2	4.9	4.9	5.3	5.1	-
Japão (M2)	2.6	4.2	3.6	3.4	3.5	3.6	3.6	4.1	3.9	4	4.2	3.8	3.7	3.3	-

Fontes: IEA market report, Economist, UE, FMI, OCDE, Bdp, Bloomberg.
Nota: taxas de variação homóloga, excepto quando indicado o contrário.

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

	2015												2016	
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.
Crescimento do Produto														
EUA (anualizado)	3.8	2.1	-	-	0.6	-	3.9	-	2.0	-	-	-	-	-
Zona Euro (q/q)	0.2	0.4	-	-	0.5	-	0.4	-	0.3	-	-	-	-	-
Japão (q/q)	-0.2	0.5	-	-	1.1	-	-0.1	-	0.3	-	-	-	-	-
Desemprego														
EUA	6.7	5.6	5.7	5.5	5.4	5.5	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	-
Zona Euro	11.9	11.4	11.2	11.2	11.1	11.0	11.0	10.8	10.7	10.6	10.5	-	-	-
Japão	3.7	3.4	3.6	3.5	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	3.1	3.3	-	-	-
Confiança das Empresas														
EUA - Índice de confiança PME	94	100	98	98	97	98	94	95	96	96	95	-	-	-
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-3	-5	-5	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-2	-3	-2	-	-
Japão - Índice Tankan (global)	17	15	-	-	-	-	21	-	19	-	-	18	-	-
Confiança dos Consumidores														
EUA - Índice da Universidade de Michigan	82.5	93.6	98.1	95.4	93.0	90.7	96.1	93.1	87.2	90.0	91.3	92.6	-	-
Índice do Conference Board	77.54	93.06	103.8	98.8	101.4	94.3	99.8	91.0	101.3	102.6	99.1	92.6	96.5	-
Zona Euro - Índice do Eurostat	-14	-11	-8	-7	-4	-5	-6	-7	-7	-8	-6	-6	-	-
Japão - Índice do ESRI	40.6	38.3	39.2	40.4	41.6	41.6	42.4	41.0	42.2	40.9	41.1	41.8	-	-
Indicador Avançado da OCDE														
EUA	107.1	109.3	109.4	109.4	109.5	109.5	109.6	109.6	109.6	109.7	-	-	-	-
Zona Euro	101.5	101.8	102.0	102.1	102.2	102.3	102.4	102.4	102.5	102.5	-	-	-	-
Japão	103.7	103.0	103.1	103.2	103.3	103.4	103.5	103.5	103.5	103.5	-	-	-	-
Indicador da Actividade Industrial														
EUA - ISM manufacturas	56.1	55.1	53.5	52.9	51.5	51.5	53.5	52.7	51.1	50.2	50.1	48.6	48.2	-
PMI manufacturas	52.7	50.6	51.0	51.0	52.2	52.0	52.5	52.4	52.3	52.0	52.3	52.8	53.2	-
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	102.9	101.9	103.5	102.6	102.3	102.9	102.0	102.5	102.5	102.3	103.3	-	-	-
Produção Industrial (t.v.h.)														
EUA	2.3	4.6	4.5	3.5	2.5	2.1	1.4	0.9	1.4	1.5	0.8	0.3	-1.2	-
Zona Euro	1.5	0.6	0.6	1.7	1.8	0.6	1.4	1.4	1.4	2.0	1.2	1.8	-	-
Japão	7.2	-0.1	-2.6	-2.0	-1.7	0.1	-3.9	2.3	0.0	-0.4	-0.8	-1.4	1.6	-
Vendas a retalho (t.v.h.)														
EUA	3.2	3.3	3.7	1.9	2.1	1.3	2.5	1.8	2.0	2.2	1.7	1.4	-	-
Zona Euro	0.2	3.0	2.5	2.5	2.0	2.5	2.7	2.2	3.4	2.5	3.2	2.5	1.6	-
Japão	2.8	-1.4	-2.7	-3.3	-8.3	2.5	-1.9	1.1	0.1	-0.3	-2.1	-0.7	-1.7	-
Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)														
EUA	-702.6	-741.5	-63.0	-121.0	-192.2	-254.2	-316.2	-442.6	-510.4	-571.3	-634.9	-696.2	-	-
Zona Euro	154.9	184.3	191.8	197.3	202.0	208.9	213.2	223.8	234.7	238.9	241.7	243.5	-	-
Japão	-11,645	-12,875	-329	-933	-969	-1,216	-1,416	-1,699	-2,057	-2,403	-2,682	-2,858	-	-

Fontes: Bloomberg, Conference Board, Economist, ESRI, Eurostat, OCDE, Reuters e Universidade de Michigan.

Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2009, 2012 e 2013.

Cotações no Mercado Spot

Data	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
01-dez-15	1.0600	130.57	0.7036	1.0908	123.18
02-dez-15	1.0612	130.70	0.7059	1.0880	123.16
03-dez-15	1.0671	131.58	0.7122	1.0840	123.31
04-dez-15	1.0902	134.08	0.7201	1.0882	122.99
07-dez-15	1.0809	133.40	0.7177	1.0830	123.42
09-dez-15	1.0941	134.04	0.7251	1.0830	122.51
10-dez-15	1.0943	132.97	0.7235	1.0806	121.51
11-dez-15	1.0950	133.02	0.7224	1.0819	121.48
14-dez-15	1.0983	132.54	0.7260	1.0771	120.68
15-dez-15	1.0990	132.97	0.7252	1.0831	120.99
16-dez-15	1.0933	133.18	0.7283	1.0824	121.81
17-dez-15	1.0841	132.82	0.7266	1.0807	122.52
18-dez-15	1.0836	131.60	0.7267	1.0768	121.45
21-dez-15	1.0870	131.93	0.7299	1.0804	121.37
22-dez-15	1.0952	132.42	0.7362	1.0818	120.91
23-dez-15	1.0916	131.92	0.7330	1.0812	120.85
28-dez-15	1.0962	132.05	0.7354	1.0838	120.46
29-dez-15	1.0952	131.88	0.7401	1.0846	120.42
30-dez-15	1.0926	131.66	0.7380	1.0814	120.50
31-dez-15	1.0887	131.07	0.7340	1.0835	120.39
Var. Mês %	2.71	0.38	4.31	-0.67	-2.26
Var. em 2015 %	-9.60	-9.74	-5.90	-9.87	-0.15
Média mensal	1.09	132.32	0.73	1.08	121.70

Fonte: BPI, BCE.

Taxas Oficiais de Conversão do Euro

Escudo (PTE)	200.482
Peseta (ESP)	166.386
Franco Francês (FRF)	6.55957
Lira (ITL)	1936.27
Marco Alemão (DEM)	1.95583
Libra Irlandesa (IEP)	0.787564
Markka Finlandesa (FIM)	5.94573
Florim Holandês (NLG)	2.20371
Xelim Austríaco (ATS)	13.7603
Franco Belga (BEF)	40.3399
Franco Luxemburguês (LUF)	40.3399
Dracma Grega (GRD)	340.75
Tolar Esloveno (SIT)	239.640
Lira Maltesa (MTL)	0.429300
Libra Cipriota (CYP)	0.585274
Coroa Eslovaca (SKK)	30.1260
EEK (Coroa estoniana)	15.6466
LVL (Lats letão)	0.702804
LTL (Litas lituana)*	3.45280

Fonte: BCE.
Nota: (*) Desde 01/01/2015.**MTC-II**

	Data de entrada	Taxa Central face ao Euro	Bandas de Var. Nominal	Banda Actual
DKK (Coroa dinamarquesa)	01.01.1999	7.46038	+/-2.25%	<1%

Fonte: BCE.

Taxas de Juro Internacionais

12.Jan.16

	O/N	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	-0.28%	-0.20%	-0.13%	-0.04%	0.06%
USD	0.27%	0.43%	0.61%	0.85%	1.18%
JPY	0.04%	0.05%	0.08%	0.12%	0.22%
GBP	0.45%	0.50%	0.59%	0.75%	1.07%
CHF	-0.78%	-0.80%	-0.76%	-0.69%	-0.59%

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2012			2013			2014			2015					2016										
	Dez.	Jan.	Feb.	Dez.	Jan.	Feb.	Dez.	Jan.	Feb.	Mar.	Abr.	Maio	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mar.	Abr.		
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo																									
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	290,566	282,435	272,161	264,965	268,100	266,159	268,549	265,702																	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros)	-13,381	-4,560	7	-8,103	-305	-42	1,135	-1,703																	
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas																									
Emissões brutas OT's (10 ⁶ euros) ¹	0	6,530	0	0	1,965	0	2,992	1,386																	
Emissões brutas BT's (10 ⁶ euros) ¹	500	0	1,115	806	2,032	1,190	1,634	1,400																	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ²	-1,486	-3,521	-1,140	-2,270	2,001	399	2,782	-2,934																	
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 ⁶ euros)																									
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	42,533	45,021	34,680	33,543	32,193	32,054	32,163	32,399																	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	585	-109	270	56	-981	-119	109	218																	
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 ⁶ euros)																									
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	97,952	84,812	59,736	58,408	57,044	56,734	55,101	56,200																	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	1,120	-1,044	563	-161	-1,381	-153	-1,551	970																	
Dívida Pública Transacionável em euros - Saldo Vivo (10 ⁶ euros)	113,641	113,343	109,957	116,776	118,562	118,961	121,753	118,747	119,857																
BT's	17,777	19,046	16,242	13,202	13,302	13,701	13,493	14,893	15,001																
OT's	93,626	92,708	92,400	102,424	104,164	104,164	107,164	102,759	103,865																
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	51	51																
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	2,187	1,538	1,264	1,099	1,045	1,045	1,045	1,044	940																
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 ⁶ euros)	6,861	9,152	8,289	8,257	6,123	4,853	4,835	-	4,745																
Valor de Obrig. na posse de não residentes ⁴	57,378	63,168	76,708	78,080	-	-	81,771	-	-																
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.7	0.7	0.8	0.7	-	-	0.8	-	-																
Transac. de Obrig. Tesouro no MEDIP: ⁵ (média diária) (10 ⁶ euros)	10	28	126	284	220	255	459	-	-																

Fonte: BPT, Banco de Portugal, BVLPI, IGC.

Notas: 1. Inclui apenas emissões em mercado interno de Títulos de Dívida Transacionáveis - BT's, OT's e OTRV's.

2. Inclui emissões no mercado interno e externo pela Administração Central; inclui certificados de afioramento.

3. Inclui emissões no mercado interno e externo; inclui títulos de participação.

4. Inclui apenas Dívida Pública emitida no mercado interno e o valor encontra-se expresso em milhões de euros.

5. MEDIP: Mercado Especial de Dívida Pública, a funcionar desde 24.07.00 (inclui EuroMTS)

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

07.Jan.16

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 ⁶ EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
Obrig. do Tesouro								
OTs 5 Anos 11	2016-02-15	2,088	0	1	6.400%	100.62	0.11	-0.101%
OTs 10 Anos 06	2016-10-15	4,396	0	9	4.200%	103.25	0.77	-0.071%
OTs 10 Anos 07	2017-10-16	8,860	1	9	4.350%	107.47	1.73	0.103%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	8,674	2	5	4.450%	110.16	2.32	0.244%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,915	3	5	4.750%	113.42	3.17	0.762%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	4	5	4.800%	115.39	3.99	1.208%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	9,514	5	3	3.850%	111.89	4.71	1.483%
OTs 7 Anos 15	2022-10-17	3,000	6	9	2.200%	101.21	6.22	2.006%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	8,033	7	9	4.950%	118.98	6.57	2.263%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	8	1	5.650%	123.42	6.45	2.428%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	10,677	9	9	2.875%	102.19	8.36	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,376	14	1	3.875%	107.38	10.56	3.215%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	8,020.00	21	3	4.100%	107.69	13.96	3.577%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	2,500.00	29	1	4.100%	105.55	16.19	4.131%

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções

	31.12.2015	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52 semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EURO STOXX 50	3,267.5	-8.4	-8.8	-2.5	7.2	2015-08-24	-16.9	2015-04-13	1.3	13.4
DJ EURO STOXX	345.2	-7.2	-6.9	-2.4	9.8	2015-01-06	-14.3	2015-04-13	5.4	14.1
DJ EUROPE STOXX 50	3,100.3	-7.4	-8.9	-2.2	7.1	2015-08-24	-15.8	2015-04-15	1.0	14.2
DJ EUROPE STOXX	365.8	-6.9	-7.6	-2.2	8.1	2015-01-06	-13.9	2015-04-15	4.4	14.9
MSCI EUROPE	1,412.6	-3.7	-4.5	0.0	n.a.	2015-09-29	n.a.	2015-04-10	2.2	n.a.
BBG EUROPEAN INTERNET	107.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2014-10-16	n.a.	2015-04-23	n.a.	n.a.
BBG US INTERNET	113.3	-1.7	12.9	0.0	31.4	2015-01-16	-2.6	2015-12-02	23.2	28.7
FTSE 100	6,242.3	-4.3	-7.3	-1.9	6.2	2015-08-24	-14.0	2015-04-27	-6.7	15.0
DAX	10,743.0	-8.8	-5.2	-3.4	11.3	2015-09-29	-16.2	2015-04-10	5.8	12.7
CAC 40	4,637.1	-7.6	-7.0	-2.1	11.4	2015-01-06	-14.1	2015-04-27	6.3	14.0
PSI-20	5,313.2	-2.5	-7.4	-1.8	13.4	2015-01-07	-17.8	2015-04-10	8.7	11.5
IBEX 35	9,544.2	-10.2	-14.6	-2.4	0.9	2015-09-24	-21.6	2015-04-13	-9.4	13.3
DOW JONES INDUST.	17,425.0	-2.6	-1.9	0.0	13.4	2015-08-24	-5.0	2015-05-19	-2.2	15.6
S&P 500	2,043.9	-2.8	-1.6	0.0	9.5	2015-08-24	-4.3	2015-05-20	-0.7	17.4
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5,007.4	-2.9	-0.1	0.0	16.7	2015-08-24	-4.3	2015-07-20	5.7	22.6
S&P UTILITIES	463.5	-2.8	-1.0	0.0	10.1	2015-08-25	-7.1	2015-02-25	-4.7	16.3
S&P FINANCIALS INDEX	321.7	-3.6	-3.4	0.0	8.6	2015-10-02	-6.7	2015-07-23	-3.5	14.6
NIKKEI 225	18,451.0	-6.6	-8.8	-3.1	11.2	2015-01-16	-11.9	2015-06-24	5.7	17.7
BOVESPA	43,350.0	-3.9	-18.3	0.0	1.4	2015-08-24	-26.0	2015-05-06	-13.3	12.7
MSCI WORLD	1,277.7	-3.1	-3.6	0.0	n.a.	2015-09-29	n.a.	2015-05-21	0.2	n.a.

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações (cont.)

	31.12.2015	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EUROPE TELECOM	347.1	-7.7	-9.0	-2.3	10.4	2015-01-06	-15.1	2015-07-20	5.9	19.4
DJ EUROPE BANK	182.6	-8.5	-17.8	-2.6	3.0	2015-12-14	-21.8	2015-07-21	-5.8	10.0
DJ EUROPE TECHNLY	355.9	-5.7	-0.0	-2.5	22.1	2015-08-24	-8.5	2015-04-22	11.2	18.2
DJ EUROPE INDUSTRIAL	428.8	-7.8	-8.0	-2.3	8.1	2015-09-29	-15.3	2015-04-15	3.1	15.5
DJ EUROPE INSURANCE	285.6	-6.6	0.4	-2.7	14.8	2015-01-06	-10.1	2015-04-14	10.9	11.2
DJ EUROPE MEDIA	305.2	-6.0	-6.1	-2.1	13.8	2015-01-06	-12.1	2015-04-14	9.7	17.4
DJ EUROPE FINANCIAL	447.9	-6.5	-3.4	-2.5	19.2	2015-01-07	-9.7	2015-07-20	15.7	15.4
DJ EUROPE OIL&GAS	262.3	-12.2	-16.5	-2.1	6.0	2015-09-29	-26.0	2015-04-28	-9.7	14.6
DJ EUROPE UTILITY	303.9	-5.3	-4.8	-2.3	6.7	2015-09-24	-13.3	2015-04-29	-5.9	14.2
DJ EUROPE AUTO	565.1	-7.0	-13.1	-3.4	23.9	2015-09-29	-21.4	2015-03-17	8.9	9.2
DJ EUROPE CONSTRUCT	389.3	-5.5	-2.4	-2.2	17.6	2015-01-06	-8.9	2015-04-16	13.8	17.1
DJ EUROPE HEALTHCARE	794.9	-3.2	-2.7	-1.5	13.6	2015-01-06	-11.0	2015-04-15	12.8	17.9
DJ EUROPE PR & HO GOODS	755.7	-6.9	-0.8	-2.3	20.3	2015-01-06	-9.6	2015-08-06	n.a.	17.9
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	265.4	-1.6	3.6	-1.5	21.6	2015-01-06	-3.6	2015-12-03	n.a.	15.8
DJ EUROPE BAS.RESR	244.9	-15.1	-37.2	-3.9	3.3	2015-12-14	-46.2	2015-03-02	-37.4	16.2
DJ EUROPE FOOD&BEV	644.2	-5.4	3.9	-1.4	19.7	2015-08-24	-6.7	2015-12-03	15.3	21.5
DJ EUROPE CHEMICAL	825.5	-7.6	-11.8	-2.6	6.3	2015-01-06	-19.5	2015-04-13	n.a.	15.5
DJ EUROPE RETAIL	336.7	-9.0	-8.0	-2.2	10.1	2015-01-06	-14.1	2015-04-15	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	125.6	-5.8	-7.1	0.0	17.9	2015-08-24	-13.5	2015-03-23	-7.4	9.4
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	721.5	-3.4	3.6	0.0	17.8	2015-08-24	-4.0	2015-11-05	4.3	17.0
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	621.0	-3.9	1.2	0.0	14.3	2015-01-16	-4.4	2015-11-04	8.4	20.1
S&P CONSUMER STAPLES	518.4	1.7	4.7	0.0	13.5	2015-08-24	-1.5	2015-12-29	3.8	21.1
S&P ENERGY	448.4	-10.6	-17.6	0.0	3.8	2015-08-25	-26.6	2015-05-05	-23.6	25.6
S&P HEALTH CARE	833.2	-0.1	-4.1	0.0	13.1	2015-09-28	-6.8	2015-07-20	5.2	17.4
S&P MATERIALS	273.6	-5.1	-10.3	0.0	12.1	2015-09-29	-16.4	2015-02-25	-10.4	17.0
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	149.9	1.3	-2.8	0.0	10.3	2015-08-24	-7.2	2015-04-29	-1.7	12.6

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de Commodities

	Preços							Variação				
	Peso	Dez.15	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	Dec/14	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
CRB Futuros												
Índice Global	100%	174.9	183.1	194.3	227.8	234.1	230.5	-4.5%	-10.0%	-23.2%	-25.3%	-24.1%
CRB Energia												
Petróleo		36.7	47.9	45.1	59.5	53.3	53.3	-23.3%	-18.6%	-38.3%	-31.1%	-31.1%
Heating oil		107.9	150.4	151.3	188.7	184.7	184.7	-28.2%	-28.7%	-42.8%	-41.6%	-41.6%
Gas natural		2.3	2.3	2.5	2.8	2.9	2.9	3.0%	-7.7%	-17.8%	-19.4%	-19.4%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1060.8	1065.8	1115.5	1171.8	1184.1	1184.1	-0.5%	-4.9%	-9.5%	-10.4%	-10.4%
Platina		870.3	832.9	907.2	1078.6	1208.9	1208.9	4.5%	-4.1%	-19.3%	-28.0%	-28.0%
Prata		13.9	14.1	14.5	15.6	15.6	15.6	-1.4%	-4.5%	-10.9%	-11.1%	-11.1%
CRB Agrícola												
Milho		359.3	379.0	387.8	414.0	397.0	397.0	-5.2%	-7.4%	-13.2%	-9.5%	-9.5%
Sementes de soja		876.0	910.5	892.0	1056.3	1019.3	1019.3	-3.8%	-1.8%	-17.1%	-14.1%	-14.1%
Trigo		470.5	519.0	512.8	614.8	589.8	589.8	-9.3%	-8.2%	-23.5%	-20.2%	-20.2%
CRB Alimentares												
Cacau		3229.0	3366.0	3114.0	3275.0	2910.0	2910.0	-4.1%	3.7%	-1.4%	11.0%	11.0%
Café		123.9	114.3	121.4	130.7	166.6	166.6	8.4%	2.1%	-5.2%	-25.6%	-25.6%
Sumo de laranja		138.5	106.8	106.8	114.9	140.1	140.1	29.7%	29.7%	20.5%	-1.1%	-1.1%
Açúcar		15.2	14.8	12.2	12.3	14.5	14.5	2.8%	24.9%	23.8%	4.7%	4.7%
CRB Industriais												
Cobre		214.3	231.9	234.1	262.4	282.6	282.6	-7.6%	-8.5%	-18.3%	-24.2%	-24.2%
Algodão		63.8	61.6	59.5	67.5	60.3	60.3	3.6%	7.3%	-5.4%	5.9%	5.9%
CRB Gado												
Bovino		133.0	130.1	124.7	147.9	165.7	165.7	2.3%	6.7%	-10.0%	-19.7%	-19.7%
Suíno		59.8	58.4	73.5	76.2	81.2	81.2	2.3%	-18.7%	-21.6%	-26.4%	-26.4%

Fonte: Bloomberg.

"Esta publicação destina-se exclusivamente a circulação privada. A informação nela contida foi obtida de fontes consideradas fiáveis, mas a sua precisão não pode ser totalmente garantida. As recomendações destinam-se exclusivamente a uso interno, podendo ser alteradas sem aviso prévio. As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos seus autores, reflectindo apenas os seus pontos de vista e podendo não coincidir com a posição do BPI nos mercados referidos. O BPI, ou qualquer afiliada, na pessoa dos seus colaboradores, não se responsabiliza por qualquer perda, directa ou potencial, resultante da utilização desta publicação ou seus conteúdos. O BPI e seus colaboradores poderão deter posições em qualquer activo mencionado nesta publicação. A reprodução de parte ou totalidade desta publicação é permitida, sujeita a indicação da fonte. Por opção própria, os autores não escrevem segundo o novo Acordo Ortográfico. Os números são apresentados na versão anglo-saxónica, ou seja, utilizando a vírgula como separador de milhares e o ponto como separador decimal e utilizando a designação de "milhar de milhão" para 10^9 ."

BANCO BPI. S.A.

Rua Tenente Valadim, 284
Telef.: (351) 22 207 50 00

4100 - 476 PORTO
Telefax: (351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 - 9º
Telef.: (351) 21 724 17 00

1269-067 LISBOA
Telefax: (351) 21 353 56 94