

# Análise Mensal

11 de Abril de 2016

## Mercados Financeiros

### BREXIT?

- ▶ As informações económicas mais recentes têm sido favoráveis, tanto nas economias desenvolvidas como nos países emergentes e em desenvolvimento. O destaque vai para o aparente afastamento de um cenário de arrefecimento mais brusco da economia da China. Pelo menos, por ora. Efectivamente, as medidas de estímulo implementadas pelas autoridades (sobretudo de foro da política monetária e cambial) parecem ter interrompido o fluxo de más notícias, destacando-se a recuperação do índice PMI das manufacturas para o valor mais alto do último ano e a recuperação do investimento, sobretudo graças ao sector da construção. Acresce ainda referir a aparente redução dos fluxos de saída de capitais, contribuindo para estancar o processo de queda das reservas externas. Mas se esta é uma boa notícia a curto/médio prazo, em termos do rebalanceamento económico desejado não dá boas indicações. Na verdade, sem que sejam implementadas medidas para reduzir a taxa de poupança nacional, qualquer reequilíbrio com foco apenas na queda do investimento terá implicações de queda da procura interna e será deflacionário para o resto do mundo. O cenário global para o crescimento económico continua, pois, positivo, mas os riscos descendentes não se têm desvanecido.
- ▶ As expectativas dos investidores relativamente às políticas monetárias praticadas nos principais blocos económicos mundiais continua a ditar o andamento das principais cotações no mercado cambial. Face ao recuo da Reserva Federal desde Dezembro, mostrando-se actualmente quase refém das expectativas do próprio mercado, o dólar norte-americano tem vindo a perder valor e surge bastante mais remota a possibilidade de uma recuperação face ao euro, em direcção à paridade. Este é um cenário por ora afastado. Entretanto, destaque para o valor da libra esterlina, que perde terreno em relação às suas congéneres principais, maior reflexo da probabilidade atribuída pelo mercado à possibilidade de Brexit.
- ▶ Não há alterações do pendor actual ou previsto das políticas monetárias da Reserva Federal e BCE. Os bancos centrais vão continuar a acomodar uma recuperação demasiado frágil, com as autoridades monetárias europeias a não descartar a possibilidade de (ainda) mais estímulos e a Reserva Federal a fazer uma aproximação muito cautelosa à estratégia de normalização dos juros. Boas notícias são a recuperação, se bem que tímida, dos preços das principais *commodities*, a ligeira melhoria das expectativas de inflação e uma leitura mais favorável do andamento do crédito ao sector privado – menor retracção em Portugal, ligeira recuperação na Europa.
- ▶ Reflectindo a fragilidade e falta de convicção implícitas à melhoria de sentimento recente, as valorizações das obrigações de taxa fixa de dívida pública evidenciam de novo movimentos de fuga para a qualidade e busca de refúgio: atente-se à *yield* do *Bund* alemão de 10 anos, próximo de mínimos históricos (0.09%) e às taxas de 10 anos do *benchmark* do Tesouro dos EUA, afastando-se da fasquia dos 2%. É certo que na Zona Euro as operações de compra de activos pelo BCE estão activamente a suportar o mercado. Todavia, o andamento do mercado norte-americano e mesmo o alargamento do prémio de risco de alguns periféricos – designadamente Portugal – reflectem não só factores específicos como também a necessidade de refúgio em activos seguros, movimento que tenderá a intensificar-se em vésperas do referendo no Reino Unido.
- ▶ Os mercados accionistas aparentam estabilização e mesmo, em alguns casos, recuperação, beneficiando da liquidez abundante disponibilizada pelos bancos centrais. Mas, na ausência de uma melhoria mais clara e robusta dos fundamentos económicos globais, na base da saúde dos balanços do sector empresarial, as estimativas de evolução dos resultados têm vindo a ser revistas em baixa, conduzindo a uma reavaliação do posicionamento relativo do mercado. O que significa que o grau de atractividade destes activos pode ressentir-se.
- ▶ Esta publicação inclui uma análise sobre o tema Brexit, abordando-se as consequências previsíveis para a economia britânica, designadamente ao nível das relações comerciais, investimento, crescimento económico e também atendendo ao elevado peso do sector financeiro na economia. Este é um tema de interesse global e, em particular, para todos os restantes estados-membros da UE. Para contextualizar, e de acordo com a informação disponível no FMI, a economia britânica é a quinta maior do mundo (4.0% do PIB mundial), e a segunda maior da União Europeia. A sua quota de mercado nas exportações mundiais de bens e serviços é de 3.6%, representando cerca de 27% do PIB britânico, sendo que as vendas ao exterior de bens representam 56% do total exportado e as de serviços 44%. E a comparação internacional põe em evidência a importância das exportações de serviços britânicas no comércio internacional. A nível mundial, o Reino Unido destaca-se também na captação de Investimento Directo Estrangeiro, sendo que em 2014 foi o quarto maior receptor de IDE, captando 5.9% dos fluxos (entradas), e a segunda maior economia em termos de *stock* de IDE, com 6.4% do IDE mundial.

Paula Gonçalves Carvalho  
Agostinho Leal Alves  
José Miguel Cerdeira  
Teresa Gil Pinheiro  
Vânia Patrícia Duarte

## **BREXIT?**

Apesar do regresso de alguma apetência por risco, das boas notícias económicas nos EUA e dos indicadores mais favoráveis na China, a melhoria de sentimento carece de convicção. Efectivamente, apesar da economia global continuar a crescer, esta expansão é demasiado lenta, demasiado frágil e excessivamente dependente das políticas monetárias de estímulo implementadas nos países desenvolvidos depois da crise de 2008. A este quadro, a que se somam legados do passado relacionados com endividamento excessivo do sector privado e/ou público (dependendo das geografias), aliam-se factores adicionais de incerteza (sobretudo de natureza política) que irão dificultar a tomada de decisões nos tempos mais próximos. Entre alguns potenciais candidatos, este mês elegemos a perspectiva ou a possibilidade de saída do Reino Unido da União Europeia como um dos temas dominantes de momento. A possibilidade de Brexit deverá condicionar de forma crescente os preços dos activos financeiros à medida que se aproxima a data do referendo, atendendo ao equilíbrio das duas posições expresso nas sondagens. Neste contexto, destacamos a análise que elaborámos sob esta questão, ponderando o que está em causa e avançando com consequências previsíveis caso o cenário de ruptura avance.

### **DEPARTAMENTO DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS**

Paula Gonçalves Carvalho                      Economista Chefe  
Teresa Gil Pinheiro  
José Miguel Cerdeira  
Vânia Patrícia Duarte

### **ANÁLISE TÉCNICA** Agostinho Leal Alves

Tel.: 351 21 310 11 86      Fax: 351 21 353 56 94  
Email: [deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)      [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt)      [www.bpiinvestimentos.pt/Research](http://www.bpiinvestimentos.pt/Research)

**ÍNDICE**

	Pág.
Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	04
Principais Recomendações e Factores de Risco	06
<b>TEMAS EM DESTAQUE</b>	
<b>BCE ACTUA EM TODOS OS CAMPOS: CONVENCIONAL E NÃO CONVENCIONAL</b>	07
<b>FED: MENOR OPTIMISMO</b>	09
<b>CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO CONSOLIDA-SE; INVESTIMENTO E POUPANÇA EM NÍVEIS BAIXOS</b>	10
<b>O QUE ESPERAR DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA DA EMATUM</b>	12
<b>ECONOMIAS</b>	
<b>ESTADOS UNIDOS – DESENVOLVIMENTOS INDICAM SOLIDEZ NO MERCADO DE TRABALHO</b>	17
<b>ZONA EURO - BCE REVÊ EM BAIXA CRESCIMENTO ECONÓMICO PARA A ZONA EURO</b>	18
<b>PORTUGAL - CENÁRIO DE CRESCIMENTO REVISTO EM BAIXA</b>	19
<b>ANGOLA - PEDIDO PARA NEGOCIAR UM PROGRAMA DE ASSISTÊNCIA AO FMI</b>	21
<b>ÁFRICA DO SUL - RISCOS SOBRE A INFLAÇÃO LEVAM BANCO CENTRAL A REVER A POLÍTICA MONETÁRIA</b>	23
<b>MERCADOS</b>	
<b>MERCADO CAMBIAL</b>	
DE NOVO, AS POLÍTICAS MONETÁRIAS ...	25
EMERGENTES A VÁRIAS VELOCIDADES	26
<b>MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA</b>	
MANTÉM-SE CENÁRIO DE BAIXAS <i>YIELDS</i>	27
<b>MERCADOS ACCIONISTAS</b>	
REUNIÕES DOS BANCOS CENTRAIS DÃO NOVO ÍMPETO ÀS PRINCIPAIS BOLSAS	29
<b>MERCADO DE <i>COMMODITIES</i></b>	
PREÇO DO CRUDE GANHA SUPORTE	30
<b>PREVISÕES</b>	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas BPI - EUA&UEM	
Previsões Económicas BPI - Portugal	31
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	32
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	33
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e <i>Spreads</i> dos Mercados Emergentes	34
<b>OPINIÃO</b>	
<b>BREXIT: SERÁ UMA ESCOLHA ACERTADA?</b>	35
<b>BASES DE DADOS</b>	47

## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
<b>Global</b>	<p>. A OCDE reviu em baixa o crescimento mundial esperado para 2016-17, antecipando que este ano, o mundo cresça 3.0%, o mesmo do que em 2015, acelerando para 3.3% em 2017. As economias desenvolvidas deverão continuar a apresentar ritmos de expansão moderados. A OCDE estima que os EUA cresçam 2.0% em 2016 e 2.2% em 2017; na zona euro, o PIB deverá avançar 1.3% e 1.7% em 2016 e 2017, respectivamente.</p> <p>. A China cresceu 6.9% em 2015 e a OCDE antecipa um crescimento de 6.5% em 2016 e 6.0% em 2017. O abrandamento esperado reflecte a alteração da sua estrutura de crescimento, menos suportado pela indústria e mais pelos serviços. Esta alteração tem também implicações no comportamento das economias emergentes, geralmente produtoras de <i>commodities</i>.</p>	<p>. Os factores de risco estão associados aos eventuais efeitos de um arrefecimento da China na economia mundial. Também a eventualidade de um processo de reversão 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 continuará a 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 (pouco provável nas actuais circunstâncias), poderão justificar crescimento acima do esperado.</p>
<b>EUA</b>	<p>. A 3ª estimativa do PIB reviu o crescimento da economia americana em 0.4 pontos percentuais, estimando-se o aumento do PIB nos E.U.A. em 1.4% yoy no último trimestre e de 2.4% no ano de 2015. A desaceleração verificada no último trimestre do ano passado teve essencialmente a ver com um menor crescimento do consumo privado e quebras no investimento não-residencial fixo, com um decréscimo também nas exportações. Para 2016, as expectativas são de crescimento moderado, esperando-se que o forte desempenho do mercado interno (bastante suportado pelas melhorias no mercado de trabalho) compense a perspectiva de abrandamento global nas restantes economias mundiais. A nossa previsão é de que o PIB americano desacelere, embora mantendo um crescimento sustentado, aumentando 2.1%.</p>	<p>. Potencial instabilidade associada à alteração do ciclo de política monetária poderá gerar nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e actividade, sendo também possível que o fortalecimento do dólar possa prejudicar igualmente o desempenho das exportações americanas.</p>
<b>Japão</b>	<p>. Os últimos indicadores económicos sugerem crescimento mais moderado. Para além da produção industrial ter abrandado, também o sentimento dos consumidores e dos industriais piorou em Março. No que se refere ao sector industrial, a pioria do relatório Tankan resulta sobretudo da avaliação das grandes empresas exportadoras, reflectindo a apreciação do iene e o enfraquecimento da actividade nas economias emergentes. A confirmação do enfraquecimento da actividade económica poderá traduzir-se em política fiscal mais expansionista.</p>	<p>. Riscos para o crescimento continuam enviesados no sentido descendente, associados a evolução mais moderada da procura por parte dos principais parceiros comerciais.</p>
<b>Z. Euro</b>	<p>. A recuperação económica deverá manter-se em 2016; a nossa previsão é de 1.6%. 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 pela 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 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
<p><b>R. Unido</b></p> <p>. Depois de em 2015 ter avançado 2.2%, a OCDE estima um crescimento de 2.1% em 2016 e 2.0% em 2017. 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>. Arrefecimento da procura global com impacto negativo no comportamento das exportações. Internamente, a incerteza relativamente 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>
<p><b>Portugal</b></p> <p>. No 4T15, o PIB avançou 0.2% qoq, expandindo 1.3% em termos homólogos. Este nível de crescimento reflecte uma tendência de abrandamento que se tem vindo a sentir desde a segunda metade do ano passado, com a procura interna a continuar a ser sustentada pelo consumo, mas a procura externa a revelar-se mais negativa para a economia portuguesa. Na globalidade de 2015, registou-se um crescimento do PIB de 1.5%, com o consumo a crescer 2.6%, acima da expansão de 2.2% no ano anterior. Já a procura externa líquida teve um contributo negativo, retirando 1.0 ponto percentual à variação do PIB.</p>	<p>. Os riscos são maioritariamente descendentes para o crescimento e, para além dos factores externos, reflectem receios de um posicionamento mais cauteloso dos agentes económicos perante um cenário de maior incerteza, em particular no que se refere ao investimento em bens de capital, que tem vindo a desacelerar durante o ano de 2015 e chegou a diminuir no último trimestre (-0.9% yoy).</p>
<p><b>América Latina</b></p> <p>. O PIB da região recuou 0.3% 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 Peru. A economia da região deverá voltar a recuar em 2016, face à recessão económica no Brasil. 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.</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. 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>
<p><b>África Sub-sariana</b></p> <p>. O crescimento da região está a ser adversamente afectado pela crise desencadeada 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 tenha desacelerado em 2015 para o nível mais baixo dos últimos 6 anos (+3.5%, de acordo com o FMI) e que acelere para +4.0% este ano. A desaceleração económica sentida na região reflecte os ajustamentos dos países aos reduzidos preços das <i>commodities</i> e a custos de financiamento superiores, efeitos que têm pesado nalgumas das principais economias (Nigéria, Angola e África do Sul), assim como em pequenos países exportadores de matérias-primas.</p>	<p>. Para os países exportadores de petróleo, apesar das medidas de ajustamento implementadas, a permanência dos preços da matéria-prima em níveis baixos ameaça a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento económico. 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). O possível agravamento das condições de financiamento a nível global, decorrentes de um eventual novo 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><b>M. Cambial</b></p> <p>. As políticas monetárias dos principais blocos económicos e as expectativas geradas nos mercados acerca da sua evolução continuam a ser factores condicionantes dos câmbios. Bastou a confirmação de que a política de subida das taxas de juro nos EUA será mais contida e gradual para investidores e operadores de mercado deixarem de ser compradores de dólares. De facto, o EUR/USD mostra mais dinâmicas de subida de curto prazo do que de queda, sendo os pontos de resistência mais próximos postos à prova. No caso da GBP, a possibilidade de Brexit e a inacção do Banco de Inglaterra são os factores penalizadores da moeda. Quem beneficia é o euro, não se sabendo qual será a actuação futura do BCE podendo, contudo, ser necessário mais alguma medida adicional de reforço de ajuda à actividade económica. No caso do iene temos uma moeda inesperadamente forte, que destoa da necessidade de mais crescimento e mais inflação no Japão. Acredita-se que algo será feito pelas autoridades para contrariar a actual tendência de apreciação da moeda. Para já, parece mais acertado o refúgio no euro.</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><b>M. Monetário</b></p> <p>. A política monetária nas principais economias desenvolvidas continua a estar marcada por um cariz fortemente acomodatório, observando-se reforço deste cariz pela autoridade monetária da zona euro e pela nipónica, enquanto que a Reserva Federal, que iniciou o ciclo de normalização em Dezembro, anunciou que o processo será afinal mais lento do que o previsto no final de 2015. Em Março, o BCE voltou a reduzir as taxas directoras e alargou o programa de compra de activos. 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 encontram-se em terreno negativo em todos os prazos, antecipando-se que a tendência de queda se mantenha. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido.</p> <p>. Nos EUA, a possibilidade de que o ciclo de normalização das taxas de referência seja mais gradual do que o esperado no início do ano traduzir-se-á em aumentos das taxas de juro de curto-prazo de referência mais moderados.</p>
<p><b>Div. Pública</b></p> <p>. Os movimentos observados no mercado de dívida pública continuam a reflectir o cariz acomodatório das políticas monetárias das principais autoridades monetárias. A a permanência da taxa de inflação em níveis reduzidos e a incerteza quanto ao crescimento global continua a reflectir-se em <i>yields</i> muito reduzidas. No médio prazo, as perspectivas são de permanência das actuais tendências, não sendo expectável aumentos significativos das taxas de rentabilidade dos principais <i>benchmarks</i>.</p> <p>. A dívida dos países da periferia do euro continuará a beneficiar do suporte do BCE, mas maior incerteza interna está a reflectir-se em prémios de risco mais elevados.</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><b>Div. Diversa</b></p> <p>. A decisão do BCE de incluir compra de dívida diversa já se reflectiu na redução dos <i>spreads</i> e também no montante de dívida emitida. No entanto, a queda dos <i>spreads</i> pode ser atenuada pelo ambiente de maior incerteza nos mercados financeiros.</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>. 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><b>Acções</b></p> <p>. Deverão registar-se valorizações nos mercados europeus ao longo de 2016, dada a elevada liquidez. No entanto, os receios quanto à desaceleração económica na China e crescimento económico mundial poderão gerar novas correcções (assim como nas restantes bolsas mundiais).</p> <p>. A <i>performance</i> americana poderá ser condicionada pelas expectativas quanto ao ritmo de ajustamento da política monetária por parte da Reserva Federal, assim como pelo desempenho das acções das empresas do sector energético e receios sobre o abrandamento da economia chinesa.</p>	<p>. No caso americano, a possibilidade de novos aumentos das taxas de juro até ao final do ano poderá afastar os investidores para os mercados europeus e japoneses. Ao mesmo tempo, uma valorização do dólar, a manutenção dos preços do petróleo em níveis relativamente baixos (no caso das petrolíferas), um débil crescimento económico nos mercados emergentes 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, o agravamento do conflito entre a Rússia e a Ucrânia, Médio Oriente e eventuais manifestações de actividades extremistas.</p> <p>. Desaceleração económica na China e novas políticas de estímulo que as autoridades chinesas possam desencadear.</p>
<p><b>Commodities</b></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. Aguardam-se contactos entre a OPEP e países fora da OPEP que permitam este maior equilíbrio.</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> <p>. Concertação entre a OPEP e outros países produtores de petróleo para a redução da produção.</p>

## BCE ACTUA EM TODOS OS CAMPOS: CONVENCIONAL E NÃO CONVENCIONAL

□ O BCE excedeu em grande medida as expectativas do mercado anunciando um leque muito abrangente de medidas. O objectivo é reinflacionar a economia através da dinamização do mercado de crédito e redução dos custos de financiamento para os agentes económicos. Destaque para a decisão, na nossa opinião mais surpreendente, de lançamento de quatro operações de cedência de liquidez direccionadas para a concessão de crédito, com a possibilidade de a taxa de juro ser negativa quando o montante de crédito concedido à economia real por determinado banco exceda o nível de referência definido para esse banco. A reacção imediata do mercado às medidas anunciadas foi de depreciação do euro e queda das *yields*, mas foi seguido por um movimento de correcção que anulou a primeira reacção, o que parece confirmar o cepticismo dos investidores quanto à eficácia das medidas de política monetária. Em concreto afigura-se incerto o efeito sob o mercado de crédito, atendendo aos constrangimentos regulamentares que o sector enfrenta, o que confirma a nossa perspectiva de que o reforço das medidas de política monetária terá efeito principalmente no suporte dos preços dos principais activos financeiros, evitando a formação de uma espiral deflacionista, mas que o seu sucesso estará dependente de uma acção coordenada no campo da política fiscal.

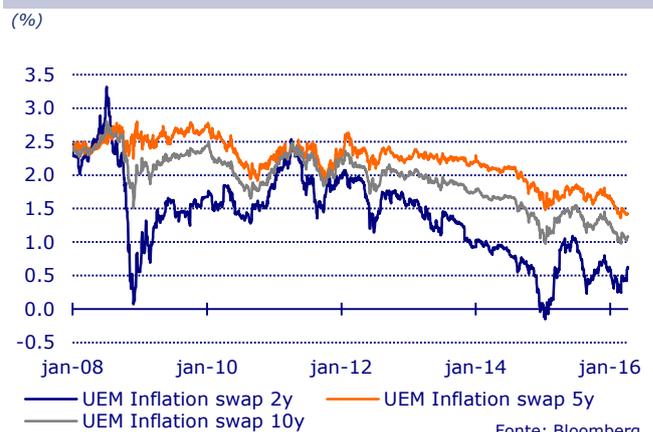
□ Com o objectivo de reinflacionar a economia, o BCE anunciou um conjunto alargado de medidas, ultrapassando as expectativas do mercado em algumas frentes e, de facto, desde o anúncio da expansão do programa, verifica-se uma ligeira melhoria dos indicadores que avaliam as expectativas inflacionistas.

□ Em relação aos principais instrumentos de política monetária, o BCE surpreendeu reduzindo não só a taxa de juro dos depósitos, mas também a taxa principal de refinanciamento e a de cedência de liquidez. O movimento foi mais acentuado no caso da taxa de juro dos depósitos, com o BCE a anunciar um corte de 10 pontos base (pb), colocando-a em -0.4%, enquanto que os níveis da taxa de referência e de cedência de liquidez foram reduzidas em 5 pb, para 0.0% e 0.25%, respectivamente. Paralelamente, a autoridade monetária da zona euro afirmou que estes níveis deverão manter-se inalterados por um longo período de tempo que se estenderá para além da data indicativa de finalização do programa de compra de activos (Março de 2017). Esta sinalização vem consolidar a perspectiva de que os custos de financiamento na zona euro se manterão reduzidos no médio/longo prazo, já implícita na decisão de que após o termo do programa de compra de activos se procederá ao reinvestimento dos títulos que atingem a maturidade. Adicionalmente, o BCE decidiu lançar uma nova série de quatro TLTRO's direccionadas para a dinamização do mercado de

crédito, mas com algumas alterações face à anterior série. À semelhança da série anterior, a participação dos bancos nestas operações de cedência de liquidez está condicionada à dimensão da carteira de crédito a empresas não financeiras e a particulares com excepção de crédito para aquisição de habitação, e o prazo destas operações é, tal como na série anterior, de 4 anos, mas com opção de amortização a partir do segundo ano. Mas a principal novidade está no custo destas operações para os bancos, pois a taxa de juro das TLTRO's será igual à taxa *refi*, actualmente 0.0%, mas poderá ser mais baixa, isto é negativa, caso o crédito concedido exceda o valor de referência para os empréstimos elegíveis (empréstimos a empresas não financeiras e a particulares que não crédito à habitação) da contraparte. Neste caso, o BCE irá "pagar" para que os bancos concedam crédito à economia; a taxa negativa pode chegar aos -0.4%, actual nível da taxa marginal dos depósitos. Esta decisão, para além de ter como objectivo dinamizar o mercado de crédito, terá também como finalidade aliviar os efeitos na banca do facto de a taxa marginal dos depósitos junto do BCE estar em terreno negativo e tenderá a beneficiar os bancos com situações financeiras mais sólidas, na medida em que a concessão de crédito pelos bancos está condicionada à verificação de níveis mínimos nos rácios prudenciais, de capital, liquidez e transformação de depósitos em crédito. A concessão de crédito pelos bancos estará também condicionada pela procura por parte dos agentes económicos e tenderá ainda a ser precaucionária no que se refere à tomada de risco, evitando a deterioração dos rácios que avaliam a qualidade do crédito. O BCE irá realizar 4 operações de cedência de liquidez, a primeira das quais em Junho deste ano e a última em Março de 2017.

□ Relativamente ao programa de compra de activos de longo prazo, a decisão do BCE também pode ser considerada agressiva, na medida em que dificilmente se poderá dizer que terá ficado de fora qualquer das medidas que foram sendo antecipadas. Para além do aumento do montante de compras mensais de 60 mil milhões de euros (mme) para 80 mme, o programa passa a incluir também a compra de dívida diversa, com excepção de dívida de bancos, e o limite de aquisição das emissões de dívida das agências europeias passa de 33% para 50% do montante emitido. Adicionalmente é reduzida a percentagem de compras de dívida emitida por agências europeias no total do programa de compra de activos de 12% para 10% e aumentada a percentagem das compras de dívida pública de 8% para 10%. A alteração do programa de compra de activos entrou em vigor no dia 1 de Abril, sendo que até Junho o BCE não irá comprar dívida de empresas; os detalhes quanto à compra de dívida de

### Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps



**TEMAS EM DESTAQUE**

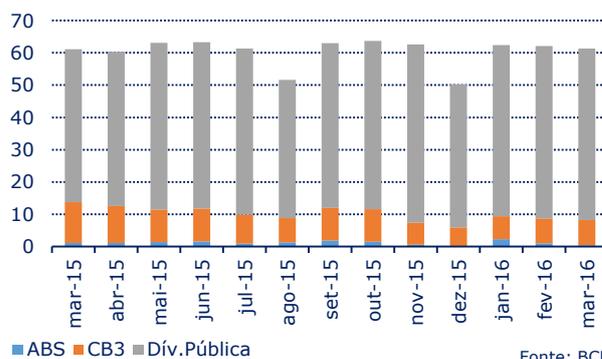
**BCE ACTUA EM TODOS OS CAMPOS: CONVENCIONAL E NÃO CONVENCIONAL (cont.)**

empresas ainda não são conhecidos. Todavia são já evidentes os efeitos do anúncio deste programa, nomeadamente ao nível da redução dos *spreads* das emissões de dívida diversa e no montante de emissões realizadas em Março.

□ Entretanto, como a compra de dívida diversa só se iniciará em Junho, os 20 mil milhões de euros a mais que o BCE irá comprar mensalmente irão concentrar-se nos instrumentos actualmente em vigor, possivelmente com maior incidência na compra de dívida pública. Até Março de 2016, as compras de activos de longo prazo pelo BCE ascendiam a 832.7 mil milhões de euros, dos quais 648 mme referem-se à compra de títulos de dívida pública, 165.6 mme à compra de *covered bonds* e 19 mme a ABS.

**As compras mensais do BCE**

(mil milhões de euros)



**FED: MENOR OPTIMISMO**

□ **As reacções e análises ao comunicado e projecções divulgados pela Reserva Federal norte-americana levam à conclusão de que há a percepção, já anunciada por outras instituições como o FMI e a OCDE, de que o mundo vai crescer menos, os parceiros comerciais dos EUA vão crescer menos e os EUA vão, por isso, crescer menos que o previsto inicialmente, com a inflação sobejamente ancorada.** Esta maior clareza acerca do futuro económico expõe riscos da fragilidade da actividade económica (em vez de uma situação mais equilibrada), assim como as preocupações das autoridades e a evolução mais dúbia da política monetária. Os mercados fixaram e concluíram que o processo de normalização das taxas de juro norte-americanas será mais lento do que se supunha: das possíveis quatro subidas dos juros restam agora duas hipóteses, que podem coincidir com as reuniões de Junho e de Dezembro. Moedas e activos dos emergentes sofrem agora menos pressão de rejeição, o dólar confirmou uma menor procura e as bolsas mantêm alguma atracção, num contexto em que os investidores têm alguma dificuldade em fazer as suas escolhas (prevalece grande grau de incerteza).

□ Perante as informações que detém, a Fed confirma a expansão moderada da actividade económica, reconhecendo um ambiente externo e financeiro menos favorável, embora internamente o consumo das famílias esteja a aumentar e o sector imobiliário a melhorar. Contudo, o investimento fixo das empresas e as exportações mostram sinais de abrandamento. Ao nível do mercado de trabalho é reconhecido o comportamento mais robusto, diminuindo o número de desempregados. Já a inflação tem vindo a recuperar, mas continua a evoluir abaixo do objectivo de 2% da autoridade central (manteve-se o declínio dos preços da energia e dos preços de importação). Assim, foi mantido o intervalo das taxas de juro dos *fed funds* entre 0.25% e 0.50%, de acordo com uma política monetária que se quer acomodatória, de modo a apoiar continuadas melhorias do mercado de trabalho e regresso e manutenção da inflação em torno dos 2%.

□ **Da reunião saíram novas projecções para a evolução do PIB, inflação, desemprego e taxa dos *fed funds*. A economia norte-americana deverá crescer 2.2% em 2016, 2.1% em 2017 e 2.0% em 2018.** Os valores de 2016 e 2017 foram revistos em baixa face aos 2.4% e 2.2% previstos em Dezembro. A taxa de inflação em 2016 deverá situar-se nos 1.2%, bem abaixo dos 1.6% projectados em Dezembro. Para 2017 e 2018 mantêm-se as previsões de 1.9% e 2.0%, respectivamente. A taxa de desemprego, por seu turno, deverá manter a tendência descecente: 4.7% em 2016, 4.6% em 2017 e 4.5% em 2018. Ao nível das taxas de juro dos *fed funds*, em termos médios, a Fed prevê a seguinte tendência ascendente: 0.9% em 2016, 1.9% em 2017, 3.0% em 2018 e 3.5% no longo prazo. Comparativamente às projecções efectuadas em Dezembro existe um corte de 50 pontos base no valor médio para 2016 e 2017. Foi esta correcção das taxas dos *fed funds* que levou à alteração de expectativas acerca do movimento de subida de taxas a efectuar pela Fed, até final do ano. Estavam a ser descontados quatro movimentos de subida dos juros, surgindo agora a correcção para apenas dois movimentos, confirmando-se uma evolução mais gradual.

□ **Ao serem recolocadas as expectativas em níveis mais modestos para as taxas de juro norte-americanas, torna-se menos evidente a manutenção de pressão nos mercados das economias emergentes. Pelo contrário, poderá surgir um alívio nos movimentos de depreciação das suas moedas (que já está a acontecer há algum tempo, nalguns casos). No que respeita ao EUR/USD é agora menos provável a aproximação ao patamar mínimo 1.05, podendo manter-se entre 1.08 e 1.15. As bolsas, por sua vez, ganham suporte adicional. Nas obrigações, as yields perdem a possibilidade de corrigirem de forma mais acentuada a forte queda ocorrida no início do ano.**

Cenário macroeconómico da Reserva Federal				
	2016	2017	2018	Longo prazo
<b>PIB</b>				
mar-16	2.20	2.10	2.00	2.00
dez-15	2.40	2.20	2.00	2.00
<b>Taxa de desemprego</b>				
mar-16	4.70	4.60	4.50	4.80
dez-15	4.70	4.70	4.70	4.90
<b>Deflador do consumo privado</b>				
mar-16	1.20	1.90	2.00	2.00
dez-15	1.60	1.90	2.00	2.00
<b>Deflador core do consumo privado</b>				
mar-16	1.60	1.80	2.00	-
dez-15	1.60	1.90	2.00	-
<b>Taxa de juro dos <i>fed-funds</i></b>				
mar-16	0.90	1.90	3.00	3.30
dez-15	1.40	2.40	3.30	3.50

Fonte: FED.

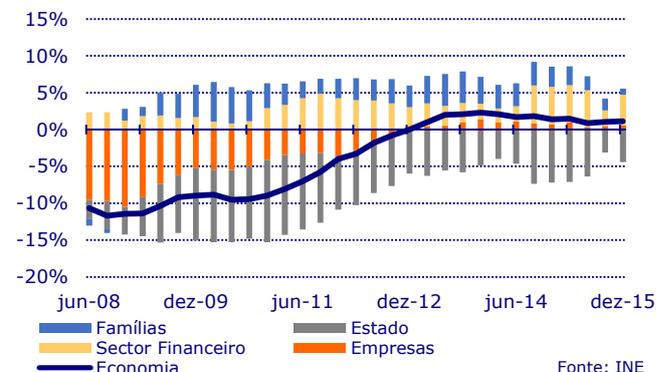
TEMAS EM DESTAQUE

**CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO CONSOLIDA-SE; INVESTIMENTO E POUPANÇA EM NÍVEIS BAIXOS**

□ No ano terminado no último trimestre de 2015 (todas as estatísticas referidas consistem na média móvel de 4 trimestres terminada no trimestre mencionado), a economia portuguesa registou uma capacidade de financiamento de 1.1% do PIB, mantendo o mesmo nível que já registava no ano terminado no terceiro trimestre. Em comparação com o ano de 2014, verificou-se uma capacidade de financiamento 0.3 pontos percentuais (p.p.) abaixo do valor desse período. A contribuir para esta evolução esteve, em larga medida, a capacidade de financiamento do sector financeiro, que tinha disponibilidades de 4.2% do PIB, enquanto as famílias e as empresas registaram capacidades de financiamento mais modestas, respectivamente, de 0.8% e 0.6%. As administrações públicas foram o sector que contribuiu negativamente, tendo necessidades de financiamento em 2015 de 4.4% (défice orçamental de 2015).

**Capacidade/Necessidade de financiamento da economia**

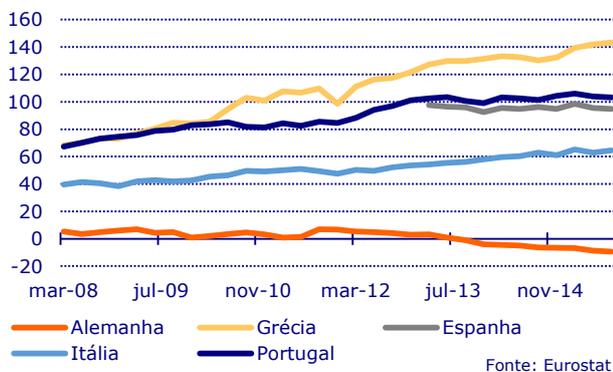
(percentagem do PIB)



□ A economia portuguesa tem vindo a registar capacidade de financiamento desde o último trimestre de 2012, o que significa que, globalmente, não necessita de recorrer à poupança externa para financiar o seu normal funcionamento. Este é um desenvolvimento particularmente positivo, atendendo aos significativos desequilíbrios que ainda persistem com o exterior (em termos de stocks) e que se consubstanciam na permanência de um peso substancial da dívida externa no PIB e numa posição de saldo desfavorável de investimento internacional, uma posição devedora em relação ao exterior. Por isso, apesar do declínio ligeiro recente da capacidade de financiamento, é importante a sua sustentabilidade num cenário de retoma da procura interna, dado que contribui para a redução de desequilíbrios estruturais importantes.

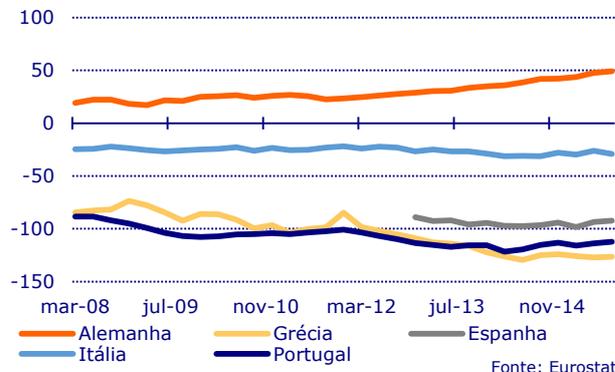
**Dívida externa líquida**

(percentagem do PIB)



**Posição de investimento internacional**

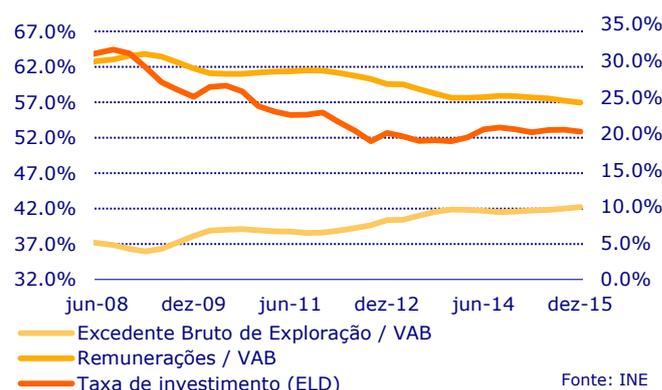
(percentagem do PIB)



□ Na economia como um todo, o nível de poupança e de investimento aproximaram-se nos últimos anos, sinal do equilíbrio externo conseguido. O nível de poupança tem vindo a estabilizar em torno dos 15% do PIB, vindo de níveis próximos dos 10% em 2010, fixando-se nos 15.1% no último trimestre de 2015; em sentido contrário, o nível de formação bruta de capital, ao rondar também os 15%, tem vindo a sofrer uma descida gradual, que se vem prolongando já desde o início do milénio, altura em que a economia portuguesa alocava cerca de 28% do PIB à formação bruta de capital. No último trimestre de 2015, a percentagem fixou-se nos 15.2%, 0.1 p.p. abaixo do verificado no trimestre anterior.

**Sociedades Não Financeiras**

(percentagem do VAB das SNF; percentagem do PIB)



□ Do lado das empresas, a capacidade de financiamento foi positiva em 0.6% no último trimestre de 2015, 0.1 p.p. acima do valor registado no trimestre anterior. Em comparação com o período homólogo, registou-se, pelo

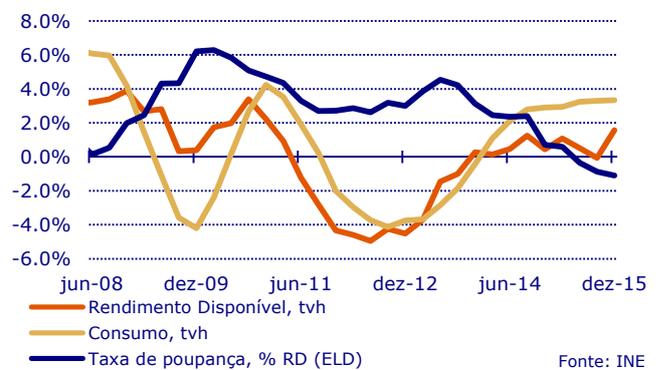
**CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO CONSOLIDA-SE; INVEST. E POUPANÇA EM NÍVEIS BAIXOS (cont.)**

contrário, uma descida de 0.1 p.p.. Mantém-se a tendência verificada desde o 1º trimestre de 2013, altura desde a qual a capacidade de financiamento das empresas se tornou positiva em Portugal, situando-se sempre no intervalo entre os 0.4% e os 1.4%. Esta mudança deveu-se principalmente a uma diminuição gradual da taxa de investimento das empresas (em percentagem do PIB) ocorrida entre 2008 e 2012. A taxa, que rondava os 30% em 2008, está agora nos 20.2% (20.5% no trimestre anterior), perto do mínimo de 18.9% verificado no 3º trimestre de 2012, indicando um nível bastante baixo de investimento das empresas. Por outro lado, também o peso das remunerações no VAB das empresas tem vindo a diminuir gradualmente, tendo passado de níveis à volta dos 63% em 2009 para um mínimo de 57% no fim de 2015, 0.2 p.p. abaixo do nível no 3º trimestre de 2015 e 0.9 p.p. menos do que no trimestre homólogo. Em resultado disto, o excedente bruto de exploração tem vindo também a aumentar, registando um máximo de 42.2% (42.0% no trimestre anterior) em percentagem do VAB no último trimestre de 2015.

□ **Do lado das famílias, a capacidade de financiamento fixou-se nos 0.8% do PIB, uma descida de 0.8 p.p. em relação ao trimestre anterior, e de 1.9 p.p. em comparação com o período homólogo.** Esta descida tem vindo a ocorrer desde o máximo de 4.3% na capacidade de financiamento das famílias, ocorrido no 3º trimestre de 2013. Desde esse período, tem-se verificado, por um lado, um aumento do rendimento disponível das famílias, mas que tem sido mais que compensado pelo aumento do consumo: entre o último trimestre de 2013 e o final de 2015, o rendimento disponível subiu 2.0%, enquanto o consumo aumentou 6.3% no mesmo período. Em simultâneo, deu-se uma diminuição da taxa de poupança, que passou de 7.8% no último trimestre de 2013 para 4.2% no final de 2015. A tendência recente tem sido também de uma diminuição da poupança, com o valor do último trimestre de 2015 1.2 p.p. mais baixo do que o do período homólogo.

**Famílias e ISFLSF**

(tvh; percentagem do Rendimento disponível)



□ **O sector financeiro registou uma capacidade de financiamento positiva em 4.2%, 2.0 p.p. mais alta do que no 3º trimestre de 2015, muito devido ao saldo das transferências de capital, que tem sido positivo nos últimos trimestres (excepto precisamente no 3º trimestre).** No final de 2015, este saldo incluiu o impacto da operação de resolução do Banif, que somou 1.4% do PIB. Além disto, no último trimestre do ano anterior, houve também uma diminuição de 0.6% na poupança do sector, e uma diminuição de 15.9% na formação bruta de capital.

□ **Do lado da administração pública, as necessidades de financiamento de 4.4% foram 1.3 p.p. maiores que as verificadas no trimestre anterior, e aumentaram também devido ao impacto da anteriormente referida resolução do Banif, que tornou bastante negativo o saldo das transferências de capital.** A tendência nos últimos anos confirma a redução das necessidades de financiamento do Estado, com a poupança corrente a registar o valor menos negativo desde 2008, ficando nos EUR -1.9 mil milhões. Já a formação bruta de capital aumentou em percentagem do PIB, representando no último trimestre de 2015 15.5% do VAB, 0.7 p.p. acima do verificado no trimestre anterior, a confirmar uma ligeira tendência de subida em comparação com o mínimo de 13.1% registado no 3º trimestre de 2014.

## TEMAS EM DESTAQUE

## O QUE ESPERAR DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA DA EMATUM

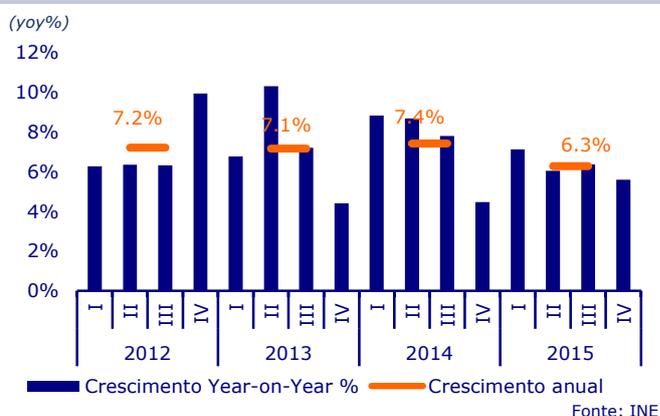
## □ As actuais condicionantes da economia moçambicana

No último ano, a economia moçambicana reflectiu a desaceleração dos fluxos de investimento estrangeiro, uma política fiscal mais restrita, menores receitas externas (em linha com a queda dos preços das *commodities* nos mercados internacionais) e a subsequente desvalorização do Metical. Tendo em conta os dados trimestrais divulgados pelo INE, o crescimento económico em Moçambique no ano transacto deverá rondar 6.3%, abaixo das expectativas do Governo, que previa um crescimento de 7%. O sector secundário, com um peso de 14% no PIB, foi o que registou um crescimento mais significativo no ano anterior (8.5%), impulsionado pelo sector que inclui a electricidade, água e gás, e, ainda que em menor dimensão, pela construção. Ainda assim, este último sector revelou uma desaceleração face a 2014, que poderá ser explicada pelas fases finais em que alguns projectos de infra-estruturas se encontram. O sector primário, com um peso no PIB relativamente superior (36%), acabou por desacelerar face ao ano anterior (6.6% vs 7.3% em 2014), reflectindo o forte abrandamento da indústria extractiva. Este sector tem sido afectado pelo contexto de baixos preços dos principais minérios exportados por Moçambique nos mercados internacionais, débil procura externa, ambiente relativamente pouco competitivo no país e dificuldades logísticas no escoamento de produtos. Por fim, o sector terciário, com um peso de 50% no produto nacional, registou um crescimento menor (5.8%).

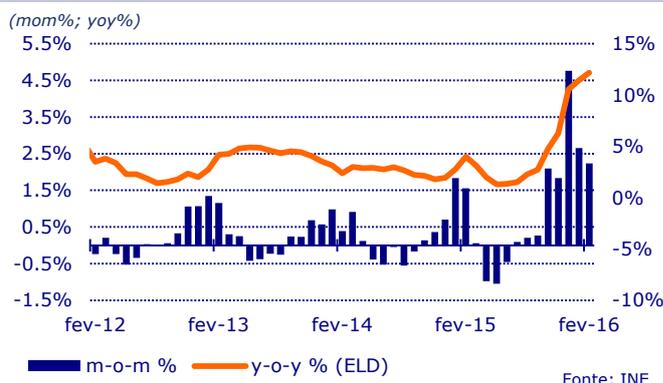
**A taxa de inflação começou a acelerar nos últimos dois meses de 2015 e manteve-se crescente em 2016, face, principalmente, à depreciação que a moeda nacional tem vindo a registar e aos efeitos das condições climáticas adversas nos preços dos bens alimentares.** Em 2015, a taxa de inflação anual média, medida pelo Índice de Preços do Consumidor de Moçambique, aumentou face ao registado no ano precedente (3.55% vs 2.56%), ainda que se tenha mantido consideravelmente abaixo do previsto pelo Executivo (5.1%). Este aumento prende-se claramente com o crescimento dos preços nos dois últimos meses do ano, impulsionando a taxa de inflação para níveis de dois dígitos em Dezembro (o que já não acontecia desde Agosto de 2011). Tendo em conta os factores em causa para o crescimento considerável dos preços, nos quais se inclui o aumento do preço dos bens alimentares, pressionados pelas condições climáticas adversas e impacto na produção agrícola, e um custo mais elevado dos bens importados, que reflecte o efeito da depreciação do metical (a moeda nacional depreciou 7% desde o início do ano, o equivalente a uma depreciação anual de 43%) e a taxa de inflação na África do Sul, a tendência de aumento manteve-se em 2016 (em Fevereiro, a taxa fixou-se em 12.2%).

**Em linha com este factor de pressão, o Comité de Política Monetária (CPM) do Banco de Moçambique optou por ajustar as principais taxas de juro de política monetária.** Desde Outubro de 2015, altura que marca o início do ciclo de subidas das taxas de juro, a facilidade permanente de cedência de liquidez, tida como a taxa de juro de referência, aumentou 3.25 pontos percentuais (p.p.) para 10.75%. A taxa de depósito aumentou, no mesmo período, em 2.25 p.p. para 4.25%, e o coeficiente de reservas obrigatórias fixou-se em 10.50%, um incremento de 2.5 p.p.

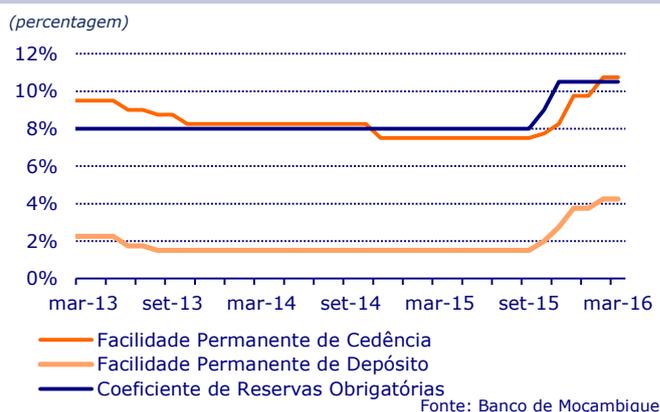
## Crescimento económico desacelerou em 2015 e deverá ficar abaixo das expectativas do Governo



## Inflação anual aumentou, face à depreciação da moeda e condições atmosféricas adversas



## O CPM aumentou a taxa de juro de referência em 3.25 pontos percentuais desde Outubro de 2015



## O QUE ESPERAR DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA DA EMATUM (cont.)

A posição externa deteriorou-se em 2015, em linha com o agravamento do défice da balança corrente em 7.0%, de acordo com os dados trimestrais da Balança de Pagamentos. O défice da balança de bens também aumentou, face, principalmente, à queda das receitas das exportações dos grandes projectos. Adicionalmente, a diminuição dos preços das *commodities* nos mercados internacionais e o impacto das condições climatéricas adversas também pesaram no desempenho da balança comercial. A contribuir para o défice da balança corrente esteve ainda o fraco desembolso da ajuda externa, uma redução de 50% face a 2014. O aumento do défice da balança corrente ocorre num contexto em que a principal fonte de financiamento, o investimento directo estrangeiro, desacelerou, reflectindo o fim da fase inicial dos investimentos em projectos na indústria do carvão e prospecção de gás natural e o atraso no arranque do investimento nos projectos de gás natural na bacia do Rovuma. Estas condições obrigaram o país a solicitar um financiamento ao FMI num total de USD 283 milhões. O agravamento do défice da conta corrente e a redução dos fluxos líquidos de investimento directo estrangeiro foram os principais determinantes da depreciação do metical (queda de 41% do Metical face ao Dólar em 2015; 27% e 5% face ao Euro e Rand, respectivamente).

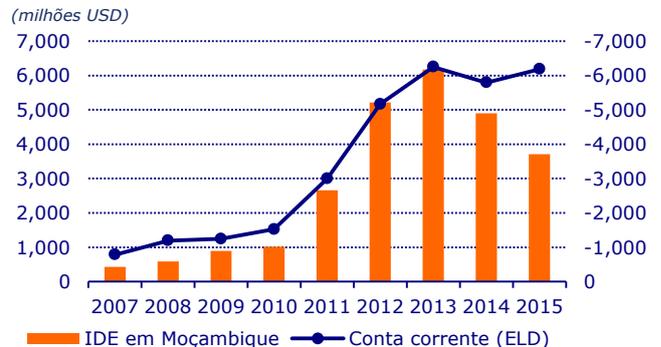
A necessidade de financiar o défice da balança global, e a menor entrada de divisas por via da redução dos fluxos de investimento directo estrangeiro e de receitas de exportação, levaram a uma redução das reservas internacionais líquidas de cerca de 19% para USD 2,196 milhões no final de 2015. Dados preliminares de Fevereiro revelam que as reservas internacionais continuaram sobre pressão, registando uma queda de 17% face a Dezembro, capazes de cobrir 3 meses de importações (excluindo os megaprojectos), de acordo com os nossos cálculos, no limiar do patamar que é considerado de segurança em economias similares.

**Em 2015, o défice orçamental melhorou face ao ano transacto, evidenciando o comprometimento do Governo com o ajustamento das finanças públicas.** Enquanto as receitas fiscais e as despesas de funcionamento registaram níveis de execução muito próximos do orçamentado, as despesas de investimento ficaram aquém do esperado. Para além do atraso na aprovação do Orçamento Geral do Estado para 2015, também as cheias que afectaram o país no 1T de 2015, com impacto no atraso da implementação de alguns projectos, e o menor desembolso dos donativos para projectos de investimento e menor contratação de financiamento externo, foram as causas para o baixo nível de execução. Para este ano, o compromisso das autoridades na consolidação das contas públicas deverá manter-se, ainda que os sinais sejam tímidos. Embora se espere um aumento das receitas fiscais, as arrecadadas poderão ficar aquém do esperado, face à expectativa de que a economia volte a desacelerar este ano.

Do lado da despesa, verificam-se aumentos em algumas rubricas, nomeadamente com os encargos da dívida, reflectindo o aumento das taxas de juro domésticas e o efeito da depreciação da moeda nacional sobre os juros da dívida pública externa. De acordo com o FMI, a dívida pública deverá registar uma redução em 2016, passando de cerca de 74% do PIB em 2015 para quase 70% este ano, sendo que 87% deverá corresponder a dívida externa (dados do relatório do país-Jan. de 2016).

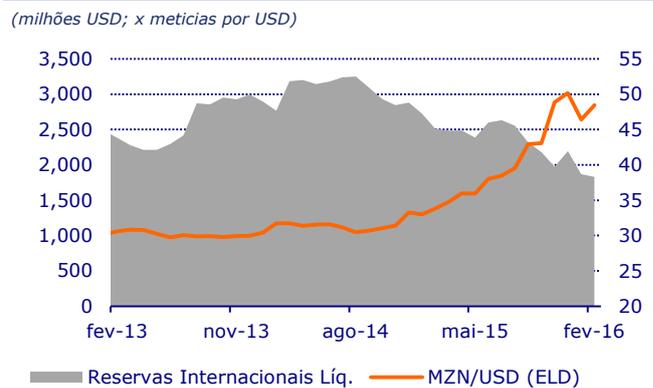
**Ainda que as perspectivas para o médio-prazo sejam favoráveis, em linha com as expectativas de desenvolvimento dos projectos de gás natural, Moçambique deverá continuar a enfrentar algumas restrições, que limitam uma expansão da economia a ritmos semelhantes a anos anteriores.** Uma dessas limitações prende-se com a depreciação do

### Investimento Directo Estrangeiro desacelerou em 2015



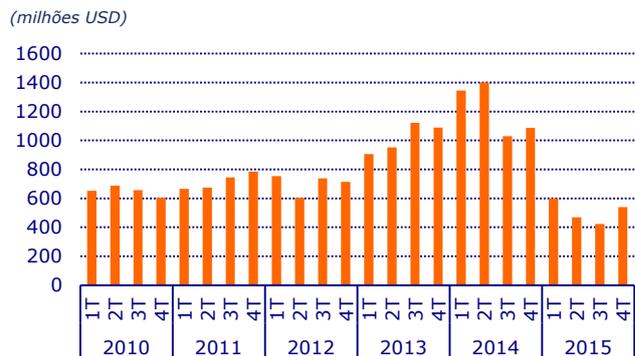
Fonte: Banco de Moçambique  
Nota: Os dados relativos a 2015 baseiam-se nos dados trimestrais da Balança de Pagamentos

### Banco de Moçambique tem intervido no mercado para atenuar a pressão sobre a taxa de câmbio



Fonte: Banco de Moçambique

### Os donativos caíram substancialmente em 2015, longe do montante máximo registado em 2014



Fonte: Banco de Moçambique

## TEMAS EM DESTAQUE

## O QUE ESPERAR DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA DA EMATUM (cont.)

metical face ao dólar e a outras moedas estrangeiras. De facto, tendo em conta que a maior parte da dívida do país é denominada em moeda estrangeira, a depreciação da moeda doméstica agrava o montante de dívida pública do país. A excessiva concentração das receitas de exportação em *commodities* e a queda dos respectivos preços nos mercados internacionais não permitem ao país impulsionar as suas exportações. Outro factor prende-se com a desaceleração do investimento directo estrangeiro, que, nos últimos anos, suportou substancialmente o ritmo de crescimento da economia e a estabilidade cambial. Adicionalmente, factores externos, como a desaceleração económica na China ou a queda dos preços das *commodities* (principalmente do alumínio e do carvão), com a conseqüente redução da entrada de reservas estrangeiras, também deverão continuar a afectar negativamente a economia do país. Para além destes factores, os efeitos negativos das mudanças climáticas sobre a agricultura e o aumento das tensões políticas deverão concorrer para uma expansão mais lenta do PIB (FMI antecipa um crescimento de 6.5%), ainda que o Governo projecte um crescimento de 7.0%.

#### Reestruturação das obrigações da EMATUM

A empresa estatal Empresa Moçambicana de Atum S.A. (EMATUM) emitiu títulos de dívida em 2013, com maturidade em 2020, e uma *yield* de 6.305%, garantidas pelo governo num total de USD 850 milhões (6% do PIB). No entanto, apesar da finalidade oficial do empréstimo ter sido a criação de uma frota pesqueira, de acordo com diversas fontes (incluindo a Moody's) serviu também para financiar actividades quasi-fiscais relacionadas com a defesa e protecção da costa marítima e águas territoriais no sector da defesa nacional. Em Setembro do ano passado, o Governo efectuou o primeiro pagamento relativo a estas obrigações, num total de USD 104 milhões (USD 77 milhões correspondente a reembolso do capital e USD 27 milhões relativamente a juros).

Antes de efectuar o pagamento da segunda tranche, que deveria ser efectuada em 11 de Março, e no sentido de reduzir o peso do serviço de dívida nas contas públicas, o Executivo propôs uma alteração dos termos iniciais contratados. Assim sendo, foi proposto aos detentores de dívida uma troca dos actuais USD 697 milhões (montante ainda em dívida), por uma nova emissão de USD 586 milhões (o que representa um *haircut* de 16%), estendendo a maturidade em três anos para 2023 e com um cupão de 10.5%. Nesta nova emissão apenas há lugar ao pagamento de juros anualmente (cerca de USD 60 milhões por ano), sendo que o pagamento do principal será na maturidade. Sabe-se que, até ao momento, cerca de 82% dos detentores de dívida aceitaram a proposta de troca (a proposta teria de ser aceite por, pelo menos, 75% dos credores para ser efectiva), sendo que o total de obrigações entregues para a operação de recompra atingiu USD 694.6 milhões.

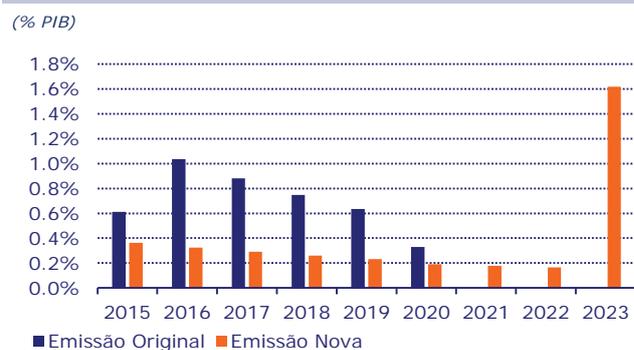
**Em linha com o anúncio de troca, a Fitch colocou o rating do país em *Rating Watch Negative (RWN)*, enquanto a Moody's e S&P's reviram em baixa o rating atribuído a Moçambique.** A Fitch colocou o *rating* do país em *Rating Watch Negative*, no sentido de avaliar se esta reestruturação representaria uma *Distressed Debt Exchange (DDE)*. No entanto, mais recentemente, a instituição removeu o estado de RWN, afirmando que o *rating* do país se manteria em B, com *outlook* negativo. Para esta decisão contribuiu o facto de a Fitch considerar que esta troca não constitui um DDE, ainda que os novos termos representem uma potencial perda para os detentores de dívida da EMATUM. Adicionalmente, a entidade considera que esta proposta de troca não tem como objectivo, necessariamente, evitar um *default* dos pagamentos das obrigações em causa, reforçando a crença de que o país deverá continuar a servir as obrigações financeiras relacionadas com esta emissão. A S&P's colocou o *rating* do país em *selective default* e perspectiva estável, depois de ter revisto o *rating* do país em quatro níveis para CC, com uma perspectiva negativa, aquando o anúncio da oferta de troca. A Moody's desceu o *rating* de B2 para B3, mantendo o país sob revisão para novo *downgrade*, justificando a decisão com a deterioração da balança de pagamentos e a menor capacidade do Governo em cumprir com os serviços de dívida. A manutenção do *rating* sob revisão permite à agência avaliar as implicações da proposta de troca.

#### Yields da EMATUM corrigiram recentemente, aquando o anúncio da oferta de troca



Fonte: Bloomberg

#### O peso do serviço da dívida da nova emissão no PIB deverá ser menor no curto/médio prazo



Fonte: Moody's; FMI; cal. BPI

Nota: Para o cálculo do PIB, considerou-se as previsões do FMI até 2020; para os anos posteriores, assumiu-se uma taxa de crescimento igual à do ano de 2020, ou seja, 7.5%

## O QUE ESPERAR DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA DA EMATUM (cont.)

Estes novos termos têm a vantagem de aliviar a pressão sobre as finanças públicas no curto e médio prazo, assim como sobre a balança de pagamentos e as reservas internacionais. De facto, a inexistência de pagamentos anuais do principal permite ao país a redução dos custos com o serviço da dívida, num contexto em que as reservas internacionais caíram para valores muito baixos, e a queda dos preços das *commodities* e do metical reduziram as receitas fiscais e tornou mais caro o pagamento da dívida externa.

A extensão da maturidade até 2023 assenta na expectativa de que as reservas de gás no país deverão começar, nessa altura, a gerar recursos financeiros suficientes para financiar o serviço da dívida, o que poderá ter sido a principal alavanca para a aceitação da proposta por parte da maioria dos credores. A capacidade do Governo em restituir o montante em dívida em 2023 é, ainda assim, incerta, dependente dos investimentos na indústria do carvão e do gás natural, que, por sua vez, podem ser adversamente afectados se os preços das matérias-primas voltarem a cair e o sentimento dos investidores permanecer débil. De acordo com o estimado pelo FMI, o défice da conta corrente deverá agravar-se nos próximos anos para níveis perto de 90% do PIB em 2020. Simultaneamente, e mantendo-se a queda das reservas internacionais e a desaceleração do investimento directo estrangeiro, a disponibilidade de recursos denominados em moeda estrangeira poderá colocar problemas ao Governo moçambicano para fazer face ao serviço da dívida, agravado ainda pela depreciação do metical.

Nota ainda para o facto de, até ao momento, o Governo ser responsável por 59% da dívida emitida pela EMATUM (USD 500 milhões do total de USD 850 milhões emitidos), sendo que o remanescente é da responsabilidade da empresa estatal. No entanto, dada a posição financeira débil em que a empresa de atum se encontra e tendo em conta o papel de fiador do Executivo nesta emissão, o Governo pode ter de intervir para satisfazer o serviço da restante dívida. Note-se que, em 2014, a empresa registou perdas líquidas de USD 25.3 milhões, devido, essencialmente, aos custos do financiamento relacionados com a emissão de obrigações em análise, que, em 2014, atingiu USD 18.13 milhões.

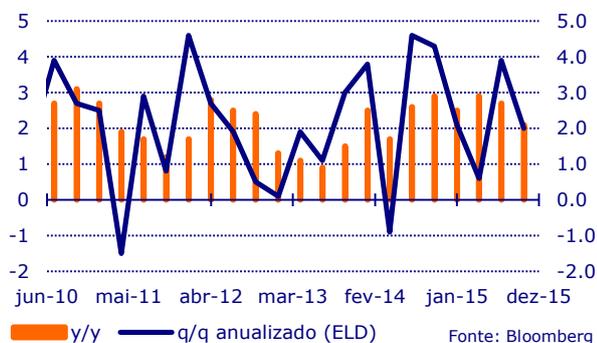


## ESTADOS UNIDOS – DESENVOLVIMENTOS INDICAM SOLIDEZ NO MERCADO DE TRABALHO

- **A 3ª estimativa do PIB do último trimestre de 2015 reviu o crescimento anualizado trimestral de 1.0% para 1.4%, confirmando ainda assim o crescimento no total de 2015 nos 2.4%, o mesmo ritmo de expansão que em 2014.** No entanto, a composição do crescimento no ano passado foi diferente, com o consumo privado a acelerar, aumentando 3.1% (2.7% em 2014), contribuindo com 2.1 pontos percentuais (p.p.) para o total da expansão económica. O comércio internacional retirou 0.6 p.p. ao crescimento americano, com o aumento das importações (4.9%) a mais que compensar o aumento das exportações (1.1%). O investimento, por seu lado, desacelerou um pouco, sendo 4.9% maior em 2015 (crescimento de 5.4% em 2014), uma tendência que se verificou especialmente na segunda metade do ano, devido ao desinvestimento no sector energético causado pelos baixos preços do petróleo.
- **Para este ano, a Reserva Federal Americana está um pouco menos optimista, tendo descido a previsão de crescimento do PIB americano em 2016, de 2.4% para os 2.2%.** Estas previsões reflectem sobretudo a influência de um menor crescimento global, que deverá resultar numa menor procura externa de produtos americanos.
- **No início de 2016, o mercado de trabalho americano tem mostrado uma significativa solidez, com a taxa de desemprego a manter-se em níveis baixos e a criação de emprego a continuar bastante dinâmica.** O relatório do emprego de Março consolida o sentimento de recuperação, tendo-se observado a criação de 215 mil novos postos de trabalho, colocando a média do trimestre em 209 mil, continuando a indicar consolidação das condições no mercado de trabalho. Pese embora a criação de emprego ter evoluído de forma favorável, registou-se o aumento de 0.1 p.p. da taxa de desemprego para 5.0%, o que em grande parte traduzirá um maior número de indivíduos que actualmente se encontram à procura de trabalho e que anteriormente se encontravam entre os desencorajados. Com efeito, a taxa de participação no mercado de trabalho aumentou 0.1 p.p. para 63%.
- **A inflação nos Estados Unidos tem vindo a aumentar ligeiramente, com a inflação core mensal a registar 0.3% em Fevereiro pelo segundo mês consecutivo, o que não acontecia desde 2001.** A inflação subjacente homóloga foi de 2.3%. No mesmo mês, a variação global mensal dos preços foi de -0.2% (variação homóloga de 1.0%).

### O PIB desacelerou no final de 2015

(taxa de variação)



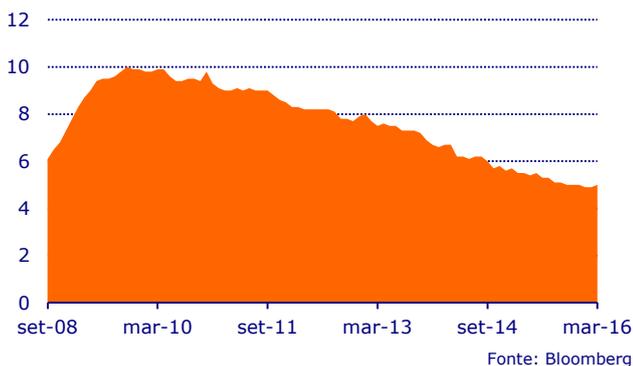
### A confiança dos consumidores continua estável

(índice)



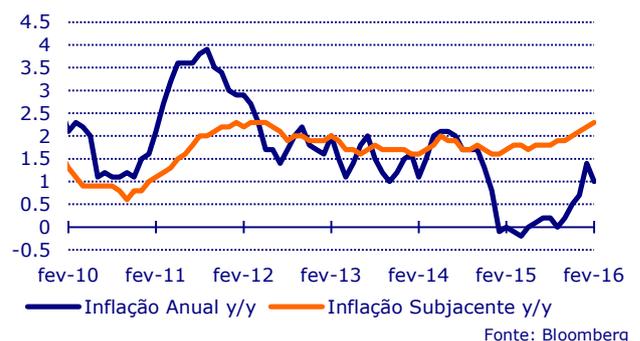
### O desemprego subiu ligeiramente em Março

(percentagem da população activa)



### A inflação tem vindo a subir no último ano

(taxa de variação homóloga)



## ECONOMIAS

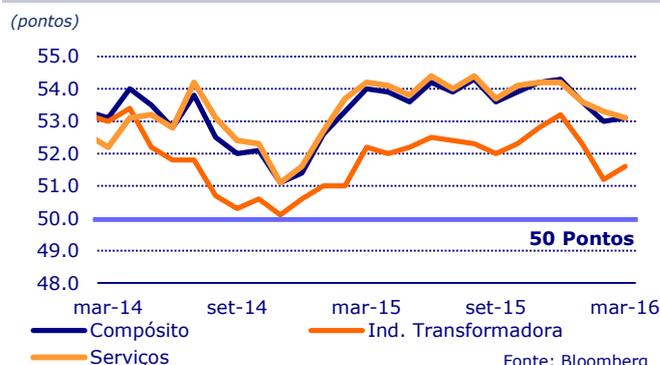
**ZONA EURO - BCE REVÊ EM BAIXA CRESCIMENTO ECONÓMICO PARA A ZONA EURO**

- O BCE reviu em baixa as previsões para o crescimento económico, face às estimativas de Dezembro do ano anterior.** De acordo com as novas projecções, a recuperação económica deverá manter-se nos próximos anos, mas a um ritmo mais gradual do que o esperado inicialmente. O PIB deverá crescer 1.4% este ano e 1.7% em 2017, revisões de -0.3 pontos percentuais (p.p.) e -0.2 p.p., respectivamente, face às estimativas publicadas no último mês de 2015. O principal contributo para uma expectativa mais pessimista reside no impacto adverso da componente externa, incluindo a débil procura do exterior, principalmente das economias emergentes, e o aumento da taxa de câmbio efectiva do euro, concorrendo para um crescimento mais lento das exportações e, conseqüentemente, da recuperação económica da região. Adicionalmente, a volatilidade dos mercados financeiros e os indicadores de sentimento económico mais fracos deverão pesar nas perspectivas de crescimento no curto prazo. A suportar a actividade económica na região do euro deverá estar o consumo privado, uma recuperação gradual do investimento e uma política fiscal mais expansionista, em parte reflexo do fenómeno de entrada de refugiados.
- Os baixos preços do petróleo, as melhorias no mercado de trabalho, os baixos custos de financiamento e o aumento moderado do património líquido deverão permitir impulsionar o consumo privado, de acordo com o BCE, acelerando face a 2015.** De acordo com os nossos cálculos, para atingir os valores esperados pelo BCE, o consumo privado teria de crescer em cada trimestre entre 0.7% e 0.8% em cadeia, o que parece optimista tendo em conta os dados históricos e as melhorias ainda ténues do mercado de trabalho, nomeadamente a redução lenta do desemprego. De acordo com o BCE, as exportações deverão beneficiar da recuperação da procura externa e dos efeitos desfasados da depreciação do euro, mas as importações deverão crescer a um ritmo mais acelerado, o que deverá representar um contributo negativo da componente externa. A publicação da primeira estimativa para o crescimento económico do 1T terá lugar a 29 de Abril.
- Nota final para a revisão em baixa da taxa de inflação, em linha com o impacto dos baixos preços do petróleo e lenta recuperação económica.** O BCE espera que a taxa média se fixe em +0.1% em 2016, enquanto a taxa de inflação core deve atingir +1.1%, um aumento face ao registado em 2015, mas, ainda assim, uma expansão moderada tendo em conta os dados históricos. Em causa para esta evolução deverão estar os efeitos dos preços baixos do petróleo, a recente apreciação da taxa de câmbio efectiva do euro e recuperação lenta da actividade económica. **A primeira estimativa de Março revela que a taxa de inflação se manteve em terreno negativo, embora tenha melhorado face ao mês anterior.** A confirmar-se a estimativa preliminar, a taxa de inflação ter-se-á situado em -0.1%, principalmente impulsionada pelo aumento dos preços dos serviços.

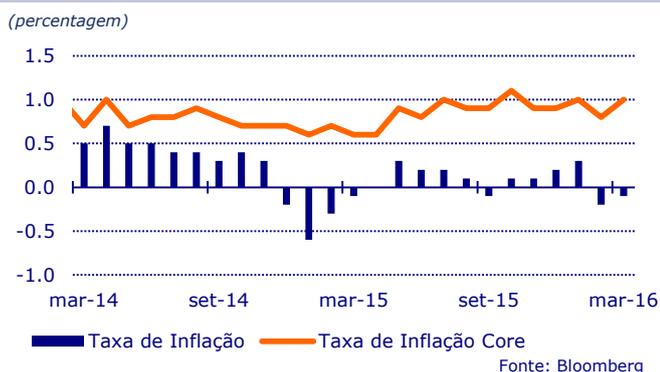
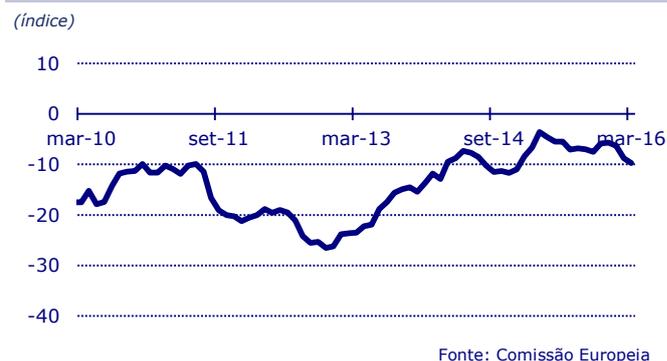
**Previsões económicas para UEM**

	2015	2016	2017	2018
<b>PIB real</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>
Consumo Privado	1.6	1.9	1.8	1.6
Consumo Público	1.4	1.5	1.1	1.2
FBCF	2.5	2.7	3.6	3.3
Exportações	4.8	3.0	4.3	4.6
Importações	5.4	4.6	5.3	5.1
<b>Tx. Desemprego</b>	<b>10.9</b>	<b>10.4</b>	<b>10.2</b>	-
<b>IHPC</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>
<b>Déficit Orçamental (% PIB)</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.0</b>
<b>Dívida Pública Bruta (% PIB)</b>	<b>91.1</b>	<b>90.8</b>	<b>90.0</b>	<b>89.2</b>
<b>B. Corrente (% PIB)</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>

Fonte: Projecções macroeconómicas do BCE (Março 2016).

**Actividade económica tem revelado sinais de desaceleração no início de 2016 (índ. PMI\*)**

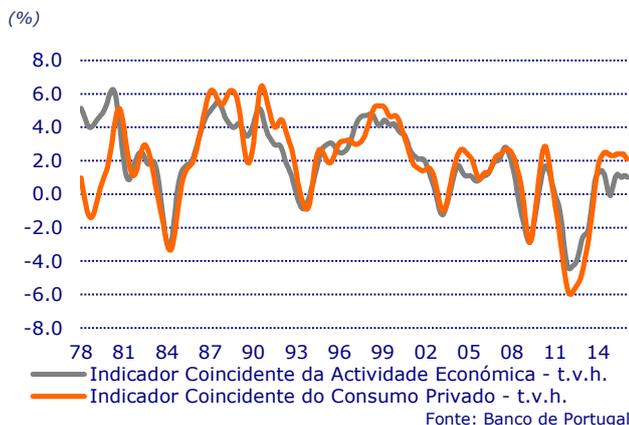
\*Valores inferiores a 50 pontos revelam uma contracção da activ. económ.

**Baixos preços da energia limitam o aumento da taxa de inflação para o nível target do BCE****Confiança dos consumidores caiu reflectindo deterioração das perspect. de evol. da situação financ.**

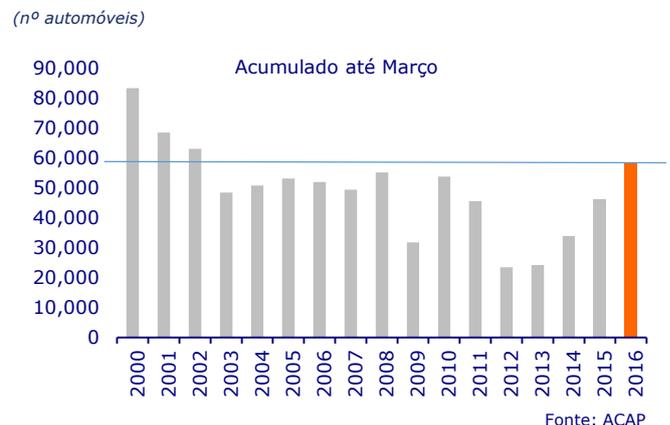
## PORTUGAL - CENÁRIO DE CRESCIMENTO REVISTO EM BAIXA

- **A actividade económica deverá aumentar 1.6% em 2016, revista em ligeira baixa face ao cenário anterior** – Alguns sinais de perda de dinamismo nos indicadores de actividade e sentimento, associados a uma avaliação mais cautelosa da procura externa, justificaram a revisão em baixa do cenário de crescimento elaborado pelo BPI para a economia portuguesa. Em 2016, espera-se que o Produto Interno Bruto registre uma expansão na ordem de 1.6%, apenas marginalmente superior ao ritmo de crescimento no ano transacto. **A revisão afectou sobretudo a procura externa, dada a perda de fulgor da actividade económica global, mais evidente em alguns parceiros relevantes do mercado extracomunitário.** Em particular, é previsível que as exportações para Angola mantenham uma trajectória de queda face ao forte ajustamento que tem vindo a afectar a economia angolana, num contexto de manutenção dos preços do petróleo num patamar historicamente baixo. Adicionalmente, a recessão económica no Brasil deverá continuar a reflectir-se também nas trocas comerciais entre os dois países. Refira-se que em Janeiro, as exportações conjuntas para Angola e Brasil registaram uma contracção na ordem de 44% face ao período homólogo, em linha com a trajectória observada em 2015 (queda de 30%, representando menos cerca de 1.1 mil milhões de euros<sup>1</sup>). Para além do pior comportamento da procura externa relevante para a economia portuguesa, as vendas ao exterior deverão também ressentir-se da **redução das exportações de combustíveis refinados** devido ao encerramento temporário de uma refinaria no início do ano, segundo informação do Banco de Portugal. Neste contexto, as exportações deverão aumentar cerca de 2.1% em volume em 2016, o que, a confirmar-se, seria o pior registo desde 2009, durante a Grande Recessão.
- **Procura interna deverá contribuir menos que em 2015** – Para tal contribuem o menor ritmo de crescimento esperado do consumo privado e investimento, mais que compensando a aceleração projectada na despesa pública. Pela negativa, destaca-se a **desaceleração vincada do Investimento**, que deverá estagnar este ano, em grande medida fruto da dinâmica de acentuado abrandamento sentida desde o segundo trimestre de 2015. O facto de não se registarem alterações significativas nas expectativas dos empresários dos vários sectores, medidas pelos vários inquéritos ao investimento e ao sentimento, sugere que esta componente manter-se-á pouco dinâmica em 2016. Em contrapartida, **antecipa-se que prevaleça um dinamismo significativo do consumo privado (+2.1%)**, ainda que em ligeira desaceleração face ao ano anterior. O aumento esperado do rendimento disponível, a manutenção da taxa de inflação num patamar reduzido e a persistência da tendência de melhoria no mercado de trabalho deverão suportar esta componente, que no primeiro trimestre de 2015 reflectirá ainda a antecipação de consumos graças à expectativa de agravamento da carga fiscal (sobretudo o sector automóvel). A este propósito refiram-se que as vendas de automóveis no primeiro trimestre (ver gráfico) alcançaram o patamar mais elevado em cerca de 1 década.

### Indicadores avançados sugerem perda de dinamismo da actividade



### O consumo de bens duradouros revela robustez: Vendas de automóveis ultrapassam máximos



- **Banco de Portugal e FMI revêem cenários em baixa** – embora evidenciando factores diferentes e com cenários significativamente distintos no que respeita ao detalhe, por componentes, ambas as instituições avançam agora com previsões de crescimento mais baixas do que anteriormente. O FMI antecipa que a economia desacelere para 1.4%, enquanto o Banco de Portugal espera que a economia mantenha o mesmo ritmo de crescimento, 1.5%. Relativamente às principais mensagens transmitidas, **o Banco de Portugal salienta a manutenção de constrangimentos estruturais** ao alcance de um crescimento potencial mais elevado, destacando **o elevado endividamento do sector privado e público**. Relativamente ao consumo privado, o cenário do BdP reconhece que o nível de consumo corrente deverá recuperar em linha com o aumento do rendimento disponível real das famílias. Este, por sua vez, reflectirá a melhoria das condições no mercado de trabalho, o aumento do salário mínimo e as medidas de reposição de rendimento incluídas no OE 2016.
- **FMI destaca constrangimentos e assume cenário pessimista** – No terceiro relatório de acompanhamento pós-programa, o FMI destaca a presença de constrangimentos estruturais ao crescimento. Salienta que a recuperação, estimulada pelo consumo

<sup>1</sup> Fonte: INE, em Exportações (€) de bens por local de destino e tipo de bem, produto por actividade (CPA 2008)

## ECONOMIAS

## PORTUGAL - CENÁRIO DE CRESCIMENTO REVISTO EM BAIXA (cont.)

privado, deverá perder fôlego já em 2016 (desaceleração do PIB para 1.4%), afirmando que a taxa de poupança alcançou valores mínimos históricos, o declínio rápido da taxa de desemprego está prestes a terminar e a melhoria dos indicadores de alta frequência tem vindo a esbater-se. Relativamente à política orçamental, a instituição alerta para os riscos elevados de execução, projectando um défice de 2.9% caso não sejam implementadas medidas adicionais. **O FMI destaca ainda a necessidade de reforma da despesa pública** por forma a conter as pressões com origem nos salários e pensões (25% do PIB). Afirma ainda que **as recentes alterações fiscais deverão dificultar o rebalanceamento da economia**, estando o actual foco centrado no suporte a sectores não exportadores em detrimento da melhoria da competitividade. De referir ainda que o Fundo coloca a taxa de crescimento económico em 1.2% a partir de 2017.

## Cenário Macroeconómico

	2015	BPI Abr. 2016		Banco de Portugal Mar. 2016		FMI Abr. 2016		OE 2016 Jan. 2016	
		2016P	2017P	2016P	2017P	2016P	2017P	2015P	2016P
<b>PIB real</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>
Consumo privado	2.6	2.1	1.8	1.8	1.9	1.5	1.3	2.6	2.4
Consumo público	0.8	1.0	0.8	1.1	0.4	0.0	0.5	-0.7	0.2
Investimento	3.6	0.8	3.0	0.7	4.5	3.0	2.5	4.3	4.9
Exportações	5.1	2.1	3.3	2.2	5.1	4.2	4.3	5.1	4.3
Importações	7.3	2.3	3.4	2.1	5.6	4.0	4.5	6.9	5.5
Procura interna	2.5	1.7	1.8	1.5	2.1	1.5	1.4	2.2	2.3
Procura externa líq.	-1.0	-0.1	0.0	0.0	-0.4	-0.1	-0.1	-0.7	-0.5
Inflação (IPC)	0.5	0.7	1.5	0.5	1.4	0.7	1.2	0.5	4.3
Taxa de desemprego	12.4	11.8	11.5	-	-	11.6	11.1	12.3	11.3
Saldo orçamental (% do PIB)	-4.4	-2.9	-3.0	-	-	-2.9	-2.9	-4.2	-2.2
Dívida pública (% do PIB)	128.9	128.4	126.9	-	-	127.9	127.3	128.7	125.8
B. corrente + B. de capital (% do PIB)	1.7	1.9	2.0	2.5	2.3	2.3	1.7	2.0	2.2

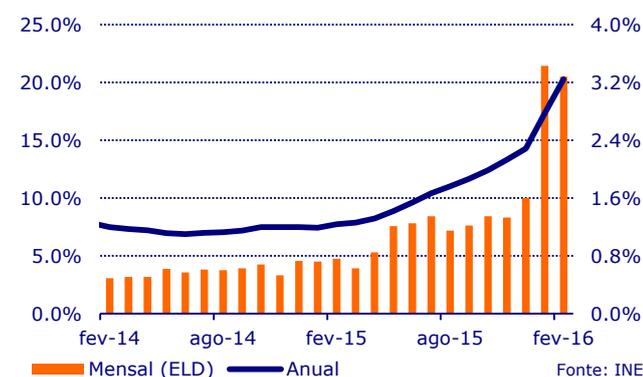
Fonte: INE, Banco de Portugal, Comissão Europeia, Ministério das Finanças, BPI.

## ANGOLA - PEDIDO PARA NEGOCIAR UM PROGRAMA DE ASSISTÊNCIA AO FMI

Angola solicitou junto do FMI um pedido para negociar um programa de assistência económica, que poderá ser suportado por assistência financeira, num contexto de baixos preços do petróleo e de desaceleração económica na China. A economia angolana regista uma forte dependência face ao petróleo, cujos preços têm vindo a cair desde meados de 2014, fixando-se em valores inferiores ao estimado no Orçamento de Estado de 2016 (USD 45). Ainda que as autoridades nacionais tenham tido uma resposta rápida e apropriada ao choque petrolífero, os impactos adversos continuaram a intensificar-se, nomeadamente a queda das receitas fiscais e de exportação provenientes do sector petrolífero, reduzindo a disponibilidade de dólares na economia e colocando pressão sobre a taxa de câmbio do kwanza face ao dólar (desvalorização de 63% face a 2014). As reservas internacionais brutas também têm caído significativamente, registando-se, em Fevereiro deste ano, uma queda de 31% face ao máximo registado em Setembro de 2013. O FMI esclarece que as condições deverão ser negociadas brevemente, mas adianta que o programa poderá ter a duração de 3 anos e deverá centrar-se essencialmente na dinamização do sector não petrolífero, no sentido de diversificação da economia angolana. Espera-se que a entrada de recursos financeiros possa reduzir as pressões imediatas para uma desvalorização mais acentuada do kwanza, como aconteceu no início deste ano. No entanto, deverá agravar o rácio de dívida pública em percentagem do PIB, que o FMI estima ter atingido 57% em 2015. Nota para o anterior programa, solicitado em 2009 num contexto semelhante de baixos preços do petróleo, e que incluiu um empréstimo de USD 1.4 mil milhões, no sentido de recuperar os equilíbrios macroeconómicos e as reservas internacionais.

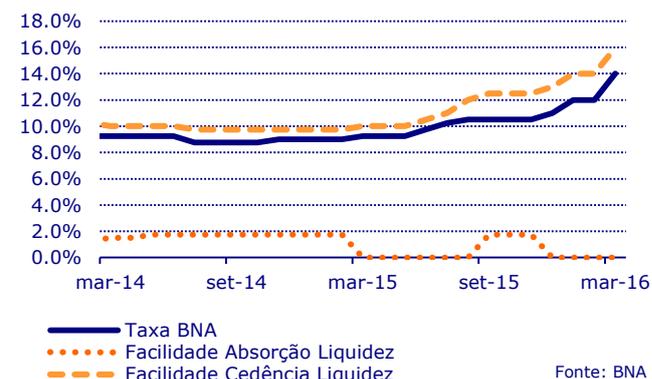
### Nível de preços aumentou significativamente em Fevereiro...

(yoy%; mom%)



### ...levando o CPM do BNA a proceder com um novo ajustamento das taxas de juro

(percentagem)



A taxa de inflação anual de Angola, medida pelo índice de preços do consumidor da cidade de Luanda, aumentou significativamente em Fevereiro. De facto, a taxa passou de 17.4% em Janeiro para 20.3%, enquanto a variação em cadeia revelou um aumento dos preços em 3.3%. Considerando que Angola importa grande parte dos bens que consome, este aumento deverá continuar a reflectir os efeitos da desvalorização do kwanza levada a cabo no início deste ano, a par de alguns efeitos ainda decorrentes do início do ano lectivo em Fevereiro. Este aumento pode justificar o facto de as autoridades do país procederem, nas últimas semanas, com desvalorizações graduais da taxa de câmbio do kwanza face ao dólar, em vez de proceder com desvalorizações mais acentuadas, como no início do ano.

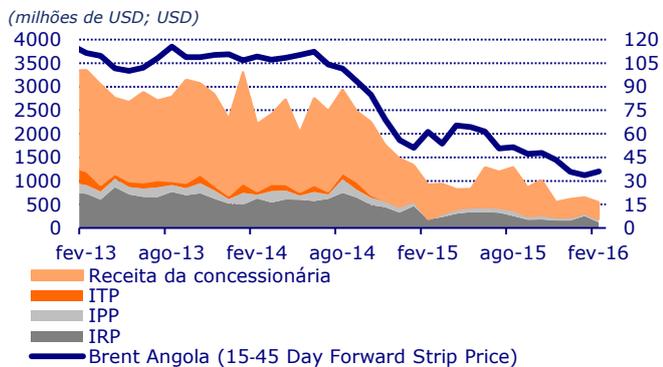
Em linha com a tendência ascendente da taxa de inflação, o Comité de Política Monetária do Banco Nacional de Angola voltou a restringir a política monetária, ajustando as respectivas taxas de juro. O Comité decidiu aumentar a taxa de juro de referência (taxa BNA) em 200 pontos base (p.b.) para 14%. Adicionalmente, a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez aumentou de 14% para 16%, a par da taxa de juro da facilidade permanente de absorção de liquidez com maturidade de sete dias, que passou de 1.75% para 2.25%.

A agência Fitch decidiu alterar a perspectiva do rating atribuído a Angola de estável para negativo, mantendo-o em B+. A instituição justificou a decisão com a combinação de uma forte dependência do país face às receitas petrolíferas e deterioração dos preços da commodity nos mercados financeiros internacionais desde a última revisão feita em Setembro de 2015. A agência antecipa um crescimento económico de 2.5% este ano, retomando posteriormente em 2017, em linha com a esperada recuperação dos preços do petróleo.

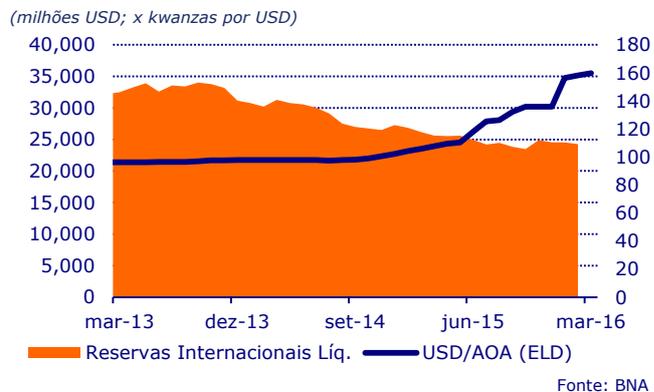
**ECONOMIAS**

**ANGOLA - PEDIDO PARA NEGOCIAR UM PROGRAMA DE ASSISTÊNCIA AO FMI (cont.)**

**Receitas fiscais petrolíferas caíram em Fevereiro de 2016 face a igual período de 2015**



**Autoridades têm procedido com desvalorizações ténues do kwanza face ao dólar nas últimas semanas**



## ÁFRICA DO SUL - RISCOS SOBRE A INFLAÇÃO LEVAM BANCO CENTRAL A REVER A POLÍTICA MONETÁRIA

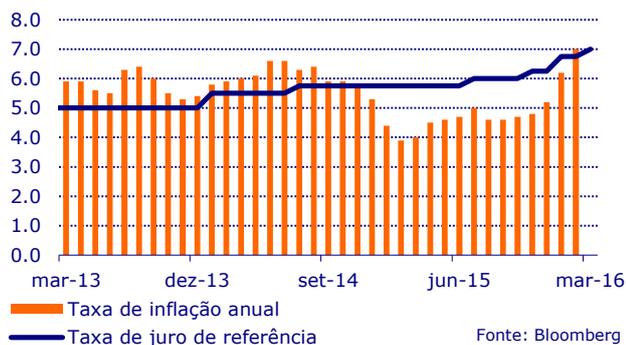
□ **A taxa de inflação de Fevereiro aumentou para máximos de sete anos, reflectindo os impactos das condições climatéricas adversas e os efeitos da depreciação do rand.** Deste modo, a inflação anual aumentou de 6.2% em Janeiro para 7.0% em Fevereiro, impulsionada pelo forte aumento dos preços dos bens alimentares. Neste caso, os preços aumentaram 8.8% face a igual período do ano anterior, devido à seca que o país enfrenta e à necessidade de importação de alguns bens alimentares, cujos preços têm sido afectados pela depreciação do rand (em termos homólogos, a moeda depreciou 36%, ainda que durante o mês de Fevereiro tenha recuperado ligeiramente). Esta significativa depreciação da moeda doméstica também permite explicar o forte aumento de preços da gasolina em termos homólogos (+20.7%), já que os preços do petróleo nos mercados internacionais caíram no período em análise. **Perante a evolução da taxa de inflação, e tendo em conta o agravamento dos riscos para o nível de preços nos próximos meses, na última reunião de política monetária, o Banco Central decidiu aumentar a taxa de juro de referência em 25 pontos base para 7%.** A estimativa da instituição para a taxa de inflação é de 6.6% para este ano, ainda que alguns eventos possam ser factores de pressão: aumentos adicionais dos preços dos bens alimentares e da gasolina, e aumento das tarifas de electricidade (Eskom irá aumentar as tarifas em 9.4% em 2016). Espera-se que a recuperação do rand forneça alguma folga ao aumento dos preços.

**O relatório das estatísticas trimestrais sobre o emprego (excluindo agricultura) no 4T de 2015 revela uma estagnação do número de pessoas empregadas.** O nível de emprego nos últimos três meses de 2015 manteve-se praticamente inalterado em termos homólogos (+0.1%), com aumentos registados no sector do comércio (+1.9% y/y), serviços empresariais (+1.1% y/y) e serviços comunitários (+0.3% y/y). Desempenho distinto foi registado no sector extractivo e construção, onde se registaram quedas expressivas de 5.9% y/y e 3.9% y/y, respectivamente. No final do ano havia um total de 8,992,000 pessoas empregadas, sendo que a taxa de desemprego se situou em 24.5% no mesmo período. Tendo em conta que a África do Sul deverá crescer a um ritmo pouco acentuado este ano (+0.9% de acordo com o esperado pelo Governo) e que a actividade deverá acelerar moderadamente nos dois anos seguintes, a taxa de desemprego deverá manter-se um desafio para o Executivo.

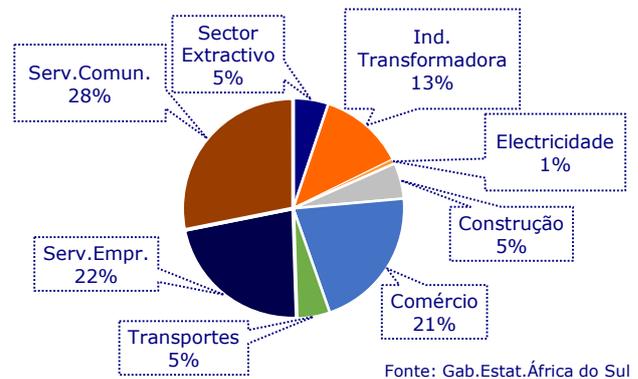
**A Moody's colocou o rating do país, actualmente em Baa2, sob revisão.** A agência considera que os riscos para o contexto económico no médio prazo têm vindo a agravar-se e poderão continuar a afectar as contas públicas. Neste sentido, o objectivo da Moody's será avaliar a capacidade das medidas do Governo, nomeadamente as inscritas no Orçamento Geral de Estado para 2016/17, na estabilização da economia e recuperação da sustentabilidade das finanças públicas, num contexto de crescente volatilidade nos mercados doméstico e internacional.

### Riscos de agravamento da taxa de inflação preocupam o Banco Central

(percentagem)

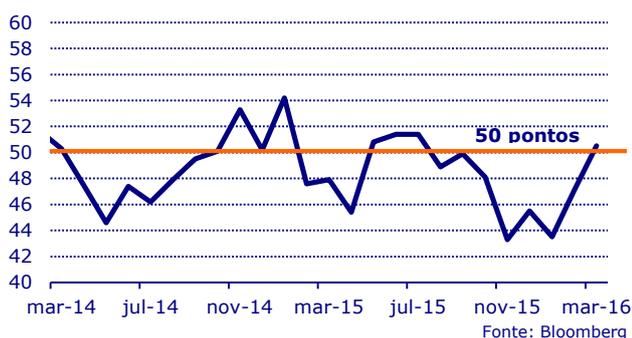


### Distribuição das pessoas empregadas por indústria, 4T 2015



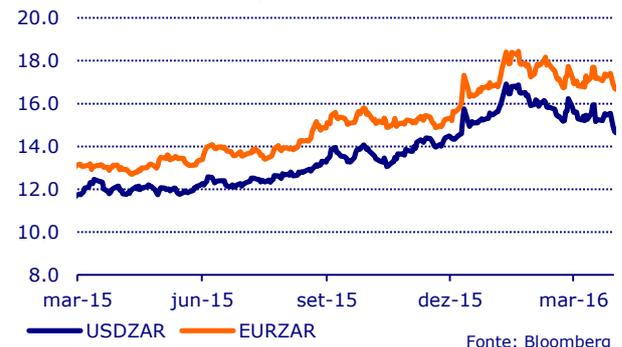
### Indicador PMI recuperou em Março, afastando-se ligeiramente do cenário de contracção económica

(pontos)



### Rand começou a aliviar de alguma pressão registada no início do ano

(Rands por USD; Rands por EUR)





## · MERCADO CAMBIAL

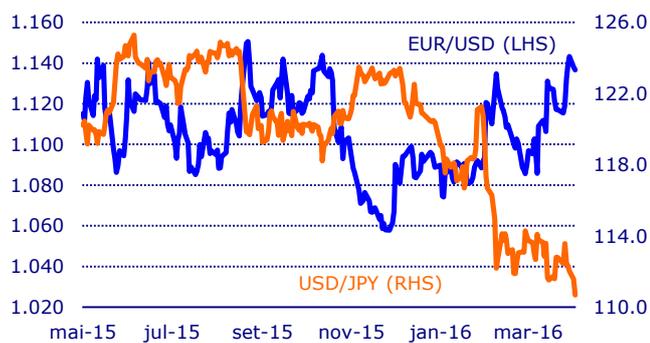
## MERCADOS

**DE NOVO, AS POLÍTICAS MONETÁRIAS ...**

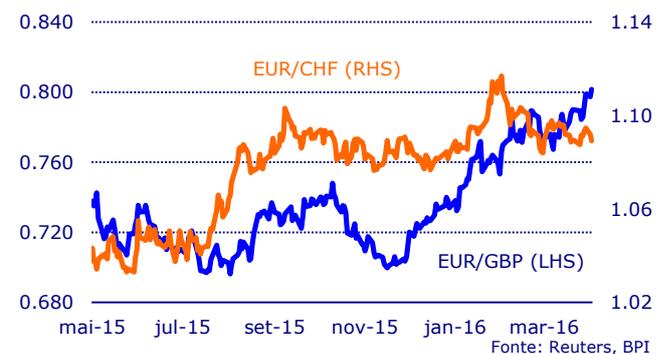
- **A evolução das políticas monetárias relativas aos principais blocos económicos continua a ser a principal influência na evolução dos câmbios de referência.** São, de facto, as orientações dos bancos centrais, por vezes menos claras, que suportam muitas das expectativas, nomeadamente quanto à evolução futura das políticas. Ora, no que respeita à Reserva Federal norte-americana, as minutas relativas à reunião do comité monetário (FOMC) realizada entre 15 e 16 de Março, entretanto divulgadas, vieram confirmar que o processo de normalização das taxas de juro será gradual. Embora com as taxas de juro ainda tão próximas de zero seja difícil ter espaço para voltar a usar a política monetária de forma convencional para responder a uma situação de menor crescimento e de menor inflação. Contudo, a maioria dos elementos da FOMC achou adequado aguardar por informações adicionais e manter os actuais níveis dos juros. **Entretanto, do lado do BCE, não tem sido claro se o banco central está a equacionar novas descidas nas taxas de juro de referência.** Vários elementos do BCE têm dado indicações contraditórias acerca da necessidade de medidas adicionais. Neste contexto, o EUR/USD tem mostrado uma dinâmica de subida de curto prazo, tendo testado e ultrapassado importantes pontos de resistência (o mais importante encontrava-se em 1.1375). Sem uma mudança significativa de expectativas, prevemos que ao longo das próximas semanas o EUR/USD varie entre 1.12 e 1.15.
- **No Japão aguarda-se por decisões adicionais do banco central, já que o actual nível de crescimento e da inflação não satisfazem as autoridades. Entretanto, a moeda tem-se mostrado exageradamente forte e volátil, tendo surgido avisos relativamente a possíveis intervenções do BoJ.** O iene tem beneficiado de um dólar mais fraco e um USD/JPY abaixo dos 110 ienes por dólar é susceptível de levar as autoridades a actuar (já aconteceu no passado). De facto, o actual nível do JPY não se adequa à necessidade de mais crescimento e de mais inflação.
- **A libra tem vindo a perder valor para o euro e dólar, reflexo dos receios do Brexit e de uma política monetária muito estática ao longo dos últimos meses.** A actual pouca atracção da moeda é do agrado das autoridades. É provável que o EUR/GBP venha a situar-se bem acima dos 0.80.
- **O banco central da Suíça deverá manter as suas taxas de juro negativas durante um largo período, deixando claro que está sempre preparado para fazer diminuir pressões de apreciação do franco suíço.** Nas últimas semanas, o intervalo de variação do EUR/CHF esteve compreendido entre 1.08 e 1.10.

**Reflectindo uma possível subida dos juros mais gradual nos EUA, o dólar perde valor**

(x dólares por EUR; x ienes por USD)

**EUR/GBP acentua subida com referendo ao Brexit; EUR/CHF estabilizado pelo banco central**

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

**Volatilidade elevada**

Moedas	Março	05.Abr.16	
		Últimos 6 meses	Último ano
EUR/USD	13.1692	10.8942	11.2349
USD/JPY	11.6832	10.0925	9.3542
EUR/JPY	10.6473	9.9606	9.8530
EUR/GBP	8.9366	10.2712	10.1962
EUR/CHF	4.0663	5.2811	5.7421

Fonte: BPI.

**Cotações a Prazo**

Moedas	05.Abr.16		
	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.1392	1.1425	1.1506
EUR/JPY	125.89	125.91	125.96
EUR/GBP	0.8033	0.8051	0.8098
EUR/CHF	1.0899	1.0864	1.0835

Fonte: BPI.

## MERCADOS

## MERCADO CAMBIAL (MOEDAS EMERGENTES)

## EMERGENTES A VÁRIAS VELOCIDADES

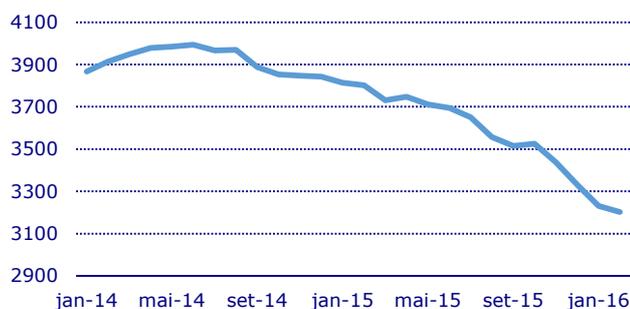
▫ **Perante a reacção às situações adversas e os resultados económicos obtidos (conhecidos), os analistas estão a diferenciar o andamento entre as economias emergentes mais importantes.** Na América Latina está a confirmar-se a entrada no segundo ano de recessão; na Ásia, a China abranda e vê o reflexo negativo nas notações das agências de *rating* na análise de crédito; a Índia é agora a boa surpresa e o modelo a seguir. Em termos de reflexo nas moedas, esta diferenciação é pouco significativa, surgindo um movimento mais geral favorável às moedas dos emergentes: o real do Brasil (BRL) corrigiu uma pequena parte das perdas para o dólar e estabilizou; o yuan da China (CNY) também mostra menor volatilidade após a depreciação registada ao longo de 2015; a rupia da Índia (INR) mostra-se igualmente mais forte após dois anos de desvalorização para o dólar. Pode-se também concluir que a fuga aos activos e moedas dos emergentes já se esgotou e estancou, tendo ajudado a própria política monetária dos EUA que, aparentemente, se moverá no sentido da subida dos juros de forma mais lenta (menos perturbadora aos olhos dos mercados). Segundo os últimos dados do IIF (Institute of International Finance), genericamente verifica-se um tímido regresso ao apetite por risco por parte dos investidores. Em Março, as obrigações e acções dos emergentes captaram alguma atenção: a estimativa foi de uma entrada global de \$36.8 mil milhões (MM), o nível mais forte desde Junho de 2014 (obrigações \$18.9 MM e acções \$17.9 MM). Por regiões, a Ásia captou \$20.6 MM e a América Latina \$13.4 MM.

▫ **Após as agências S&P e Moody's terem reduzido a sua apreciação do crédito na China, o banco central ripostou e sinalizou uma evolução mais positiva.** Segundo a autoridade monetária, existem sinais de recuperação económica; o défice fiscal permanece abaixo da referência dos 3% do PIB, comparativamente a outros países da OCDE; o mercado está a descontar um CNY mais estável; o risco financeiro foi reduzido pelas medidas de política monetária e reformas estruturais implementadas. Em termos da actividade económica, está presentemente a ocorrer a reestruturação das indústrias pesadas do carvão e do aço, ao nível da redução da sobrecapacidade de produção. No entanto, esta substituição do modelo já esgotado baseado no comércio, investimento e indústria pesada por uma expansão mais auto-sustentada pelo consumo interno irá eliminar milhões de postos de trabalho, com enormes repercussões sociais.

▫ **A Índia está a surpreender pela sua performance económica, resultado de reformas e políticas implementadas nos últimos anos.** Depois de ter crescido 7.6% no ano fiscal 2015/16, está previsto a manutenção do mesmo ritmo até 2018 (uma taxa média de 7.5%). O programa fiscal em curso (que contempla uma melhor qualidade na despesa), a baixa inflação, a forte balança corrente, a reforma financeira (limpeza dos balanços dos bancos) e a resiliência da moeda poderá permitir a descida dos juros, o que não deixa de ser um cenário atractivo.

## China - mantém-se tendência de queda das reservas

(mil milhões USD)



Fonte: Bloomberg

## Rublo (RUB) e yuan (CNY) recuperam e mostram maior estabilidade

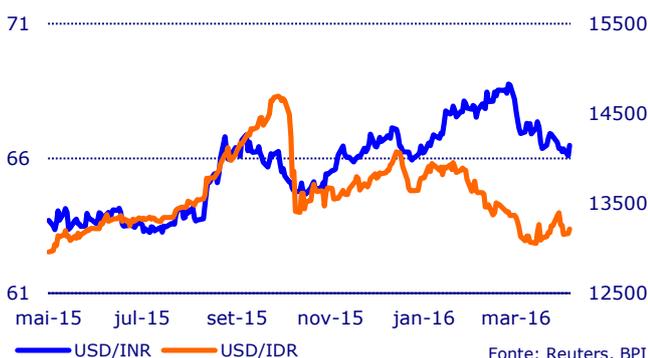
(x yuans por USD; x rublos por USD)



Fonte: Reuters, BPI

## A rupia da Índia (INR) e rupia da Indonésia (IDR) recuperam valor contra o dólar

(x rupias por USD; x rupias por USD)



Fonte: Reuters, BPI

## Lira turca (TRY) e rand da África do Sul (ZAR) corrigem depreciação anterior

(x rands por USD; x liras turcas por USD)



Fonte: Reuters, BPI

Agostinho Leal Alves

## · MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

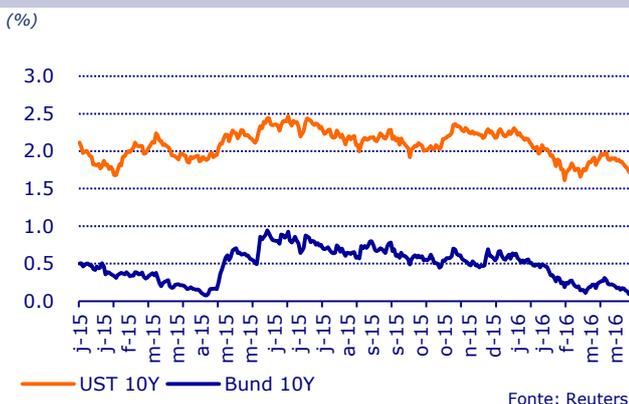
**MERCADOS**

### MANTÉM-SE CENÁRIO DE BAIXAS YIELDS

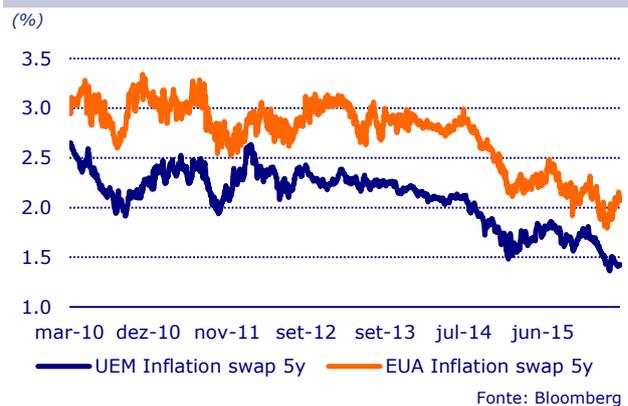
□ No primeiro trimestre, os movimentos no mercado de dívida pública continuaram a reflectir o cariz acomodatório das políticas monetárias das principais autoridades monetárias. A crescer a isto, os receios de materialização de cenários de deflação e incerteza quanto ao crescimento global reflectiram-se no incremento de movimentos de fuga para a qualidade, traduzindo-se em aumento da procura por títulos com melhor qualidade de risco, mais uma vez gorando as expectativas de subida das *yields*. No médio prazo, as perspectivas são de permanência das actuais tendências, não sendo expectável no curto prazo aumentos significativos das taxas de rentabilidades dos principais *benchmarks*.

□ **Mercados desenvolvidos:** No primeiro trimestre, as taxas de rentabilidade dos UST a 10 anos transaccionaram num intervalo entre 1.6-2.24%. No final do trimestre, a *yield* deste título situava-se em torno de 1.8%, sendo visível nos primeiros dias de Abril um movimento descendente. A alteração de expectativas quanto ao andamento da política monetária, associado aos factores referidos no parágrafo introdutório, tenderá a traduzir-se na permanência das respectivas *yields* próximo dos níveis actuais. Ainda que reflectindo um elevado grau de incerteza, continuamos a considerar que em 2016 o sentimento se mantém desfavorável para aplicações em dívida pública, por um lado porque estes activos se encontram já bastante valorizados e por outro porque se espera que face à divulgação de indicadores de actividade robustos e comportamento mais benigno da inflação se observe um movimento de subida das *yields* (queda dos preços). Ainda assim, este será um movimento muito moderado, pois persistem factores que tenderão a limitar a amplitude de queda dos preços, já que a Reserva Federal irá fazer o *rollover* da dívida em carteira. No cenário central, antecipamos que no final do ano a *yield* do UST a dez anos se situe em 2-2.5%. **Na zona euro, os movimentos continuam determinados pelo programa de compra de dívida de longo prazo do BCE em vigor desde Março de 2015 e entretanto ampliado.** Lembra-se que, em Dezembro, o BCE apresentou a quantificação dos efeitos das medidas de cariz não convencional adoptadas pelo Banco Central, revelando um considerável efeito na redução das *yields* dos títulos de dívida pública. O BCE concluiu que, desde o anúncio do programa de compra de dívida pública, se observaram quedas na ordem dos 23 pontos base (pb) nas taxas de rentabilidade dos títulos de dívida pública alemã a 10 anos, o que compara com quedas de 36 pb em França, 72 pb em Itália e 69 pb em Espanha. Nos primeiros três meses de 2016, o *Bund* alemão a dez anos transaccionou num intervalo entre 0.11-0.57%, situando-se actualmente próximo do nível mínimo. Nos próximos trimestres o mercado de dívida pública continuará suportado pelo programa de compra de dívida do BCE, pelo que as *yields* dos principais *benchmarks* da zona euro deverão continuar em níveis reduzidos. Adicionalmente, factores de incerteza, associados por exemplo à realização do referendo britânico relativo à permanência ou não deste país da União Europeia, deverão favorecer movimentos de refúgio, pressionando em baixa as taxas de rentabilidade da dívida alemã, pelo menos durante o segundo trimestre do ano.

#### Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais



#### Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps



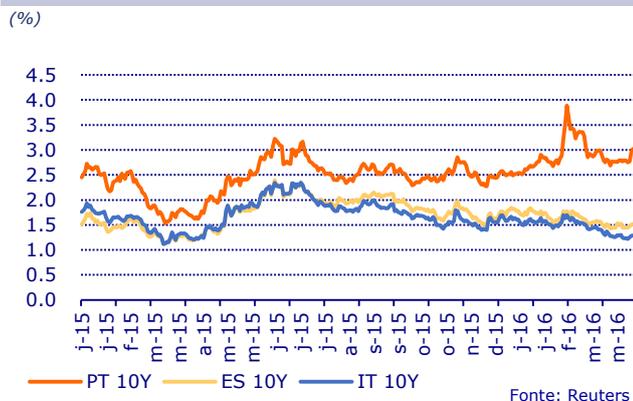
□ **Mercados periféricos:** No primeiro trimestre, os prémios de risco dos títulos de dívida pública destas economias mantiveram-se razoavelmente contidos, continuando a beneficiar do programa de aquisição deste tipo de dívida pelo BCE. Contudo, a alteração da percepção do risco global e também do risco interno de algumas destas economias reflectiu-se no alargamento dos prémios de risco da dívida pública destes países. Em Portugal, a taxa de rentabilidade das OTs a 10 anos situa-se em torno de 3%, cerca de 290 pontos base acima do *Bund* alemão com o mesmo prazo. Lembra-se que em Dezembro, o Banco de Portugal estimava que sem o programa de aquisição de dívida pública do BCE, as *yields* das OTs a 10 anos se situaria em 5.0%. Entretanto, o IGCP tem vindo a emitir dívida de longo prazo, tendo até à data emitido 9.6 mil milhões de euros, equivalente a cerca de 50% do inscrito no programa de financiamento para 2016. Recentemente, o Tesouro português emitiu dívida a 7 e 30 anos, situando-se as respectivas taxas juro em 2.52% e 4.24%, ou seja 242 e 324 pontos base acima dos respectivos *benchmarks* alemães.

**MERCADOS**

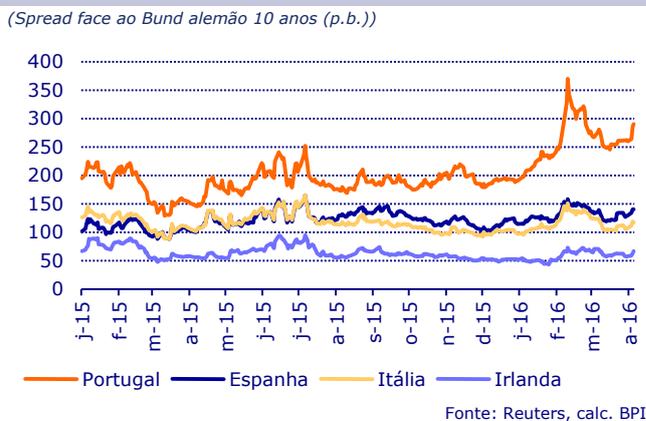
**MANTÉM-SE CENÁRIO DE BAIXAS YIELDS (cont.)**

**MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA**

**Mercado de Dívida Pública Periféricos: Taxas nominais**



**UEM: Spreads mercados periféricos**



## · MERCADOS ACCIONISTAS

## MERCADOS

**REUNIÕES DOS BANCOS CENTRAIS DÃO NOVO ÍMPETO ÀS PRINCIPAIS BOLSAS**

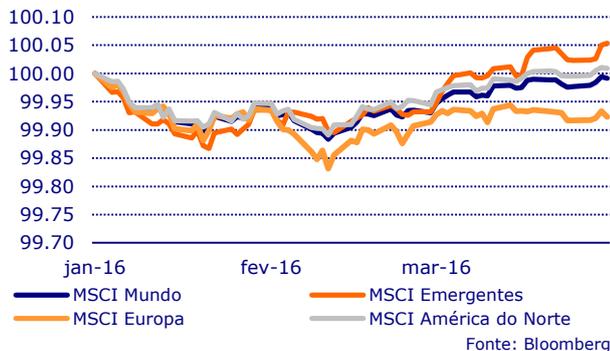
□ **Os investidores parecem ter renovado o entusiasmo por activos de risco, depois das reuniões do Banco Central Europeu e da Reserva Federal.** Por um lado, o BCE, na reunião de Março, apresentou um conjunto de novas medidas não convencionais, que poderá impulsionar a liquidez nos mercados europeus e favorecer as acções do continente. Mais recentemente, o tom cauteloso da Reserva Federal após a última reunião animou as bolsas norte-americanas, em linha com a expectativa de uma subida mais gradual das taxas de juro nos EUA. Adicionalmente, o tom mais prudente da Fed permitiu acalmar os investidores nos mercados accionistas, visível através dos indicadores de volatilidade. Ao mesmo tempo, no caso americano, a recuperação dos preços do petróleo impulsionou o sector petrolífero e financeiro, explicado, no segundo caso, pela exposição do sector bancário à indústria petrolífera, através do financiamento concedido nos últimos anos.

□ **O desempenho nos mercados emergentes superou o das economias desenvolvidas.** As economias emergentes beneficiaram das decisões de política monetária dos principais bancos centrais, principalmente da Fed, assim como da recuperação observada nos preços do Brent, estabilização dos preços de outras *commodities* e um menor impacto da desaceleração económica na China nos mercados, em linha com o anúncio de novas medidas de injeção de liquidez. Do conjunto dos países emergentes, destaca-se o Brasil, cujo índice accionista recuperou do mínimo registado em finais de Janeiro, registando uma valorização desde o início do ano de 19%. Para além da recuperação dos preços das *commodities* (o Brasil é um exportador líquido de ferro e produtor de petróleo), em causa também deverá estar a possibilidade de impugnação do mandato de Dilma Rousseff. Os investidores parecem ter uma perspectiva positiva quanto à remodelação do actual Governo, no sentido de que uma mudança poderia trazer um novo ímpeto à actividade económica no país.

□ **Nota ainda para a evolução recente do *price-earnings ratio*, que tem registado valores acima da média observada na última década, movido pela revisão em baixa dos resultados financeiros das empresas em Fevereiro** (de acordo com a IIF, esta revisão foi de -1.5% no caso das economias desenvolvidas e -3% nas economias emergentes). De facto, os investidores estão à espera que as empresas registem resultados menores do que o antecipado anteriormente para 2016, quer nos EUA, quer na Europa. Estas previsões têm deteriorado desde Fevereiro, quando o dólar começou a depreciar e o preço do petróleo começou a recuperar dos baixos preços registados no início deste ano. A queda dos preços do petróleo e um dólar mais forte tinham sido as justificações apresentadas anteriormente para explicar a revisão em baixa das expectativas dos resultados financeiros das empresas norte-americanas, o que torna difícil explicar a actual baixa expectativa quanto aos resultados.

**Desempenho dos emergentes ultrapassou o dos mercados desenvolvidos em Março**

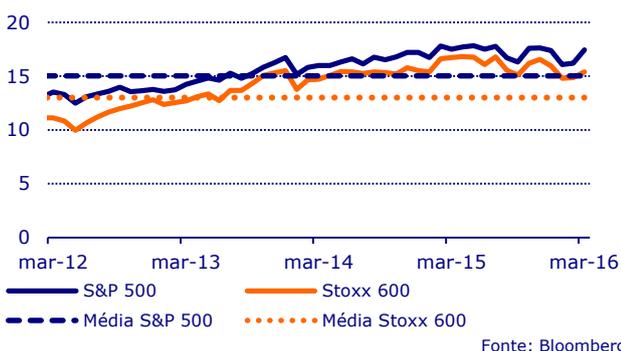
(base 100=Jan.2016)

**Índice bolsista brasileiro beneficiou da possibilidade de alterações políticas**

(pontos)

**PER está acima da média registada na última década**

(Forward Price-Earnings ratio)

**Índices ibéricos recuperaram ligeiramente em Março, mas mantêm-se longe dos valores de 2015**

(pontos; pontos)



## MERCADOS

## MERCADO DE COMMODITIES

## PREÇO DO CRUDE GANHA SUPORTE

- **O preço do barril de petróleo alcançou o seu valor mais alto do ano, no final de Março - \$41.90 no WTI e \$42.54 no Brent – em resultado de sinais concretos de uma oferta mais contida, da possibilidade de acordo entre Arábia Saudita e Rússia para maior controlo da produção entre países da OPEP e fora da OPEP (está agendada uma reunião da OPEP dia 17 de Abril) e de um dólar mais fraco.** Contudo, do lado do consumo surgiu uma situação contrária, a Agência Internacional de Energia (AIE) aponta o surgimento de desacelerações significativas no seu crescimento, nomeadamente nos EUA e na China, onde a procura se encontra em níveis mínimos. De facto, mostra-se necessária uma maior adequação da produção à situação do consumo, de modo a segurar os preços nos actuais valores. É sabido que sempre que são divulgadas informações de aumento de reservas, o mercado reage negativamente e os preços caem. Para já, a evolução dos preços tem-se mostrado mais suportada devido igualmente a um cenário mais global de maior apetite por risco, captando investidores.
- **De referir que contribuiu para uma produção de crude menos excedentária a sabotagem do oleoduto de Kirkuk (Irão) em Fevereiro, que levou à interrupção na produção e fornecimento de 600 mil barris/dia, e também a disrupção na produção da Nigéria de 250 mil barris/dia.** Por outro lado, o regresso do Irão ao mercado não teve as consequências esperadas, já que está a ser feita de modo muito gradual (provisoriamente foram colocados 220 mil barris por dia). Fora da OPEP, a actual relação existente entre custos de produção e benefícios obtidos com o nível de preços poderá levar a uma diminuição da produção nas Américas. Segundo a AIE, nos EUA é esperada uma diminuição da produção em cerca de 530 mil barris/dia, assim como no Brasil e na Colômbia. No total, a chamada não-OPEP poderá registar uma diminuição de 750 mil barris/dia.
- **As nossas previsões apontam para uma paragem na queda dos preços, um registo suportado ao longo de 2016 e uma posterior gradual recuperação.** Aparentemente, já foram registados os valores mínimos do actual ciclo, e a recuperação dos preços será mais rápida ou lenta, de acordo com os factores de mercado mais relevantes no contexto de curto/médio prazo.
- **O preço do gás natural mostra igualmente uma maior estabilização (corrige perdas recentes e depois de registar um novo mínimo).** Sabe-se que os *stocks* existentes permitem manter a produção estável e o mercado equilibrado (preços pouco estimulantes para os produtores).

## Previsões BPI - valor médio

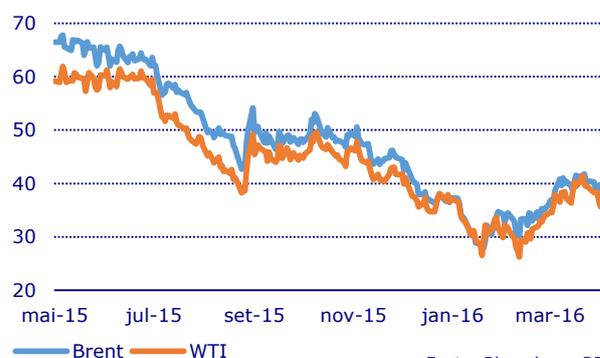
(dólares por barril)

	2ºT16	3ºT16	2016	2017	2018
Brent	39	41	40	45	55
WTI	37	39	38	43	53

Fonte: Banco BPI.

## Os preços do petróleo mostram uma evolução mais sustentada, após o registo de mínimos

(USD por barril)



Fonte: Bloomberg, BPI

## O preço do gás natural corrige depois do registo de mínimos e no contexto de tendência de queda

(USD/MM Btv)



Fonte: Bloomberg, BPI

## O preço do milho corteja valores mínimos dos últimos meses

(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
<b>Portugal</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>-3.1</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.4</b>	<b>127.1</b>	<b>124.8</b>	<b>105.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>12.6</b>	<b>11.9</b>	<b>11.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>

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	8.0	0.1	-3.8	-3.3	4.8	6.8	9.8	65.2	69.9	74.5	-3.8	-8.2	-8.0	-4.4	-3.2	-2.3	29.5	36.7	49.1
México	4.0	2.7	3.1	2.3	2.5	2.6	4.8	4.3	4.3	49.8	52.0	52.1	-3.2	-3.5	-3.0	-1.9	-2.0	-2.7	33.9	40.4	43.3
Argentina	25.1	19.0	33.5	0.4	2.2	-0.2	7.3	7.3	7.5	45.3	52.1	55.1	-0.2	-5.2	-4.4	-1.1	-1.7	-1.8	30.8	29.6	36.6
Chile	4.4	4.3	4.0	1.9	2.1	2.0	6.3	6.3	7.0	15.1	18.1	20.0	-2.0	-3.2	-3.3	-1.2	-0.8	-1.6	56.5	61.7	68.4
R. Checa	0.4	0.3	0.9	2.0	4.2	2.5	6.1	5.1	5.6	42.7	40.5	40.5	-1.9	-1.6	-1.3	0.6	1.2	0.9	66.6	63.4	61.3
Polónia	0.0	-0.9	0.4	3.3	3.6	3.5	9.0	7.6	9.2	50.1	50.8	51.2	-3.3	-3.0	-3.0	-1.2	-0.2	-0.8	64.2	67.4	68.3
Hungria	-0.2	-0.1	1.3	3.7	3.0	2.3	7.3	6.1	6.5	76.2	78.0	78.1	-2.5	-2.4	-2.2	2.3	5.4	4.3	103.6	102.1	98.6
Rússia	7.8	15.6	8.8	0.7	-3.7	-1.5	5.2	5.6	6.1	14.4	15.2	17.2	-0.7	-2.9	-3.8	3.1	5.0	4.0	32.1	40.7	39.4
China	2.0	1.4	1.6	7.3	6.9	6.5	4.1	4.1	4.2	41.1	43.2	46.0	-1.8	-3.5	-3.0	2.1	2.7	2.8	10.2	6.4	5.1

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&amp;UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>EUA</b>	2.4%	2.1%	2.3%	0.1%	1.5%	2.0%
<b>Zona Euro</b>	1.5%	1.6%	1.7%	0.0%	0.3%	1.5%

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	2.7	2.1	1.8
Consumo público	0.8	1.0	0.8
Formação Bruta de Capital	3.6	0.8	3.0
Exportações	5.1	2.1	3.3
Importações	7.3	2.3	3.4
<b>PIB</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>
<b>Défice Orçamental (PDE)</b>	<b>4.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>
<b>Taxa de inflação média</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.5</b>
<b>Taxa média de desemprego</b>	<b>12.4</b>	<b>11.8</b>	<b>11.5</b>

**PREVISÕES****Taxas de Câmbio**

08.Abr.16

	<b>Taxa actual</b>	<b>...a 1 mês</b>	<b>...a 3 meses</b>	<b>...a 6 meses</b>	<b>...a 1 ano</b>
EUR/USD	1.14	1.08	1.10	1.09	1.10
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.12	1.10	1.08	1.10
USD/JPY	108.03	118.00	115.00	116.00	120.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	110.00	112.00	114.00	112.00
EUR/JPY	122.83	128.00	126.00	127.00	130.50
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	123.20	123.20	123.12	123.20
EUR/GBP	0.81	0.76	0.78	0.75	0.74
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.81	0.85	0.90	0.95
EUR/CHF	1.09	1.10	1.10	1.10	1.15
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.09	1.08	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**

08.Abr.16

	<b>Taxas de Juro</b>					<b>Spreads equivalentes face às taxas americanas</b>				
	<b>Taxa actual</b>	<b>...a 1 mês</b>	<b>...a 3 meses</b>	<b>...a 6 meses</b>	<b>...a 1 ano</b>	<b>Spread actual</b>	<b>...a 1 mês</b>	<b>...a 3 meses</b>	<b>...a 6 meses</b>	<b>...a 1 ano</b>
<b>Taxas de juro 3 M</b>										
EUR	-0.25%	-0.27%	-0.28%	-0.29%	-0.26%	-88	-103	-116	-136	-176
EUR (Prev. BPI)	-	-0.27%	-0.28%	-0.30%	-0.25%	-	-91	-98	-120	-145
USD	0.63%	0.76%	0.88%	1.07%	1.50%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.64%	0.70%	0.90%	1.20%	-	-	-	-	-
JPY	-0.01%	-0.01%	-0.05%	-0.10%	-0.06%	-64	-77	-93	-117	-156
JPY (Prev. BPI)	-	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-	-65	-71	-91	-121
GBP	0.59%	0.61%	0.64%	0.78%	1.03%	-4	-15	-24	-29	-47
GBP (Prev. BPI)	-	0.60%	0.65%	0.70%	1.00%	-	-4	-5	-20	-20
CHF	-0.73%	-0.76%	-0.79%	-0.79%	-0.80%	-136	-152	-167	-186	-230
CHF (Prev. BPI)	-	-0.70%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-	-134	-145	-165	-195
<b>Taxas de juro 10 A</b>										
POR	3.23%	3.22%	3.30%	3.30%	3.30%	152	114	97	96	67
POR (Prev. BPI)	-	3.22%	3.30%	3.30%	3.30%	-	127	105	100	45
ALE	0.09%	0.24%	0.34%	0.51%	0.80%	-162	-169	-174	-173	-173
ALE (Prev. BPI)	-	0.07%	0.15%	0.40%	0.60%	-	-173	-185	-180	-215
EUA	1.71%	1.93%	2.08%	2.24%	2.53%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	1.80%	2.00%	2.20%	2.75%	-	-	-	-	-
JAP	-0.05%	-0.08%	-0.04%	0.00%	0.08%	-176	-201	-212	-224	-245
JAP (Prev. BPI)	-	-0.08%	-0.05%	-0.05%	0.00%	-	-188	-205	-225	-275
RU	1.34%	1.68%	1.83%	1.96%	2.25%	-37	-25	-25	-28	-28
RU (Prev. BPI)	-	1.40%	1.40%	1.75%	2.25%	-	-40	-60	-45	-50
SUI	-0.01%	-0.36%	-0.28%	-0.11%	0.11%	-172	-229	-236	-235	-242
SUI (prev. BPI)	-	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.05%	-	-181	-201	-220	-270

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 08-Abr-16	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
<b>Bancos Centrais G-7</b>						
RESERVA FEDERAL DOS EUA 1*	<i>Fed Funds Rate</i>	0%-0.25%	0.25%-0.50%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	27-abr-16	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.05%	0.00%	10-Mar-16 (-5 pb)	21-abr-16	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>O/N Call Rate</i>	0.10%	0.00%	5-Out-10 (-5 pb)	28-abr-16	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	13-abr-16	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.50%	5-Mar-09 (-50 pb)	14-abr-16	Sem alteração
<b>Outros Bancos Centrais</b>						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	0%-0.25%	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	16-jun-16	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	0.00%	-0.50%	17-Fev-16 (-15 bp)	21-abr-16	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	1.25%	0.50%	17-Mar-16 (-25 pb)	12-mai-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)	03-mai-16	-
<b>América Latina</b>						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	11.75%	1425.00%	2-Set-15 (+50 bp)	17-abr-16	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.00%	3.75%	17-Fev-16 (+50 pb)	05-mai-16	-
<b>Europa de Leste</b>						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	2.00%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	13-abr-16	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	2.10%	1.35%	21-Jul-15 (-15pb)	26-abr-16	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	05-mai-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

08.Abr.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
<b>Taxas de câmbio</b>					
USD/BRL	3.83	4.11	3.80	3.90	4.02
USD/MXN	16.50	18.10	17.68	17.50	16.75
USD/ARS	9.38	14.50	15.08	15.88	18.00
EUR/CZK	27.14	27.00	27.00	27.00	26.00
EUR/PLN	4.22	4.40	4.30	4.30	4.14
EUR/HUF	311.23	312.00	313.00	312.00	306.00
USD/RUB	61.83	76.10	70.65	70.00	67.55
USD/CNY	6.36	6.60	6.60	6.65	6.75

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

08.Abr.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
<b>Taxas de juro de curto-prazo</b>										
BRL	14.25%	14.25%	14.10%	13.80%	13.00%	1362	1349	1322	1273	1150
MXN	3.25%	3.95%	4.05%	4.20%	4.55%	262	319	317	313	305
ARS	12.75%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1212	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.29%	0.28%	0.27%	0.27%	0.33%	-34	-48	-61	-80	-117
PLN	1.62%	1.66%	1.64%	1.65%	1.76%	99	90	76	58	26
HUF	1.35%	1.05%	1.05%	1.10%	1.40%	72	29	17	3	-10
RUB	12.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1137	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CNY	4.35%	4.20%	4.05%	4.00%	3.95%	372	344	317	293	245
<b>Taxas de juro 10 A</b>										
BRL	5.81%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	409	-	-	-	-
MXN	6.13%	6.34%	6.40%	6.57%	6.67%	218	-	-	-	-
ARS	7.11%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	581	-	-	-	-
CZK	0.29%	0.65%	0.76%	0.89%	1.33%	8	-	-	-	-
PLN	2.95%	2.90%	3.00%	3.09%	3.35%	274	-	-	-	-
HUF	3.16%	3.41%	3.37%	3.36%	3.48%	295	-	-	-	-
RUB	9.31%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	267	-	-	-	-
CNY	2.93%	2.77%	2.81%	2.84%	2.82%	272	-	-	-	-

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.

## BREXIT: SERÁ UMA ESCOLHA ACERTADA?

Com o aproximar da data do referendo, a questão da permanência ou saída do Reino Unido da União Europeia vai ser o principal factor político, económico e de mercado, pois a opinião pública britânica está dividida rigorosamente ao meio. O Brexit, se vier a acontecer, trará consequências tanto para os ingleses como para o futuro do projecto europeu, sendo difícil reflectir sobre todas as potenciais consequências. Contudo, apresentamos uma possível análise do que pensamos serem as principais questões que se colocam ao Reino Unido, perante esta escolha.

### O que está em causa?

**No dia 23 de Junho, o Reino Unido será chamado a escolher entre a permanência ou a saída da União Europeia, no âmbito de uma promessa eleitoral feita pelo actual primeiro-ministro David Cameron durante a campanha para as eleições legislativas e parlamentares de 7 de Maio de 2015. Nessa data Cameron conquistou a maioria absoluta do Parlamento do Reino Unido (37%) para o Partido Conservador.**

Mas antes de se lançar nesta disputa, o primeiro-ministro britânico, defensor da permanência na União mas crítico de algumas regras causadoras de alguns desequilíbrios internos, conseguiu chegar a um acordo exclusivo para o seu país e que será usado na defesa do "sim". **O pacote do acordo que sela as novas relações entre o Reino Unido e a UE28 engloba:** **benefícios infantis** – as contribuições monetárias às crianças filhas de imigrantes são calculadas de acordo com o nível de vida dos países de origem dos pais, contrariando a situação anterior de benefícios iguais para todos; **benefícios sociais** – o Estado pode limitar os benefícios aos imigrantes provenientes da UE28 durante os primeiros quatro anos de estadia no Reino Unido, estando previstas medidas de excepção no caso de situações de emergência (níveis excepcionais de migração); **não discriminação da libra** – as transacções comerciais com a UE28 e os britânicos que se encontram na Europa podem usar a libra sem receio de discriminação, a par do euro; **resgates a estados-membros** – todo o dinheiro britânico gasto em ajudas financeiras a países da UE28 será posteriormente reembolsado; **protecção da City** – medidas de salvaguarda da maior praça financeira do mundo de forma a prevenir a imposição de regulamentação a criar pela UEM; **soberania** – compromisso explícito de que o Reino Unido não fará parte de uma maior união com os restantes estados-membros (esta premissa fará parte de uma futura alteração dos tratados europeus); **maior limitação a legislação da UE28** – maior facilidade no bloqueio de legislação indesejada por parte de uma união entre governos nacionais. Se 55% dos parlamentos nacionais se opuserem a uma determinada legislação, ela regressará ao Parlamento Europeu para ser repensada/reformulada; **competitividade** – apelo a todas as instituições da União e aos estados-membros no reforço do mercado interno, nomeadamente ao nível de melhor regulamentação; **limitação à livre circulação** – recusa de livre circulação a cidadãos externos à UE28 e que casem com cidadãos da União, no contexto de medidas contra os casamentos fraudulentos, para além de introdução de novos poderes de exclusão de cidadãos considerados perigosos para a segurança nacional.

**Mas este foi o acordo possível, porque originalmente, o primeiro-ministro Cameron pretendia introduzir medidas mais severas, como por exemplo:** banir por completo a possibilidade de envio para o exterior dos benefícios monetários infantis, mas verificou-se um recuo depois da rejeição da medida por parte de alguns estados da Europa Oriental, para além de que os usufrutuários continuarão a receber a totalidade dos subsídios; as prestações sociais associadas ao trabalho para recém-chegados ao Reino Unido estariam interditas durante os primeiros quatro anos, havendo um prazo de implementação da medida que poderia ir de 7 a 13 anos; na regulação financeira, os britânicos procuravam um regime de protecção da City londrina, que lhe dava vantagens competitivas face às restantes praças financeiras, mas perante os receios da França foi inserida uma cláusula de garantia de igualdade de condições no mercado interno.

**Entretanto, os críticos argumentam que o acordo final ficou aquém das expectativas geradas aquando do anúncio do referendo e do plano de exigências a fazer a Bruxelas, nomeadamente em relação aos poderes que o Reino Unido perdeu a favor da União.** No caso da soberania, o Reino Unido pretendia ter direito à opção de saída se o processo de integração continuar de forma "(...) formal e juridicamente vinculativo, de modo irreversível (...)". Por outro lado, é defendido o reforço dos poderes dos parlamentos nacionais, permitindo o surgimento de uma união de bloqueio à legislação produzida pela UE28. Em termos sociais, era exigido que os cidadãos oriundos da União, em situação de desemprego, perdessem o direito a qualquer tipo de benefício e, ao fim de 6 meses nessa situação, seria exigida a saída do país. Por outro lado, o manifesto do Partido Conservador defendia que os imigrantes da UE28 que pretendam ter acesso a benefícios sociais, nomeadamente ao nível da infância, tinham de viver e trabalhar durante um período mínimo de 4 anos contribuindo, durante esse período, para o sistema de segurança social nacional. Do mesmo modo, o direito a habitação social só seria concedido se as famílias habitassem na zona durante pelo menos 4 anos. Ao nível financeiro, o Reino Unido pretendia não contribuir para os resgates de estados-membros da Zona Euro, já que não pertencia ao clube da moeda única e requeria o reconhecimento de que o euro não era a única moeda da União, assegurando que as moedas dos países fora do euro teriam as mesmas vantagens. Por fim, em prol do aumento da competitividade e do reforço do mercado interno, foi proposto a redução da regulamentação interna (existe a ideia de que existe um peso excessivo da regulamentação). Curiosamente, segundo conclusões da OCDE, os mercados de trabalho e produto do Reino Unido são dos menos regulados do mundo.

**Outra crítica prende-se com a falta de existência de um plano de contingência no caso de saída da UE28.** O primeiro-ministro está de tal maneira confiante na vitória do "Não" que não incumbiu ao seu governo a elaboração de um plano que

**OPINIÃO**

acautele o Brexit. De facto, existem questões muito complexas a ponderar, no caso do Brexit, tanto ao nível político, como financeiro e económico.

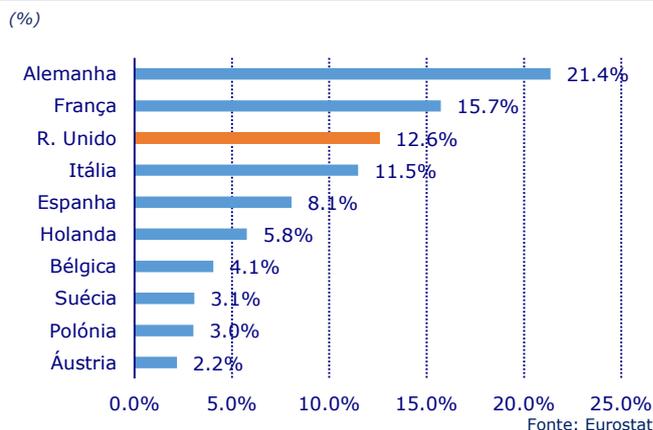
**Segundo as sondagens, a opinião pública britânica encontra-se bastante dividida acerca desta questão. Em média, as últimas sondagens dão 51% para a permanência e 49% para a saída.** No actual contexto político, o Partido da Independência do Reino Unido, que ganhou as eleições europeias com mais de quatro milhões de votos (27% do total), deixando em segundo lugar o Partido Trabalhista (24%) e em terceiro o Partido Conservador (23%), é o grande defensor da saída do Reino Unido da UE28. Mas também deputados do Partido Conservador e do Partido Trabalhista, cinco ministros do actual governo e o Partido Unionista Democrata (DUP; 0.8% nas eleições europeias) são favoráveis à saída. De facto, todos eles acreditam que o Reino Unido regrediu com a União, que impõe demasiadas regras à actividade económica e que cobra muitos milhões de libras por ano em taxas de adesão para pouco retorno. Também a questão da imigração é importante e, por isso, defendem o regresso ao controlo total das fronteiras e à redução de entradas no país. Pretendem anular o princípio de livre circulação de mão-de-obra no espaço da União e são determinadamente contra o avanço do processo de integração, com vista à criação dos "Estados Unidos da Europa".

**Já os defensores da permanência do Reino Unido na UE28 (primeiro-ministro Cameron, assim como grande parte do seu gabinete; o Partido Conservador comprometeu-se a manter neutralidade durante a campanha eleitoral) argumentam que o país sofreu um grande impulso económico a partir da adesão à União, sendo bastante mais fácil e benéfico o comércio intra-comunitário.** Quanto à imigração, é maioritariamente constituída por jovens, à procura de trabalho, que potenciam o crescimento económico e ajudam a suportar financeiramente o estado social. Acreditam, igualmente, que a saída da União prejudicará o estatuto adquirido do Reino Unido no Mundo, para além de ser mais seguro (nas várias vertentes) fazer parte da UE28. A ideia geral é de que não existem alternativas credíveis à permanência na União.

### Um dos aspectos em causa é dos mais fracturantes na sociedade britânica – a contribuição financeira do Reino Unido para a UE28.

A seguir a França e à Alemanha, o Reino Unido é dos estados que mais contribui para o orçamento da União. Em 2015, o Reino Unido pagou GBP 13 mil milhões para o orçamento da UE28 (mais de 12% do total) e recebeu da União GBP 4.5 mil milhões, resultando uma contribuição líquida de cerca de GBP 8.5 mil milhões (face a 2010 é quase o dobro). Em percentagem do PIB, corresponde a 0.3%. Mas em cada ano o Reino Unido tem direito a um desconto imediato de contribuidor líquido de um montante estimado em perto de GBP 5 mil milhões (sem este desconto o montante total da contribuição seria de GBP 18 mil milhões). Perante estes números, muitos britânicos questionam se não era mais vantajoso aplicar estes fundos directamente na economia.

**Top 10 dos contribuintes da UE28, 2015**



### Com todo este processo em marcha, no fundo, o grande receio é da manutenção de uma prolongada incerteza económica e financeira.

Nem a permanência (agora suportada pelo acordo já descrito), nem a saída resolverá no curto prazo as aspirações imediatas dos britânicos a uma sociedade mais próspera. Também a saída não trará um corte radical nas relações com Continente Europeu. Manter-se-ão os regulamentos no comércio, assim como os produtos e serviços terão de continuar a obedecer às regras da União. Previsivelmente, o Reino Unido perderá a sua influência ao nível decisor da UE28.

São conhecidas situações de países que se mantiveram à margem da formação da União e que serão bons exemplos para a realidade que pode esperar o Reino Unido. Tanto a Noruega como a Islândia têm acesso ao mercado único através do Espaço Económico Europeu (EEE), dados os acordos existentes com os poucos países que ainda constituem a EFTA (Associação Europeia de Comércio Livre). E, de facto, o acesso tem um custo: estes países são obrigados a seguir as regras que regem o mercado único, sem terem participado na sua elaboração, para além de contribuírem para o orçamento comunitário. Têm ainda que aceitar a livre circulação de mão-de-obra da UE28. No caso da Suíça, existe um conjunto de acordos bilaterais de livre acesso de produtos e de alguns serviços (não pertence ao EEE). Mas, do mesmo modo, a Suíça tem igualmente de seguir as regras do mercado único, contribuir para o orçamento e aceitar o livre movimento de pessoas. Pode ser, por isso, uma falácia a questão da contribuição e dos benefícios retirados pelos britânicos, a que se junta a perda de influência política a nível internacional que é designado de regresso à soberania perdida por parte dos defensores do Brexit.

### O Tratado de Lisboa consagra no seu artigo 50º a possibilidade de qualquer estado-membro se retirar da União.

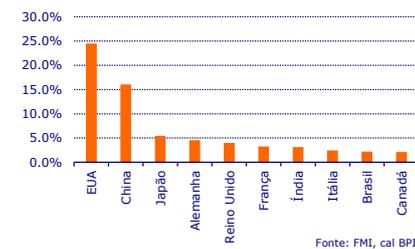
Embora fosse precursor, as condições de saída teriam de ser acordadas durante um período de dois anos, tendo em conta o que seriam as futuras relações entre as partes. Contudo, o processo seria liderado pela União e não se imagina um resultado favorável ao Reino Unido, já que teria de servir de exemplo aos outros estados. Outro aspecto seria a necessidade de se estabelecerem novos acordos bilaterais entre o Reino Unido e os parceiros comerciais, com os custos daí decorrentes (não teriam as vantagens de um espaço de comércio livre, nem tão pouco de acordos semelhantes aos existentes entre a União com terceiros).

## Cenário económico

**De acordo com a informação disponível no FMI, a economia britânica é a quinta maior do mundo, representando o seu PIB 4.0% do PIB mundial, e a segunda maior da União Europeia.** A sua quota de mercado nas exportações mundiais de bens e serviços é de 3.6%, representando cerca de 27% do PIB britânico. Os dados relativos às exportações de bens e serviços revelam que as vendas ao exterior de bens representam 56% do total exportado e as de serviços 44%. E a comparação internacional põe em evidência a importância das exportações de serviços britânicas no comércio mundial. A nível mundial, o Reino Unido destaca-se também na captação de Investimento Estrangeiro, sendo que em 2014 foi o quarto maior receptor de IDE, captando 5.9% dos fluxos (entradas), e a segunda maior economia em termos de *stock* de IDE, com 6.4% do IDE mundial.

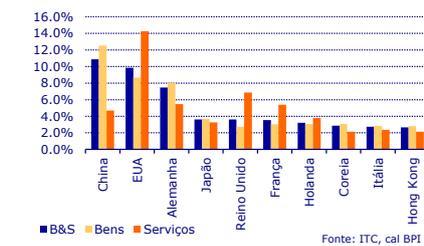
### PIB das maiores economias mundiais (2015)

(% do PIB mundial)



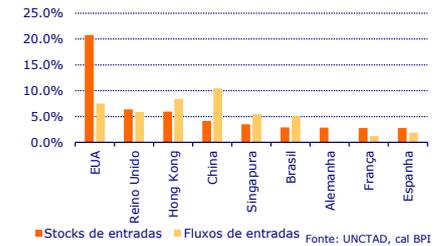
### Exportações de bens e serviços (2014)

(quota de mercado)



### Maiores receptores de IDE (2014)

(quota de mercado)



**Na eventualidade de uma saída do Reino Unido da União Europeia, a maioria das casas de *research* e os principais organismos internacionais consideram que será ao nível do comércio internacional e dos fluxos de investimento que o Reino Unido terá mais a perder.** Dependendo, no entanto, a dimensão das perdas dos acordos que vierem a ser estabelecidos no período pós Brexit. Todavia, conforme o quadro abaixo, verifica-se que o impacto no crescimento é consideravelmente incerto, dependendo em grande parte do foco principal da análise realizada por cada organismo, devendo, por isso, as quantificações dos impactos serem analisadas de forma cautelosa.

### Estimativas de impactos da saída do Reino Unido da União Europeia

Estudo	Impacto (% do PIB)	Objectivo do estudo
NIESR (2004), Pain & Young	-2.25%	Queda atribuída parcialmente à redução do IDE
Comissão Europeia (2002)	-1.80%	Impacto no PIB da UE relacionado com o mercado único
Gasiorek et al (2002)	-2.00%	Perda de bem-estar relacionada com saída da união aduaneira
US International Trade Commission (2000)	0.00%	Impacto da saída da UE e inclusão no Tratado Norte-Americano de Livre Comércio
CEP (2014), Ottaviano et al.	-1.1 a -3.1%	Impacto depende de diferentes hipóteses para a evolução dos custos comerciais, sendo que o impacto mais elevado considera efeitos dinâmicos
IOD (2000), Leach	1.75%	0.5% de benefícios da união aduaneira compensados pela redução de custos fiscais e regulamentares
IEA (2005), Minford et al.	+3.2% a +3.7%	Inclui custos de regulação
Open Europe (2015)	-2.2% a +1.6%	Pior cenário inclui "hard Brexit"; melhor cenário inclui alívio de regulação
UBS	-0.6% a -2.8%	Comércio de bens (-0.2/-1.5%); Comércio serviços (-0.2/-0.7%); Sector financeiro (-0.5/-1.0%); Mobilidade laboral (0.0/-0.2%); Fiscal (0.3/0.6%)
MSCI (2015)	-2.2% a -4.3%	Impacto no comportamento dos activos financeiros

Fonte: UBS, MSCI.

Os estudos que estimam perdas mais acentuadas focam-se sobretudo na análise do comércio internacional e do Investimento Directo Estrangeiro e, tendencialmente, excluem a possibilidade do Reino Unido assinar acordos bilaterais semelhantes àqueles em vigor no mercado único.

**No campo do comércio internacional é importante ter em conta que o Reino Unido detém uma importante quota de mercado nas exportações de serviços – segundo maior exportador de serviços a seguir aos EUA – sendo que a saída da União Europeia poderá revelar-se desfavorável, na medida em que o comércio na área dos serviços é menos aberto do que o de bens.**

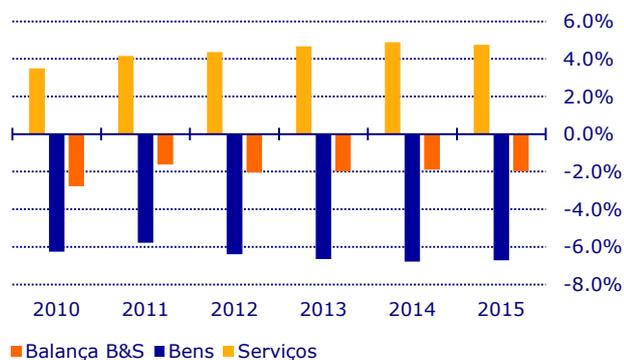
Ainda no que se refere ao comércio internacional, os custos em que o Reino Unido poderá incorrer relacionam-se com o facto da eventual implementação de tarifas alfandegárias implicar perda de competitividade dos produtos britânicos. De facto, a

**OPINIÃO**

União Europeia é um importante parceiro comercial do Reino Unido, absorvendo 47% das exportações de bens, destacando-se as vendas para a Alemanha (10.7% do total exportado), Irlanda (5.9%) e Holanda (6.1%), que no seu conjunto superam as vendas para os EUA (16.6%). Adicionalmente, o custo nos bens importados poderá também ser afectado, na medida em que as importações da União Europeia superam em larga medida as exportações do Reino Unido.

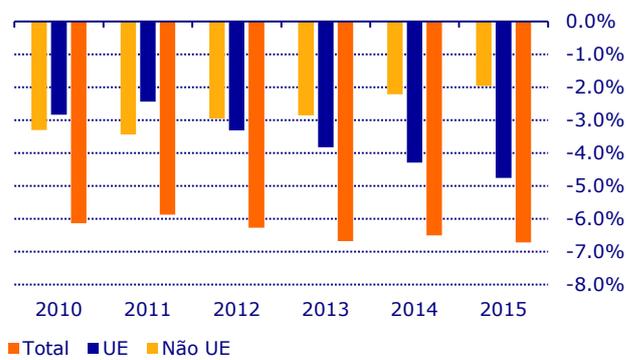
**Balança de bens e serviços**

(% do PIB)



**Balança comercial de bens**

(% do PIB)



Todavia, importa ter presente que os impactos no comércio internacional estarão muito dependentes dos acordos assinados no período pós saída. Note-se que, de acordo com o Tratado de Lisboa, um membro da União Europeia que decida abandonar a UE tem dois anos para negociar a sua saída, podendo até lá, negociar acordos comerciais ou outros, nomeadamente ao nível da circulação de pessoas, facilitando a contratação de não residentes por parte das empresas britânicas.

**É neste sentido que aponta a agência de rating Moody's, considerando que o impacto será moderado, reflectindo a expectativa de que na sua maioria os acordos comerciais a assinar entre as partes manter-se-ão idênticos aos actuais.** A Moody's não quantifica o efeito da saída, mas analisa os principais impactos por sector que a eventualidade de uma saída da UE poderá ter nos diversos sectores industriais britânicos, como se pode observar no quadro abaixo.

**Tipo de exposição por indústria a um cenário de saída do Reino Unido da União Europeia**

Comércio Internacional	Regulação	Migração	Investimento
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ind. Automóvel (RU exporta 40% da produção automóvel para a UE.);</li> <li>- Moodys considera que RU e UE têm incentivos à manutenção do livre comércio neste sector.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sector das <i>utilities</i> pode beneficiar com diminuição de restrições resultante da regulamentação europeia.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Na última década o nº de não residentes oriundos de países da UE praticamente duplicou, representado 6.5% da força de trabalho;</li> <li>- Cenário de saída poderá implicar custos laborais mais elevados. Os sectores mais afectados serão produção alimentar, serviços, retalho, educação, habitação, aéreo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Entradas de IDE podem ser desviadas para outros destinos. O RU é considerado uma importante porta de entrada de investidores na UE, pelo que cenário de saída implica alteração desta perspectiva;</li> <li>- Sectores mais afectados serão o sector automóvel, sector imobiliário, media.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sectores das manufacturas, portuário e petrolífero podem ser afectados por alterações no regime tarifário e nas cadeias de fornecimento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Telecomunicações</li> <li>- Companhias aéreas</li> <li>- Farmacêuticas</li> </ul>		

Fonte: Moody's.

**No que respeita ao Investimento Directo Estrangeiro é de salientar o facto de o Reino Unido ser um dos principais países receptores, beneficiando de factores comparativamente mais favoráveis face a outros países europeus, como sejam um mercado laboral mais flexível, regulamentação e legislação menos rígidas e, por fim, o factor língua.** Todavia, no caso de saída da UE, não será de excluir uma eventual redução dos fluxos de IDE, pelo menos numa primeira fase até que se definam de forma clara quais as alterações regulamentares, comerciais e de políticas migratórias.

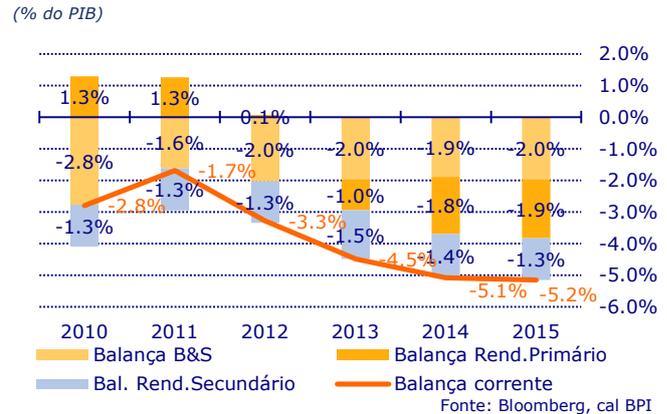
Neste campo refere-se a análise da UBS que considera que o risco para as entradas de IDE num cenário de saída da UE é significativo, na medida em que algum do investimento poderá ser direccionado para outros países, admitindo, inclusivamente, redução do *stock* de investimento estrangeiro, pois algumas das posições actualmente existentes poderão ser alienadas. Segundo esta casa de *research*, o sector financeiro, que absorve 25% do IDE no Reino Unido, e o sector das manufacturas, que absorve 20% do IDE total, são os mais vulneráveis, na medida em que a introdução de barreiras poderá afectar a actividade e comercialização dos produtos. Todavia, chama a atenção que este é um cenário incerto, recordando que quando o Reino Unido decidiu não aderir à moeda única se colocou uma questão idêntica, que, no entanto, não se verificou. Outros sectores com forte exposição a investimento estrangeiro são o da informação e comunicação (16% do total), mas o facto da sua actividade se destinar essencialmente ao mercado doméstico não deverá afectar sobremaneira as decisões dos investidores; e o da indústria

extractiva (10% do total), cujas decisões de investimento, são principalmente determinadas pelos preços dos bens energéticos.

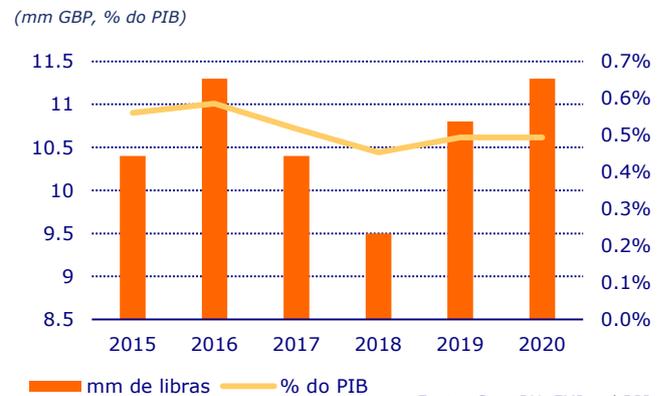
A evolução dos fluxos de IDE tem vindo a reflectir-se no andamento da balança corrente, cujo saldo entre 2011 e 2015 se deteriorou 3.5 pontos percentuais, situando-se no último ano em 5.2% do PIB. Com efeito, como se observa graficamente, este movimento reflecte a deterioração da balança de rendimentos. O FMI refere que esta evolução traduz rendimentos mais baixos de IDE de residentes no estrangeiro do que aqueles gerados por IDE de não residentes no Reino Unido, e a redução da taxa de imposto sobre as empresas de 30% para 21% em 2015, favorecendo a repatriação de capitais por parte de investidores residentes em detrimento de reinvestimentos no estrangeiro, da mesma forma que terá funcionado como um incentivo à entrada de novos investimentos. Ainda segundo o FMI, vários factores mitigam os riscos relacionados com o défice da conta corrente do Reino Unido, contudo a sua dimensão justifica monitorização.

Embora a maioria dos estudos apontem para que os impactos sejam primordialmente negativos, é evidente no quadro 1 a existência de organismos que estimam um benefício para o Reino Unido associado à saída da União Europeia. Na sua maioria, o foco destes estudos assenta nos ganhos que o Reino Unido obterá ao nível da redução da regulamentação e das poupanças fiscais no caso de Brexit.

### Evolução da balança corrente



### Estimativa de transferências do Reino Unido para instituições da UE



## Os efeitos do Brexit na economia britânica

### Principais indicadores económicos

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB p.correntes (mil milhões de GBP)	1,481.0	1,518.7	1,482.1	1,558.4	1,617.7	1,655.4	1,713.1	1,791.9	1,856.4	1,931.2	2,011.1	2,098.5	2,188.4	2,288.2
PIB, taxa de crescimento real	2.6	-0.3	-4.3	1.9	1.6	0.7	1.7	3.0	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1
PIB per capita p.correntes (GBP)	24,283.5	24,734.9	23,986.0	25,029.2	25,561.8	25,985.2	26,731.1	27,777.2	28,587.3	29,535.1	30,553.0	31,667.2	32,810.3	34,088.6
Output gap em percentagem do PIB potencial	3.5	1.7	-2.2	-1.9	-2.5	-3.0	-2.7	-1.4	-0.7	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Investimento total em % do PIB	19.0	18.0	15.0	16.3	16.3	16.3	17.0	17.8	17.5	17.7	18.0	18.3	18.7	18.8
Poupança nacional bruta em % do PIB	16.3	14.3	12.3	13.7	14.6	12.6	12.5	11.9	12.8	13.4	14.5	15.6	16.4	16.6
Taxa de inflação média	2.3	3.6	2.2	3.3	4.5	2.8	2.6	1.5	0.1	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0
Importações de bens e serviços, taxa de crescimento real	-0.8	-1.8	-9.8	8.7	1.0	3.1	1.4	2.4	5.3	4.1	3.7	3.6	3.6	3.8
Exportações de bens e serviços, taxa de crescimento real	-2.1	1.6	-8.2	6.2	5.6	0.7	1.5	0.5	6.6	4.0	4.0	4.0	4.0	3.5
Taxa de desemprego	5.4	5.7	7.6	7.9	8.1	8.0	7.6	6.2	5.6	5.5	5.4	5.4	5.5	5.6
Saldo orçamental em % do PIB	-3.0	-5.1	-10.8	-9.7	-7.6	-7.8	-5.7	-5.7	-4.2	-2.8	-1.6	-0.8	0.0	0.1
Saldo orçamental estrutural em % do PIB	-5.4	-6.7	-9.7	-8.0	-5.8	-5.6	-3.6	-4.3	-3.6	-2.5	-1.5	-0.7	0.0	0.1
Saldo primário em % do PIB	-1.3	-3.6	-9.4	-7.2	-4.9	-5.4	-4.4	-3.8	-2.6	-1.1	0.3	1.2	1.9	2.0
Dívida pública em % do PIB	43.6	51.8	65.8	76.4	81.8	85.8	87.3	89.4	88.9	88.0	86.7	84.6	81.3	77.8
Saldo da conta corrente em % do PIB	-2.7	-3.7	-2.8	-2.6	-1.7	-3.7	-4.5	-5.9	-4.7	-4.3	-3.5	-2.7	-2.3	-2.2

Fonte: FMI.

Neste capítulo apresentamos de forma mais detalhada as consequências que a eventual ocorrência de saída do Reino Unido da União Europeia terá em vários aspectos da economia britânica, estando estes efeitos dependentes do modelo de separação negociado. Há cinco potenciais caminhos que o Reino Unido pode tomar depois do Brexit, e os efeitos económicos (nas exportações, na regulação, na city, no IDE e na imigração) dependerão da escolha posterior dos decisores políticos.

### Há cinco modelos para a relação entre o Reino Unido e a União Europeia após o Brexit:

**1. Saída da União Europeia, com manutenção da ligação através do Espaço Económico Europeu, ao estilo da Noruega.** Neste cenário, o país manteria completo acesso ao mercado único, tendo também de cumprir as suas regras, em termos de regulação e *standards* de qualidade. Perderia, no entanto, qualquer influência sobre a determinação destes. Além disso, não poderia impor mais restrições à imigração, tendo também de fazer ainda uma contribuição substancial para o orçamento da UE.

## OPINIÃO

**2. União aduaneira, com um acordo semelhante ao da Turquia.** O Reino Unido não enfrentaria tarifas aduaneiras, mantendo ainda algumas das regras europeias do mercado de produtos. Ainda assim, não seria garantido completo acesso a todos os sectores. O país teria de aplicar as tarifas aduaneiras externas comuns à UE. Não seria garantido o acesso aos mercados terceiros.

**3. Aplicação de Zonas de Livre Comércio, tanto com a UE, como com outros países.** O Reino Unido seria livre de negociar acordos de livre comércio com os países que desejasse, ganhando flexibilidade e independência na sua política de comércio internacional. Ainda assim, seria provável que, para atingir tal acordo com a UE, o Governo britânico teria que sujeitar-se a muitas das regras e regulações da UE.

**4. Acordos bilaterais para sectores específicos, tal como feito actualmente pela Suíça.** A UE e o Reino Unido chegariam a vários acordos sectoriais, podendo cada uma das partes escolher os sectores nos quais um acordo seria vantajoso. Este cenário poderia envolver poucos sectores exactamente devido ao carácter específico desta negociação.

**5. Ausência de qualquer acordo, relação regulada pelas regras da Organização Mundial do Comércio.** Desta maneira, o Reino Unido teria total independência quanto às regras e regulações económicas internas, embora uma completa divergência regulatória poderia prejudicar o comércio de bens e, especialmente, de serviços.

**Considerando a actual relação de comércio internacional e regulação comum entre o Reino Unido e a UE, podem seguramente haver efeitos ao nível da actividade económica de exportações e nos sectores com normas comuns à UE. Também o sector financeiro londrino poderá sofrer, juntamente com as perspectivas para o IDE com origem na UE e a competitividade dos sectores com uma alta componente de trabalhadores provenientes da comunidade europeia.**

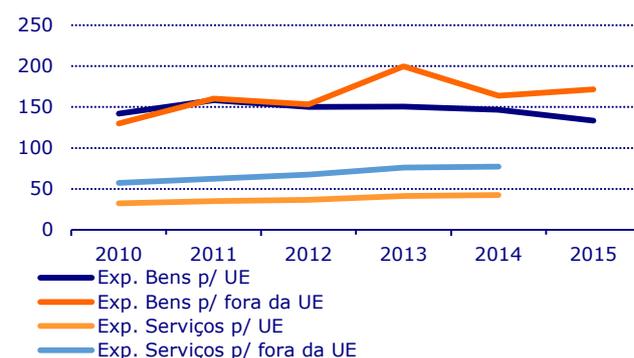
**Em 2014, com 146.7 mil milhões de libras em exportações de bens e 42.5 mil milhões de libras em exportação de serviços para a UE, a comunidade europeia foi destino de, respectivamente, 47.2% e 35.5% dos bens e serviços britânicos.** Quanto ao saldo comercial face à UE, este foi negativo em 74.7 mil milhões de libras nos bens e positivo em 24.6 mil milhões de libras nos serviços.

**Dentro dos 10 principais destinos de exportações de bens e serviços britânicos, 7 são da União Europeia, sendo os E.U.A., a Suíça e a China as únicas excepções.** Estes 10 principais destinos somam 49.3% do total de exportações britânicas, e, dentro destes 10 destinos, a componente da UE corresponde a 58.7%. Dependendo do cenário após a saída, as trocas com a UE poderiam ser afectadas de diferentes maneiras. Apenas no cenário 5 seriam aplicadas tarifas em todas estas exportações: nesse caso, as exportações britânicas para a UE perderiam competitividade, e sofreriam uma diminuição, com a sua substituição por outras em competição directa nos vários sectores. Em particular, o sector automóvel, farmacêutico, aeroespacial, maquinaria, alimentação e tabaco poderiam sofrer bastante, dado a percentagem da produção destes bens exportada para a UE. Nos serviços, o sector financeiro seria o mais afectado, algo explorado mais à frente em detalhe. Todavia, é quase certo que o Reino Unido negociaria com a UE de maneira a manter o acesso a estes vários mercados, entre outros. Ainda assim, não é certo que estas negociações sejam concluídas no prazo de 2 anos após o pedido de saída da UE, altura na qual deixam de vigorar os tratados Europeus em relação ao Reino Unido. Em especial, nos cenários 3 e 4, seria provável que a extensão das negociações se prolongasse para além deste prazo, levando a possíveis condicionamentos temporários no comércio entre o Reino Unido e a UE.

**Mais importante que isso, segundo a Bruegel, apenas 15% do total de comércio externo britânico não é com a UE ou países com os quais a UE tem acordos aduaneiros.** Apesar de ser pouco provável que a economia britânica não viesse a assinar acordos com estes países e enfrentasse barreiras aduaneiras para toda esta quantidade de comércio externo, no caso de um eventual Brexit, tal como o futuro acordo com a UE, todos estes acordos existentes (com mais de 50 países diferentes) teriam de ser renegociados. Além disso,

## Comércio de bens e serviços por destino

(Mil milhões de libras)



Fonte: ONS, HMRC, Overseas Trade Statistics

## Principais destinos das exportações de bens e serviços britânicos

Milhões libras

	2014	Peso
Estados Unidos	87,983	13.8%
Alemanha	43,301	6.8%
Países Baixos	34,119	5.4%
França	30,600	4.8%
Rep. Irlanda	27,857	4.4%
Suíça	22,850	3.6%
China	18,721	2.9%
Bélgica	17,250	2.7%
Itália	16,292	2.6%
Espanha	14,581	2.3%
Total	636,571	-
Total 10 principais destinos	313,554	49.3%

## Parte europeia dos 10 principais destinos de exportação

UE	184,000	58.7%
----	---------	-------

Fonte: ONS, cálc. BPI

a UE tem também negociações abertas com cerca de 70 países, negociações que começariam do início para o Reino Unido. Como eventual consequência positiva, a ausência das fortes preocupações proteccionistas no sector agrícola da UE poderia dar alguma flexibilidade ao Reino Unido nas negociações de futuros acordos de livre comércio, permitindo no médio/longo-prazo condições mais favoráveis no comércio internacional. Porém, o facto de ser um bloco económico mais pequeno significaria que seria um parceiro menos prioritário a ter, nesse tipo de acordos.

**Haveria também implicações ao nível da regulação e normas nos mercados de produto, embora seja pouco provável que estas sejam bastante significativas.** Nos mercados de produtos e serviços transaccionáveis, a actual preferência da UE pela harmonização no que toca a acordos aduaneiros, em detrimento do mútuo reconhecimento de normas, faz com que, ou o Reino Unido seja forçado a manter as actuais regras, ou as empresas exportadoras tenham de cumprir requisitos diferentes em mercados diferentes, o que certamente aumentaria os custos das exportações britânicas. Por outro lado, quanto aos sectores regulados e à legislação concorrencial, o mais provável é que o Brexit leve a uma mudança nos regimes de regulação e concorrência, com devolução de alguns poderes (por exemplo, as fusões e compras deixariam de estar sujeitas à revisão por parte da Comissão Europeia), mas que as regulações em si permaneçam semelhantes, já que o objectivo geral destas políticas (assegurar concorrência saudável) se manterá.

### A importância da praça financeira londrina

**Uma das questões mais focadas em termos de análise às consequências do Brexit prende-se com a situação da praça financeira londrina, que tem uma posição dominante ao nível da globalidade dos mercados e que corre o risco de perder essa hegemonia para as restantes praças espalhadas pelo mundo.** De facto, é significativamente forte a importância de Londres como centro financeiro global. A capital britânica tem uma quota de quase 50% em determinados segmentos dos mercados financeiros.

Peso de países (praças) relevantes nos mercados financeiros								
	R. Unido	França	Alemanha	Itália	Japão	Singapura	Hong Kong	EUA
<b>-Em % da globalidade dos mercados</b>								
derivados de taxa de juro/volume (dez '13)	48.9%	7.3%	3.7%	0.9%	2.4%	1.3%	1.0%	22.8%
operações cambiais/volume (dez '13)	40.9%	2.8%	1.7%	0.4%	5.6%	5.7%	4.1%	18.9%
transacções de estrangeiros no mercado de acções norte-americano (final '14)	20.1%	5.6%	1.1%	-	0.9%	-	1.2%	-
receitas de prémios líquidos de seguros marítimos ('13)	26.0%	4.0%	4.0%	-	7.0%	-	-	5.0%
activos em hedge funds (final '13)	18.0%	1.0%	-	-	2.0%	1.0%	1.0%	65.0%
mercado accionista global/transacções em volume (final de '14)	5.1%	2.1%	2.0%	1.7%	7.8%	0.3%	2.3%	41.5%
<b>-Em % dos mercados europeus</b>								
emissões de titularizações (final '15)	21.4%	8.1%	21.2%	15.0%	0.3%			
investimento em fundos de activos financeiros (final de '13)	24.0%	22.0%	17.0%	3.0%	-			

Fonte: BIS, EFAMA, SIFMA, The City UK.

Nas operações de derivados de taxa de juro, Londres detém 49% do mercado global, enquanto nas operações cambiais a quota é de 41%, que compara com as quotas totais dos EUA de 23% e 19%, respectivamente no mesmo tipo de mercados. Esta praça é igualmente a mais importante no que respeita à transacção de acções das bolsas norte-americanas fora do território dos EUA (20%). As restantes praças europeias representam, em termos comparativos, pequenas percentagens ao nível da globalidade dos mercados. No que respeita ao espaço europeu, Reino Unido e Alemanha têm a maior quota (21% cada) no caso das titularizações. No investimento em fundos de activos financeiros, o Reino Unido (Londres) lidera com uma quota de 24%, seguindo-se a França com 22% e a Alemanha com 17%.

**Em termos gerais, a praça de Londres acumulou nas últimas duas décadas uma substancial importância ao nível das transacções de produtos e serviços financeiros à escala mundial. Com efeito, 30% do negócio financeiro do Reino Unido é efectuado no espaço da UE28, enquanto os restantes 70% é estabelecido com o resto do mundo.**

Nos últimos anos, as relações financeiras com os países da União foram intensificadas e, de facto, não existe uma percepção exacta das consequências do Brexit no curto e no médio prazo. Acredita-se que, de imediato, as consequências serão residuais, dada a autonomia e importância conquistada no negócio financeiro ao longo dos últimos anos. Tudo dependerá de como serão as novas relações entre o Reino Unido e a UE28 pós Brexit. O Reino Unido poderá escolher um tipo de relação estilo Noruega, e aderir à Área Económica Europeia (AEE) com acesso ao mercado único. E estaria sob a jurisdição da EFTA (Associação Europeia de Comércio Livre), que aplica as leis europeias a quem pertence à AEE, mas que se encontra fora da UE28 (neste caso não haveria influência directa do Reino Unido). A alternativa seria o estabelecimento de acordos de comércio livre bilaterais, que garantiria o acesso a determinados mercados mais específicos e a protecção de outros. Acredita-se que as regras que norteiam o funcionamento da City continuariam a ajudar a manter a sua posição cimeira.

Grande parte da actividade financeira de Londres é conduzida com vista à exportação de serviços financeiros para a União Europeia, quer pela actividade de bancos britânicos na comunidade europeia, quer pela presença de bancos extra-

**OPINIÃO**

comunitários em Londres apenas para esse fim. Esta possibilidade é permitida essencialmente pelo chamado direito de “*passporting*”, que faz com que qualquer banco estabelecido num estado-membro do Espaço Económico Europeu tenha direito a providenciar serviços bancários em qualquer outro estado-membro do mesmo espaço. Assim, em todos os cenários menos no 1, não é garantido que esse direito seria mantido ao Reino Unido, uma preocupação que é apenas reforçada pela recusa da União Europeia em dar esse direito à Suíça, onde as restrições técnicas invocadas parecem ter fundo político por trás. Ainda assim, o Reino Unido poderia negociar acordos para manter acesso em determinados tipos de serviços. Contudo, mesmo perdendo o “*passporting*”, não é provável que a *city* perca o estatuto como centro financeiro global. Se por um lado as regras de Basileia tendem a evitar grandes divergências regulatórias entre os vários mercados bancários, por outro o ambiente legal e de regulação bancária britânico, conjugado com o ecossistema de recursos humanos altamente qualificados e internacionais presentes na *city* fazem com que as condições favoráveis em Londres não sejam facilmente replicáveis noutro local. A decisão, após 10 meses de estudo, do HSBC, de manter a sua sede em Londres independentemente do resultado do referendo, ilustra bem a atractividade da *city*. O banco alertou, ainda assim, que caso o resultado seja positivo, parte da actividade poderia ser deslocada para Paris, fazendo depender quão significativa seria essa deslocação do acordo posterior conseguido para a *city*.

**Os efeitos no sistema bancário e segurador**

**Também ao nível do sistema bancário britânico é notória a importância da praça londrina, já que muitas empresas e particulares usam os bancos estabelecidos em solo inglês (muitos são bancos de investimento de origem não-britânica) para as suas actividades financeiras na *City*.** E, por isso, em inquéritos recentes, é referido que a melhor opção em termos de competitividade de Londres como centro financeiro é a sua permanência na União.

O Reino Unido encontra-se significativamente integrado no sistema financeiro europeu. Segundo um estudo da Global Counsel, nos 15 principais estados-membros da União, a banca britânica está exposta em cerca de \$880 mil milhões, representando a maior parte crédito às famílias e empresas, para além de alguma dívida soberana e empréstimos interbancários. Inversamente, os bancos europeus têm uma exposição ao Reino Unido de mais de \$1.7 biliões no total (fonte Deutsche Bank). Neste caso, seria oneroso para os bancos europeus mudar a actividade bancária para fora da praça londrina. De facto, com o Brexit, a maioria dos bancos europeus que mantém grande dinâmica em operações financeiras na *City* pode ver aumentar os seus custos de actividade.

Mas no contexto do impacto nos bancos sediados no Reino Unido, assim como aqueles que têm representações ou balcões (por maior ou menor que seja a rede), a agência de notação Moody’s prevê que o Brexit não traga consequências negativas substanciais. No curto prazo, é previsível que aumente a volatilidade nos mercados financeiros e que os preços de alguns activos pudessem vir a ter rentabilidades mais baixas devido ao aumento dos custos de financiamento das operações, embora se acredite que o Banco de Inglaterra estivesse atento e pusesse em prática planos de contingência de cedência de liquidez de emergência, caso fosse necessário.

Se o Brexit trazer um impacto negativo no PIB (como se espera, por mais reduzido que seja), este pode-se reflectir na procura global de crédito bancário, pesando sobre as margens e receitas dos bancos. Mas uma redução no acesso ao mercado único, incluindo restrições dos bancos no que respeita à actividade no espaço da UE28, faria aumentar os custos das operações e, igualmente, os lucros dos bancos nas ditas transacções transfronteiriças. Poderiam ocorrer alterações ao nível de capital e de liquidez, com o Banco de Inglaterra a impôr a constituição de um maior volume de reservas. De facto, para a Moody’s, num quadro económico mais fraco, o impacto do Brexit nos bancos e sociedades financeiras nacionais seria curto, reflectindo-se principalmente nas questões de financiamento e de rentabilidade.

**A Moody’s está a prever que o Brexit tenha um efeito modesto no sector segurador do Reino Unido, tanto a nível financeiro como de actividade.** Mais uma vez, uma envolvente macroeconómica mais fraca poderia limitar a evolução económica deste sector. De facto, poderia-se esperar uma menor procura destes produtos, particularmente seguros de propriedade ou contra acidentes, mas especialmente os não-obrigatórios como os seguros de vida ou de saúde. Contudo, os efeitos seriam pequenos. Segundo a Moody’s, a questão principal prende-se com o impacto imediato da volatilidade nos mercados logo após a decisão de saída. Nesse caso, será de prever que o aumento da volatilidade afectaria o valor das carteiras de activos das seguradoras e a falta de uma gestão mais activa poderia levar à deterioração da situação financeira das empresas. A volatilidade da libra também poderia causar alguns constrangimentos, nomeadamente ao nível das empresas não sediadas no Reino Unido, na altura da repatriação dos lucros.

Considerando o cenário mais negativo, os novos acordos bilaterais poderiam não permitir que seguradoras britânicas operassem no espaço da UE28, limitando o negócio e gerando problemas administrativos e maiores custos para as companhias (os contactos com as restantes seguradoras europeias seriam mais difíceis e burocráticos). Contudo, a realidade é a existência de grupos seguradores com grande experiência nos contactos com subsidiárias e outras companhias fora do espaço europeu. Por isso, acredita-se que a adaptação seria rápida. É, igualmente, um mercado muito regulado e, à medida que o Brexit progredisse, avançando para acordos bilaterais, seria expectável alguma divergência (as leis britânicas são menos limitativas comparativamente à legislação de Bruxelas).

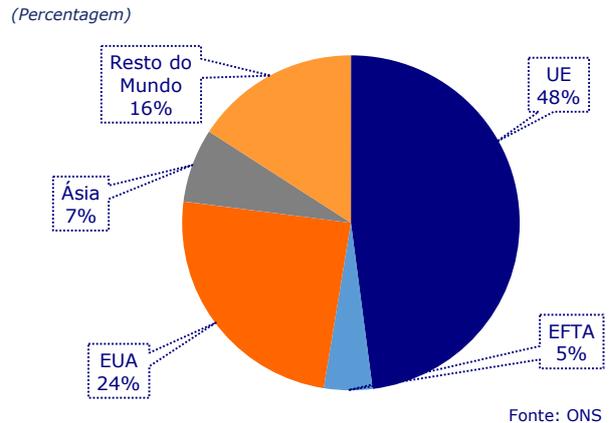
**Outros efeitos poderiam ser sentidos no movimento de IDE de outros países no Reino Unido, em consequência das perturbações anteriormente referidas, por um lado, nos sectores que exportam para a UE, e por outro lado, no sector financeiro.** Assim, em ambos os casos a dimensão dos efeitos negativos iria depender essencialmente do futuro acesso do Reino Unido aos mercados europeus. Por outro lado, a saída da UE significaria o fim da aplicação da Directiva *Parent-subsidiary*, uma norma europeia que impede a dupla taxação de dividendos nos casos em que a empresa *holding* tenha uma subsidiária num estado-membro diferente. Este factor é especialmente importante no caso do Reino Unido, que, de acordo com o governo britânico, alberga metade das sedes europeias de empresas extra-comunitárias, mais do que a Alemanha, França, Suíça e Holanda juntas. Assim, a não ser que haja uma negociação para manter essa prerrogativa, o Reino Unido terá que renegociar os seus acordos de prevenção de dupla taxação com todos os países da UE. Ainda assim, o país manterá a atractividade por outros factores, nomeadamente a língua, o ambiente de negócios e sistema legal favoráveis ao investimento.

**Finalmente, poderão haver efeitos significativos ao nível da restrição à imigração no Reino Unido.** É importante ressaltar que nos cenários 1 e 3, o país estaria ainda sujeito ao livre movimento de pessoas na Europa, que vigora também na Suíça e na Noruega. Caso contrário, o Reino Unido terá de reger os fluxos de imigração pelo actual sistema de pontos e escalões vigente para imigrantes extra-comunitários. Nesse caso, e no evento de as quotas para os vários escalões não serem suficientemente aumentadas para abranger os imigrantes vindos da UE, vários sectores poderão sofrer com uma menor disponibilidade e mobilidade de mão-de-obra qualificada. Mesmo com o aumento das quotas para permitir a mobilidade de trabalhadores qualificados, alguns sectores, tais como a produção alimentar, os serviços (em particular os serviços financeiros), e o sector universitário (este último sofrendo também por uma previsível redução no número de alunos, a não ser que se mantenha a actual equiparação entre alunos britânicos e provenientes da UE), poderão enfrentar problemas em termos de capacidade de atracção dos trabalhadores mais qualificados.

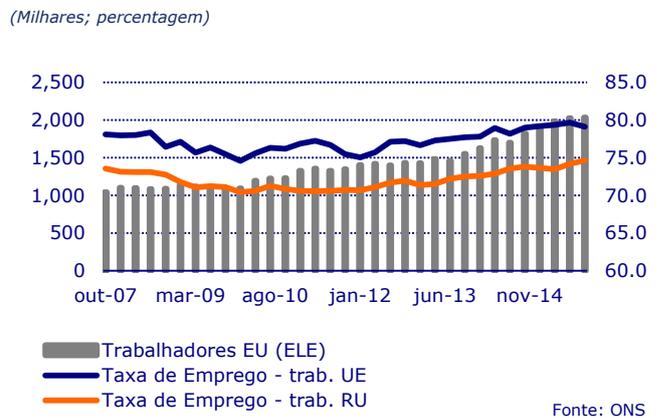
**Os efeitos imediatos associados à realização do referendo**

Para além dos impactos que poderão ocorrer na eventualidade de uma saída do Reino Unido da União Europeia, é de esperar que a economia britânica venha a ser condicionada até à data de realização do referendo a 23 de Junho, o que tenderá a reflectir-se num adiamento de decisões, sobretudo de investimento. Esta deterioração da confiança é já evidente no comportamento recente dos indicadores de actividade e de sentimento, e tenderá a agravar-se durante o segundo trimestre de 2016.

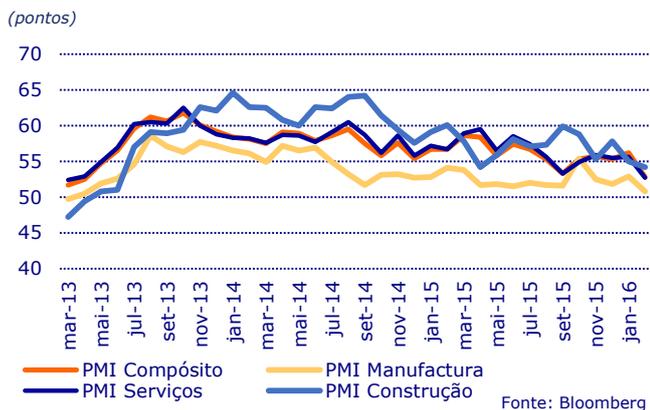
**Stock de IDE no Reino Unido por origem - 2014**



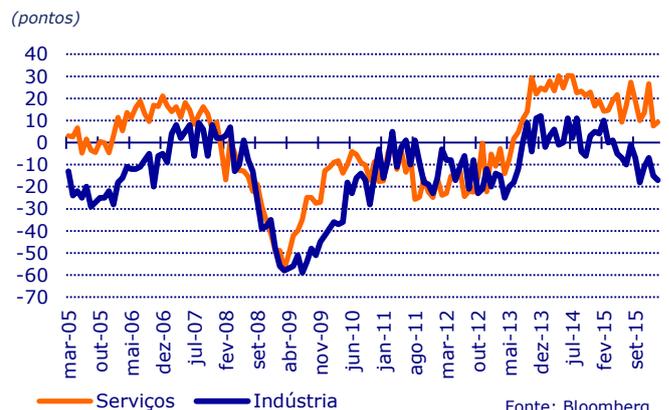
**Emprego de nacionais da UE no Reino Unido**



**Indicadores PMI**



**Indicador de confiança da indústria**



**OPINIÃO**

Num cenário a que actualmente se atribui maior probabilidade tendo em conta os resultados das sondagens, ie, de permanência do Reino Unido na UE, as estimativas são de que o Reino Unido continue a crescer acima de 2%.

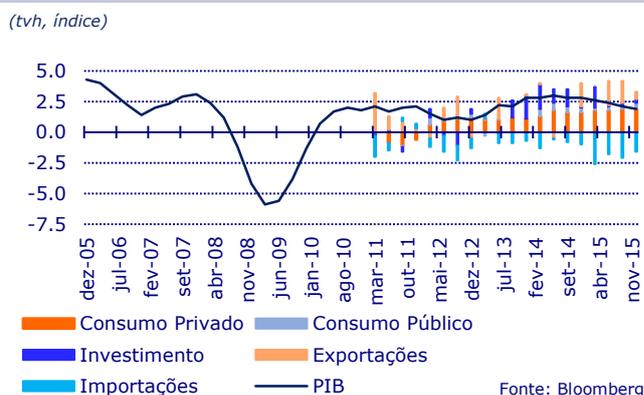
Por exemplo, o FMI estima que em 2016-17, a economia britânica registará ritmos de crescimento em torno de 2.2%, em linha com o observado em 2015, considerando para tal que a produtividade do trabalho manterá uma tendência de crescimento moderada, mas que a criação de emprego será mais moderada, tendo em conta os ganhos já obtidos neste mercado.

O ritmo de crescimento esperado pelo FMI é idêntico ao observado em 2015, ano em que a economia cresceu 2.3%, beneficiando de contributos particularmente favoráveis do consumo privado, mas também o investimento e as exportações. Com efeito, no ano passado, a despesa das famílias contribuiu com 1.9 pontos percentuais para o crescimento anual do PIB, o investimento contribuiu com 0.6 p.p. e as exportações com 1.1 p.p. Note-se que o Reino Unido tem vindo a apresentar uma trajectória de recuperação económica considerável, observando-se que após a forte contracção registada na sequência da crise financeira – em 2009 o PIB caiu 4.2% - a economia britânica registou um crescimento médio anual de 1.7% entre 2010-2013, tendo em 2014, registado um crescimento muito próximo de 3% (2.9%).

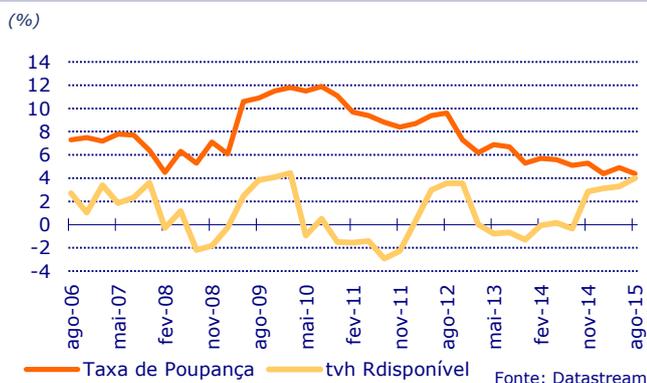
Em 2015 destacam-se os seguintes factores:

**. Consumo:** foi impulsionado pelo forte crescimento do rendimento disponível, que nos três primeiros trimestres de 2015 aumentou 3.5%, evidenciando ao longo do ano uma tendência de aceleração, associada ao crescimento dos salários. Em termos médios anuais, os salários aumentaram 2.4% em 2015, o que compara com 1.2% e 0.9% em 2014 e 2013, respectivamente. Em Janeiro de 2016, o ritmo de crescimento dos salários manteve-se acima de 2%. Este facto, associado à queda da taxa de poupança, continua a suportar perspectivas favoráveis para o andamento da economia britânica, contrabalançando, pelo menos parcialmente, os sinais de abrandamento do investimento e das exportações, reflexo do enfraquecimento da procura global.

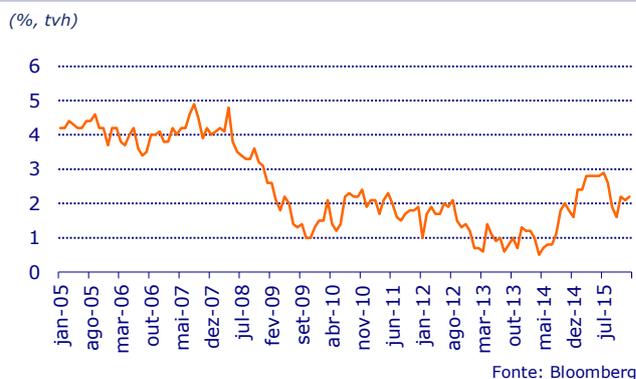
**PIB real - contributos para o crescimento homólogo**



**Evolução do rendimento disponível e tx. de poupança**



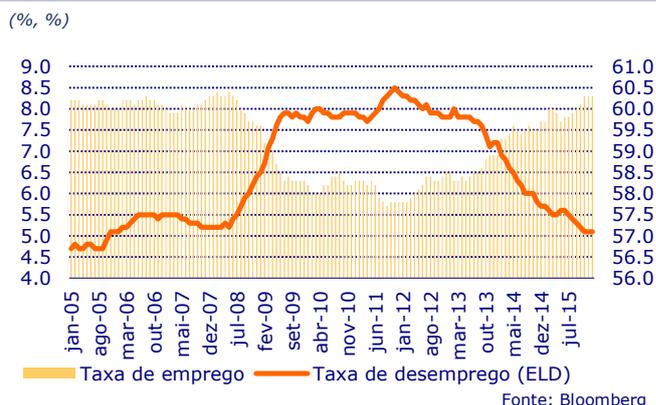
**Evolução dos salários (exclui bónus)**



**. Mercado de trabalho:** recuperou de forma considerável e a sua robustez tenderá a suportar uma evolução positiva do rendimento disponível das famílias e, conseqüentemente, do consumo. Graficamente é visível que tanto a taxa de desemprego como a taxa de emprego se situam próximo de mínimos e máximos dos últimos 10 anos, respectivamente. Em Janeiro, a taxa de desemprego situava-se em 5.1% e a taxa de emprego, medida como a percentagem de população em idade de trabalho empregada, em 60.3%.

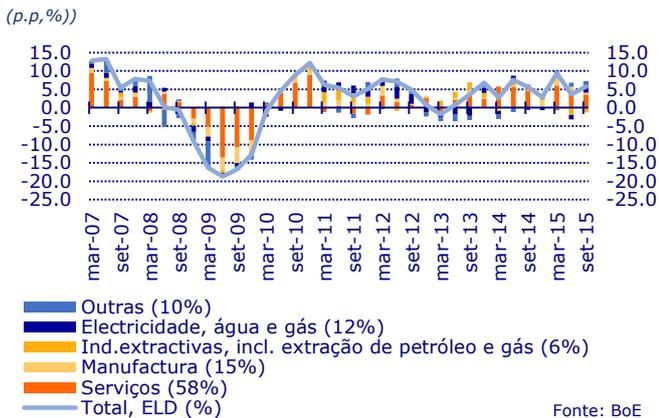
**. Outros factores de suporte do consumo em 2016 são:** a antecipação do pagamento de dividendos pelas empresas às famílias; o baixo preço do petróleo, cuja queda é, de acordo com o Banco de Inglaterra, responsável por um aumento de cerca de 25% do rendimento disponível.

**Mercado de trabalho - emprego e desemprego**

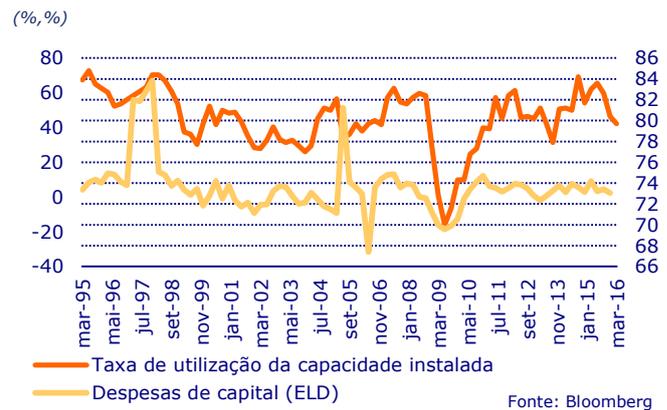


. **Investimento:** de acordo com o Banco de Inglaterra, o sector dos serviços foi o que mais contribuiu para a expansão das despesas de capital, seguida do sector de produção de electricidade, água e gás. Por seu turno, o sector das indústrias extractivas, que inclui a extracção de gás e petróleo tem vindo a contribuir de forma negativa, reflexo do adiamento de decisões de investimento dada a evolução dos preços dos bens energéticos. Segundo o Banco de Inglaterra, o investimento neste sector caiu cerca de 20% entre o segundo trimestre de 2014 e o terceiro de 2015. Neste sector, as perspectivas continuam a ser de quedas das despesas de capital, mas, ainda segundo o banco central, porque estas têm uma forte componente importada, tenderão a reflectir-se em menor crescimento das importações, contrabalançando, pelo menos parcialmente, o crescimento mais moderado do investimento. Em termos prospectivos, antecipa-se a possibilidade de que o investimento evolua de forma mais moderada, traduzindo o adiamento de decisões de investimento no sector energético e sinais de redução da taxa de utilização da capacidade instalada.

### Contributos para o crescimento do investimento



### Evolução da taxa de utilização da capacidade instalada e investimento



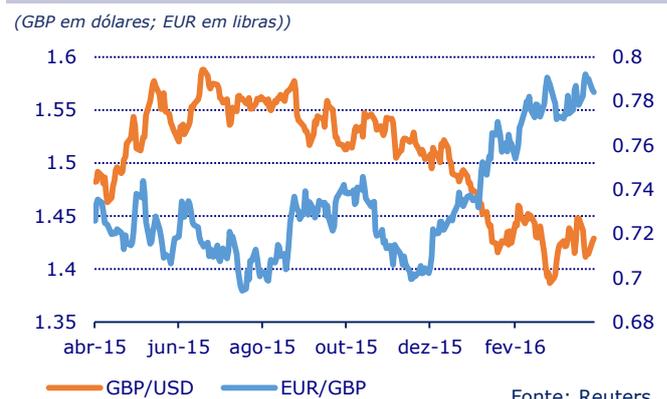
. **Exportações:** o contributo para a expansão do produto traduz o forte crescimento das exportações nos três primeiros trimestres de 2015. Mas nos últimos três meses do ano anterior, o ritmo de crescimento das exportações abrandou de forma significativa, o que associado ao comportamento das componentes que avaliam as perspectivas de evolução das exportações no indicador de sentimento do sector industrial e ao desempenho da procura esperada no inquérito ao sentimento no sector dos serviços, sugere menor contributo para o crescimento do PIB em 2016.

### Política cambial e monetária

À medida que a questão do Brexit foi tomando conta do espaço político no Reino Unido, e ser encarada cada vez mais como factor de mercado, a libra deixou de ser atractiva para investidores e operadores. De uma tendência de queda sistemática do EUR/GBP, que levou dois anos a construir (de 2013 a 2015), onde a esterlina era encarada como moeda de refúgio e chegou ao valor mínimo 0.6930 (Julho de 2015/apreciação máxima da libra), surgiu uma inversão que trouxe este câmbio para níveis próximo de 0.80 (valor máximo 0.7946 no final de Março de 2016). Ou seja, uma desvalorização da libra de 15% face ao euro. No caso do GBP/USD, o movimento vem do máximo 1.7191 (Julho de 2014) para o mínimo 1.3833 (fim de Fevereiro de 2016), o que significou uma depreciação da libra de perto de 20% em relação ao dólar. É certo que a pouca atractividade da libra ao longo dos últimos meses não resultou somente da discussão em torno do Brexit, reflectiu igualmente as hesitações da autoridade monetária em relação à mudança de política, que há muito é antecipada pelos mercados. Informações económicas decepcionantes também afectaram a percepção da necessidade da subida dos juros.

Mas este movimento geral de perda de valor da libra está a ser encarado de forma positiva pelas autoridades britânicas, já que os níveis anteriores mostravam-se limitadores de importação de inflação e retiravam competitividade externa aos produtos ingleses. No actual processo de relançamento económico parecem mais adequados os actuais níveis cambiais da libra. Com o Brexit, se o grau de incerteza for elevado, assim como o risco, é possível que no curto prazo se assista a um movimento de fuga de capitais que empurre a libra para níveis de grande debilidade (alguns bancos de investimento adiantam uma depreciação de mais 20% face aos actuais valores). O EUR/GBP e a GBP/USD passariam a ser transaccionados à volta de 0.95 e 1.15, respectivamente (no caso do EUR/GBP seria o máximo dos últimos 8 anos; no GBP/USD seria o valor mínimo em 30 anos). Na última reunião de governadores do Banco de Inglaterra (BoE), realizada em meados de Março, foi confirmado

### Evolução dos principais câmbios da libra



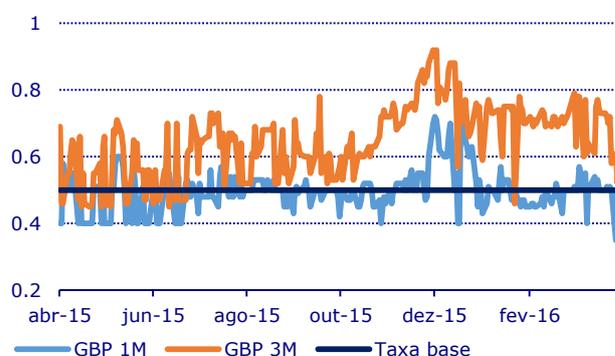
**OPINIÃO**

que a incerteza que envolve o Brexit já penalizou antecipadamente a libra, podendo igualmente retardar decisões de consumo e deprimir o crescimento de procura agregada no curto prazo.

**Desde o início de 2009 que a principal taxa de juro de referência do Banco de Inglaterra, a taxa base, se mantém nos 0.50%, valor mínimo histórico, mostrando que é um instrumento monetário praticamente imutável perante as alterações da realidade económica interna e externa, ocorridas nos últimos anos.** No entanto, o BoE pôs em andamento um programa de cedência de liquidez que está em vigor e que abrange 375 mil milhões de libras (perto de 480 mil milhões de euros). Na última reunião do BoE, o comité da política monetária decidiu, por unanimidade, deixar inalterada a taxa base, assim como programa de compra de activos. Com o Brexit, a autoridade monetária terá que analisar cenários e tendências económico-financeiras em presença e actuar em conformidade. É consensual que o BoE deverá adiar subida de taxas de juro durante um largo período (até 2017 ou início de 2018).

**Evolução da taxa base do BoE e GBP 1M e 3M**

(percentagem)



Fonte: BoE, Reuters

Com ou sem Brexit, sem haver uma pressão clara da inflação, acredita-se que o BoE manterá as actuais condições monetárias. Tanto a taxa de inflação global como a *core* (que exclui os preços da alimentação e da energia) mantêm-se bem abaixo do objectivo definido pelo banco central, nos 2%, enquanto a pressão de subida salarial se mostra contida. De acordo com o BoE, as actuais condições de política monetária são as apropriadas até que se façam sentir pressões inflacionistas, especialmente se a inflação *core* começar a subir ou o crescimento dos salários mostrar-se superior à evolução da produtividade (a libra mais fraca poderá dar uma ajuda). O banco central tem também dado indicações que o processo de normalização das taxas de juro deverá ser iniciado de forma gradual e que, a partir de determinado nível, o programa de *quantitative easing* deverá começar a ser reduzido.

**Conclusão**

A escolha sobre a permanência do Reino Unido na UE28 não será uma tarefa fácil para os britânicos. Têm de escolher entre o actual status quo, que resulta de um longo processo de integração europeia (embora sempre com alguma cautela por parte do Reino Unido) e o designado Brexit. Pensamos que nem a actual relação entre o Reino Unido e a UE28 é nefasta à evolução económica e social dos britânicos, nem o Brexit será o isolamento total da "ilha" ou o renascimento de um novo país, soberano e liderante, anti "continente". É certo que se prevê que o Brexit tenha implicações a todos os níveis, sendo difícil a sua total enumeração, tal como as referências às diferentes consequências nos diversos níveis temporais, no curto, médio ou longo prazo. Acreditamos que nem os políticos e nem as populações têm consciência total do que serão os efeitos do Brexit. Existem vários estudos e análises elaborados por instituições de referência que apontam vários cenários havendo, no entanto, receio da manutenção de uma prolongada incerteza económica e financeira. Nunca antes aconteceu uma saída da União, apesar de prevista nos tratados, adivinhando-se um processo longo e difícil, com várias etapas, já que a própria UE28 tem interesse que seja assinalado como se fosse uma excepção de contornos complexos.

O Reino Unido tem uma posição económica importante tanto ao nível europeu, como mundial, sendo uma referência no comércio e na captação de investimento. Será nestes pontos que o Reino Unido terá mais a perder. Por outro lado, a *City* é a mais importante praça financeira mundial, podendo perder o estatuto de centro financeiro global. Neste âmbito da actividade comercial, de captação de investimento e da importância do centro financeiro, é provável que o Brexit leve inúmeras empresas a deslocarem as suas sedes e/ou sucursais para outros países dentro da União (a Irlanda, por exemplo, poderá ser um dos beneficiados). Tudo dependerá do que ficará contemplado nos novos acordos bilaterais que se sucederão.

O Brexit será igualmente um revés na política europeia. Embora o Reino Unido tenha negado participar na União Económica e Monetária (UEM) e na moeda única, é inegável a sua importância económica e financeira para os restantes estados-membros. Será difícil aceitar que tudo o que se ganhou, em ambos os lados, seja posto em causa porque os britânicos não queiram pagar resgates a países em dificuldades financeiras, tendo falhado os mecanismos de prevenção. É sabido que todo o processo de resolução da chamada "crise das dívidas soberanas" teve consequências enormes para todos, a vários níveis, levando igualmente a um processo de aprendizagem e de melhor adequação a choques internos e externos.

## **BASES DE DADOS**

### **INDICADORES ESTRUTURAIS**

Endividamento do Sector Privado

### **Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Abril e Maio 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*

<b>Endividamento do Sector Privado</b>						
	<b>2000</b>	<b>2008</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Variação 2008 a 2013</b>	<b>Variação 2000 a 2013</b>
<b>Valores consolidados</b>						
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
<b>Portugal</b>	<b>137.1</b>	<b>196.2</b>	<b>202.6</b>	<b>189.0</b>	<b>6.4</b>	<b>65.5</b>
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.
<b>Valores não consolidados</b>						
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 Abril e Maio de 2016\*****Abril**

Portugal	18	Publicação dos resultados do inquérito ao mercado de crédito
EUA	19	Eleições primárias Nova Iorque
Reino Unido	14	Reunião de política monetária do Banco de Inglaterra
Zona Euro	21	Reunião de Política Monetária do BCE
Zona Euro	22	Reunião dos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais
EUA	26	Eleições primárias nalguns estados
EUA	27	Decisão de política monetária do FOMC
Suíça	29	Discurso anual do Governador do BNS
Portugal	29	DBRS publica classificação de risco

**Maio**

Portugal	5	Banco de Portugal publica boletim económico
Portugal	6	Moodys publica classificação de risco
Zona Euro	17	Reunião dos ministros das finanças
EUA	26	Eleições primárias nalguns estados
EUA	27	Decisão de política monetária do FOMC

*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	Mar	Abr	Mai	Jun	Fev	
<b>Contas Nacionais (Base 2010)</b>																				
PIB	-1.1%	0.9%	1.5%	-	-	1.5%	-	-	1.4%	-	-	1.3%	-	-	-	-	-	-	-	
Consumo privado	-1.3%	2.3%	3.3%	-	-	3.3%	-	-	2.3%	-	-	2.4%	-	-	-	-	-	-	-	
Consumo público	-2.0%	-0.5%	1.2%	-	-	1.2%	-	-	1.0%	-	-	0.9%	-	-	-	-	-	-	-	
Investimento	-5.1%	5.5%	8.8%	-	-	8.8%	-	-	2.4%	-	-	2.4%	-	-	-	-	-	-	-	
Exportações	7.0%	3.9%	7.1%	-	-	7.1%	-	-	4.0%	-	-	2.3%	-	-	-	-	-	-	-	
Importações	4.7%	7.2%	12.5%	-	-	12.5%	-	-	5.4%	-	-	4.3%	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Preços e salários</b>																				
Taxa de inflação média (%)	0.3	-0.3	0	0.1	0.1	0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	-	-	-	0.6	0.6	
Taxa de inflação homóloga (%)	0.2	-0.36	0.80	0.77	0.77	0.80	0.77	0.66	0.88	0.63	0.64	0.40	0.78	0.40	-	-	-	0.78	0.40	
Taxa de inflação harmonizada (%)	0.2	-0.3	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.6	0.3	0.7	0.2	-	-	-	0.7	0.2	
Inflação de bens (taxa harmonizada)	0	-1.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.2	-0.5	-	-	-	-0.5	-	
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	0.4	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4	1.8	1.7	1.7	0.9	1.3	1.1	-	-	-	1.1	1.1	
Varição de salários sector privado (taxa anualizada; %)	-0.1	1.0	1.4	0.3	0.3	1.4	0.3	-	1.3	0.8	0.5	-	0.8	-	-	-	-	-	-	
<b>Nível de actividade</b>																				
Indicador coincidente do BIP (tvh)	-3.3	0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	0.7	-	-	-	0.7	0.7	
Índice de produção industrial (tvh)	4.8	-1.1	3.2	3.3	3.3	3.2	3.3	0.6	3.5	4.3	1.4	0.8	0.1	1.1	-	-	-	1.1	1.1	
Índice de confiança na indústria	-7.4	-5.1	-1.4	-3.5	-4.5	-1.4	-3.5	-4.5	-4.8	-3.7	-3.4	-3.1	-2.3	-2.9	-4.1	-	-	-2.9	-4.1	
Índice de confiança dos consumidores	-29.3	-15.8	-12	-13.5	-11.4	-12	-13.5	-11.4	-11.2	-11.9	-14.4	-10.9	-9.7	-14.2	-12.5	-	-	-14.2	-12.5	
Índice de confiança no sector da construção	-48.5	-43	-39.4	-39	-37.5	-39.4	-39	-37.5	-39.2	-38.6	-41.3	-41.4	-40.3	-39.2	-37.7	-	-	-39.2	-37.7	
Índice de confiança no comércio a retalho	0.7	1.1	5.5	3.5	3.5	2.9	3.5	2	0.5	1	1.8	2.7	-0.7	1.6	2.5	-	-	1.6	2.5	
Vendas a retalho (tvh)	0.3	2.7	2.9	1.7	0.8	2.9	1.7	0.8	1.3	3.4	0.8	-0.5	0.4	3.5	-	-	-	3.5	-	
Vendas de automóveis (tvh)	35.8	37.9	33.9	9.7	21.9	33.9	9.7	21.9	30.1	16.1	13.9	10.3	17.7	26	-	-	-	26	-	
Vendas de cimento (tvh)	-21.1	-9.2	3.3	2.3	5.1	3.3	2.3	5.1	6.0	0.5	22.4	3.5	-15.8	1.7	-	-	-	1.7	-	
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	4.6	10.5	7.9	6.4	2.9	7.9	6.4	2.9	6.3	6.8	8.4	9.8	-	-	-	-	-	-	-	
Taxa de desemprego (%)	15.3	13.5	11.9	-	-	11.9	-	-	11.9	-	-	12.2	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Exterior</b>																				
Balança corrente (Ytd; M.E.)	2478.0	211.7	-1125.1	-173.7	600.4	-1125.1	-173.7	600.4	645.7	1056.3	1044.8	813.0	-156.5	-	-	-	-	-	-	
Bens e serviços (Ytd; M.E.)	-9639.6	-10780.1	-4989.7	-5702.9	-6597.0	-4989.7	-5702.9	-6597.0	-7673.2	-8485.0	-9182.1	-10332.1	-660.4	-1373.7	-	-	-	-	-	
Exportações mercadorias (tvh)	4.6	1.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.0	5.0	4.1	3.6	-1.5	-	-	-	-	-	-	
Excluindo Combustíveis (tvh)	2.0	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.0	5.0	4.0	-0.4	-	-	-	-	-	-	
Importações mercadorias (tvh)	1.1	3.4	4.4	3.6	3.4	4.4	3.6	3.4	2.9	2.2	2.2	1.9	-1.0	-	-	-	-	-	-	
Excluindo Combustíveis (tvh)	2.0	6.0	9.0	8.0	8.0	9.0	8.0	8.0	8.0	7.0	7.0	7.0	5.7	-	-	-	-	-	-	
Balança financeira (M.E. - Ytd)	5,587.8	3,127.9	90.0	1,496.0	2,781.0	90.0	1,496.0	2,781.0	2,466.0	2,975.0	3,467.0	3,257.0	-373.6	-	-	-	-	-	-	
Investimento directo em Port. (M.E. - Ytd)	8,676.6	9,837.2	-173.3	75.1	107.0	-173.3	75.1	107.0	-168.9	361.4	-331.4	-1,206.5	523.8	-	-	-	-	-	-	
Investimento directo de Port. no exterior (M.E. - Ytd)	5,125.7	7,194.9	-1,294.2	-854.9	-634.8	-1,294.2	-854.9	-634.8	-49.5	301.4	523.2	719.6	131.3	-	-	-	-	-	-	
Outro investimento em Portugal (M.E. - Ytd) <sup>(3)</sup>	-14,517.7	1,121.0	-2,155.4	-4,220.2	-6,967.0	-2,155.4	-4,220.2	-6,967.0	-13,048.1	-9,423.4	-10,220.5	-11,314.8	-	-	-	-	-	-	-	
Outro investimento de Portugal no exterior (M.E. - Ytd) <sup>(3)</sup>	-10,614.5	4,575.1	-2,062.6	-2,226.3	-3,914.1	-2,062.6	-2,226.3	-3,914.1	-8,052.2	-6,797.8	-8,914.6	-9,401.8	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Finanças públicas</b>																				
Financiamento das administrações públicas (Ytd; M.E.)	6,156.0	13,305.0	3,575.0	5,821.0	4,588.0	3,575.0	5,821.0	4,588.0	4,226.0	5,898.0	5,500.0	8,537.0	-303.0	-	-	-	-	-	-	

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

(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

	2012				2014				2015				2016			
	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.		
<b>Matérias Primas</b>																
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	110.82	55.76	61.36	50.57	51.28	47.13	47.62	42.82	35.75	33.2	35.94	38.72	-	-		
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-11.2	-4.9	-16.6	-17.1	-21.3	-16.7	-16.9	-20.9	-18.2	-13.9	-12.9	-8.5	-	-		
<b>Custos laborais</b>																
EUA	-1.3	2.8	2.6	-	-	2.7	-	-	2.1	-	-	-	-	-		
Zona Euro	1.3	1.2	1.7	-	-	1.1	-	-	1.3	-	-	-	-	-		
Japão	0.2	0.9	-2.5	0.9	0.4	0.4	0.7	0	0	0	0.9	-	-	-		
<b>Taxas de juro de curto prazo</b>																
EUA	0.25	0.26	0.28	0.31	0.33	0.33	0.33	0.42	0.61	0.61	0.63	0.63	-	-		
Zona Euro	0.27	0.06	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.18	-0.22	-0.25	-	-		
Japão	0.15	0.11	0.10	0.10	0.09	0.08	0.08	0.07	0.08	0.05	-0.01	0.00	-	-		
<b>Taxas de juro de longo prazo</b>																
EUA	3.03	2.17	2.35	2.18	2.22	2.04	2.14	2.21	2.27	1.92	1.73	1.77	-	-		
Alemanha	1.93	0.54	0.76	0.64	0.80	0.59	0.52	0.47	0.63	0.33	0.11	0.15	-	-		
Japão	0.74	0.33	0.47	0.42	0.38	0.36	0.31	0.31	0.27	0.10	-0.06	-0.03	-	-		
<b>Taxas de câmbio efectivas</b>																
EUA (+ valorização;-depreciação)	2.8	8.4	12.4	14.7	15.9	15.1	12.6	12.4	10.9	11.0	8.6	4.5	-	-		
Zona Euro	4.8	-5.2	-10.6	-10.3	-7.1	-4.7	-6.4	-8.9	-5.6	1.1	1.2	5.6	-	-		
Japão	-17.5	-7.9	-11.0	-9.7	-5.9	-0.2	-2.1	4.1	6.9	5.7	10.9	9.2	-	-		
<b>Preços no produtor</b>																
EUA	1.4	-0.6	-2.6	-2.8	-3.1	-4.1	-4	-3.2	-2.7	-1.2	-1.9	-	-	-		
Zona Euro	-0.7	-2.7	-2.1	-2.1	-2.6	-3.2	-3.2	-3.2	-3	-3	-4.2	-	-	-		
Japão	2.5	1.8	-2.4	-3.1	-3.6	-4	-3.8	-3.6	-3.5	-3.2	-3.4	-	-	-		
<b>Preços no consumidor</b>																
EUA	1.5	0.8	0.1	0.2	0.2	0	0.2	0.5	0.7	1.4	1	-	-	-		
Zona Euro	0.8	-0.2	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	-0.2	-0.1	-	-		
Japão	1.6	2.4	0.4	0.2	0.2	0	0.3	0.3	0.2	0	0.3	-	-	-		
<b>Massa monetária</b>																
EUA (M2)	5.5	6	5.6	5.5	5.8	5.9	5.7	6	5.8	6.2	5.7	-	-	-		
Zona Euro (M3)	1	3.8	4.9	5.2	4.9	4.9	5.2	5	4.7	5.0	5	-	-	-		
Japão (M2)	4.2	3.6	3.9	4	4.2	3.8	3.7	3.3	3.1	3.2	3.1	-	-	-		

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				
	2013	2014	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	
<b>Crescimento do Produto</b>																	
EUA (anualizado)	3.8	2.1	3.9	-	-	2.0	-	-	1.4	-	-	-	-	-	-	-	
Zona Euro (q/q)	0.2	0.4	0.4	-	-	0.3	-	-	0.3	-	-	-	-	-	-	-	
Japão (q/q)	-0.1	0.5	-0.4	-	-	0.3	-	-	-0.3	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Desemprego</b>																	
EUA	6.7	5.6	5.3	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	5.0	-	-	-	-	
Zona Euro	11.9	11.3	11.0	10.8	10.7	10.6	10.6	10.5	10.4	10.4	10.3	-	-	-	-	-	
Japão	3.7	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.2	3.3	3.3	3.2	3.3	-	-	-	-	-	
<b>Confiança das Empresas</b>																	
EUA - Índice de confiança PME	94	100	95	96	96	96	96	96	95	94	93	-	-	-	-	-	
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-3	-5	-3	-3	-4	-2	-2	-3	-2	-3	-4	-4	-	-	-	-	
Japão - Índice Tankan (global)	17	15	21	-	-	19	-	-	18	-	-	17	-	-	-	-	
<b>Confiança dos Consumidores</b>																	
EUA - Índice da Universidade de Michigan	82.5	93.6	96.1	93.1	91.9	87.2	90.0	91.3	92.6	92.0	91.7	91.0	-	-	-	-	
Índice do Conference Board	77.54	93.06	99.76	91.0	101.3	102.6	99.1	92.6	96.3	97.8	94.0	96.2	-	-	-	-	
Zona Euro - Índice do Eurostat	-14	-11	-6	-7	-7	-7	-8	-6	-6	-6	-9	-10	-	-	-	-	
Japão - Índice do ESRI	40.6	38.3	42.4	41.0	42.2	40.9	41.1	41.8	41.8	42.1	39.7	41.6	-	-	-	-	
<b>Indicador Avançado da OCDE</b>																	
EUA	107.1	109.5	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.1	-	-	-	-	-	-	-	
Zona Euro	101.5	101.9	102.6	102.6	102.7	102.7	102.8	102.9	102.9	-	-	-	-	-	-	-	
Japão	103.6	102.9	103.4	103.4	103.4	103.3	103.2	103.2	103.1	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Indicador da Actividade Industrial</b>																	
EUA - ISM manufacturas	55.9	54.9	53.1	51.9	51.0	50.0	49.4	48.4	48.0	48.2	49.5	51.8	-	-	-	-	
PMI manufacturas	52.7	50.6	52.5	52.4	52.3	52.0	52.3	52.8	53.2	52.3	51.2	51.6	-	-	-	-	
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	102.9	101.9	102.6	102.5	102.5	102.4	103.4	102.3	101.4	103.4	-	-	-	-	-	-	
<b>Produção Industrial (t.v.h.)</b>																	
EUA	1.9	3.5	-0.3	0.3	0.4	-0.3	-0.4	-2.0	-2.3	-1.2	-1.6	-	-	-	-	-	
Zona Euro	1.7	1.0	1.8	1.6	2.3	1.5	2.3	2.0	0.4	3.0	-	-	-	-	-	-	
Japão	7.2	-0.1	2.3	0.0	-0.4	-0.8	-1.4	1.7	-1.9	-3.8	-1.5	-	-	-	-	-	
<b>Vendas a retalho (t.v.h.)</b>																	
EUA	3.2	3.5	1.8	2.6	2.0	2.2	1.6	1.5	2.6	3.0	3.1	-	-	-	-	-	
Zona Euro	0.3	3.2	2.5	3.6	3.0	3.3	2.7	2.2	2.5	2.1	2.4	-	-	-	-	-	
Japão	2.8	-1.4	1.1	0.1	-0.3	-2.1	-0.7	-1.8	-3.1	-4.3	-2.7	-	-	-	-	-	
<b>Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)</b>																	
EUA	-702.6	-741.5	-381.5	-443.0	-510.9	-572.0	-635.2	-696.7	-759.3	-63.9	-128.6	-	-	-	-	-	
Zona Euro	152.4	182.4	221.5	233.1	237.5	239.7	241.3	244.8	246.6	245.7	-	-	-	-	-	-	
Japão	-11,645	-12,875	-1,817	-2,123	-2,414	-2,675	-2,833	-2,797	-2,765	73	239	-	-	-	-	-	

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-mar-16	1.0872	122.94	0.7780	1.0860	113.08
02-mar-16	1.0856	124.07	0.7741	1.0845	114.29
03-mar-16	1.0901	124.23	0.7744	1.0840	113.96
04-mar-16	1.0970	124.77	0.7748	1.0898	113.74
07-mar-16	1.0953	124.45	0.7744	1.0962	113.62
08-mar-16	1.1028	124.60	0.7761	1.0952	112.99
09-mar-16	1.0973	123.63	0.7714	1.0978	112.67
10-mar-16	1.0857	123.87	0.7673	1.0941	114.09
11-mar-16	1.1090	126.17	0.7760	1.0948	113.77
14-mar-16	1.1119	126.36	0.7743	1.0969	113.64
15-mar-16	1.1109	125.36	0.7836	1.0954	112.85
16-mar-16	1.1064	125.68	0.7873	1.0960	113.59
17-mar-16	1.1311	126.28	0.7822	1.0959	111.64
18-mar-16	1.1279	125.79	0.7786	1.0919	111.53
21-mar-16	1.1271	125.94	0.7830	1.0916	111.74
22-mar-16	1.1212	125.13	0.7879	1.0887	111.60
23-mar-16	1.1171	126.01	0.7899	1.0894	112.80
24-mar-16	1.1171	126.01	0.7899	1.0894	112.80
28-mar-16	1.1154	125.41	0.7894	1.0875	112.44
29-mar-16	1.1194	127.13	0.7845	1.0915	113.57
30-mar-16	1.1324	127.37	0.7858	1.0913	112.48
31-mar-16	1.1385	127.90	0.7916	1.0931	112.34
<b>Var. Mês %</b>	4.72	4.03	1.74	0.65	-0.65
<b>Var. em 2016 %</b>	4.47	-1.45	7.24	0.37	-5.66
<b>Média mensal</b>	1.11	125.41	0.78	1.09	112.96

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**

08.Abr.16

	<b>O/N</b>	<b>1 Mes</b>	<b>3 Meses</b>	<b>6 Meses</b>	<b>1 Ano</b>
<b>EUR</b>	-0.39%	-0.33%	-0.25%	-0.14%	-0.02%
<b>USD</b>	0.38%	0.44%	0.63%	0.89%	1.21%
<b>JPY</b>	-0.08%	-0.05%	0.00%	0.02%	0.11%
<b>GBP</b>	0.48%	0.51%	0.59%	0.74%	1.00%
<b>CHF</b>	-0.76%	-0.78%	-0.73%	-0.65%	-0.54%

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

## Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2013			2014			2015			2016		
	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo												
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	282,435	272,161	264,147	267,293	265,368	267,739	264,974	266,805	266,046	265,193	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros)	-4,560	7	-8,065	-321	-23	1,120	-1,633	504	3,109	942	-	-
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas												
Emissões brutas OT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>	6,530	0	0	1,965	0	2,992	1,386	1,230	0	3,966	-	-
Emissões brutas BT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>	0	1,115	806	2,032	1,190	1,634	1,400	1,647	998	1,936	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>2</sup>	-3,521	-1,140	-2,270	2,001	399	2,782	-2,934	1,077	386	2,457	-	-
Valor Obrig. emitidas por Empresas ( 10 <sup>6</sup> euros)												
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	45,021	34,680	33,058	32,096	31,957	32,068	32,368	32,549	33,830	33,701	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>	-109	270	82	-978	-120	112	288	159	1,306	-93	-	-
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras ( 10 <sup>6</sup> euros)												
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	84,812	59,736	57,675	56,306	55,994	54,359	55,473	54,128	51,753	51,559	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>	-1,044	563	-161	-1,381	-153	-1,551	970	-1,305	-235	-453	-	-
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 <sup>6</sup> euros)	113,343	109,957	116,776	118,562	118,961	121,753	118,747	119,857	119,879	122,377	121,560	-
BT's	19,046	16,242	13,202	13,302	13,701	13,493	14,893	15,001	15,023	13,596	14,445	-
OT's	92,708	92,400	102,424	104,164	104,164	107,164	102,759	103,865	103,865	107,790	104,357	-
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	-
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	1,538	1,264	1,099	1,045	1,045	1,045	1,044	940	940	940	2,707	-
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 <sup>6</sup> euros)	9,152	8,289	8,257	6,123	4,853	4,835	4,745	-	5,745	5,809	4,646	4,386
Valor de Obrig. na posse de não residentes <sup>4</sup>	63,450	77,005	77,414	-	-	81,697	-	-	78,237	-	-	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.8	0.8	0.7	-	-	0.8	-	-	0.8	-	-	-
Transac. de Obrig. do Tesouro no MEDIP. <sup>5</sup> (média diária) (10 <sup>6</sup> euros)	28	126	284	220	255	507	394	401	141	197	212	-

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVL, IGCP.

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

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

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

08.Abr.16

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 <sup>6</sup> EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
<b>Obrig. do Tesouro</b>								
OTs 10 Anos 06	2016-10-15	4,127	0	8	4.200%	102.25	0.68	-0.199%
OTs 10 Anos 07	2017-10-16	8,436	1	8	4.350%	106.04	1.64	0.339%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	8,524	2	4	4.450%	108.11	2.22	0.685%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,339	3	4	4.750%	110.67	3.06	1.296%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	4	4	4.800%	112.47	3.88	1.682%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	10,158	5	2	3.850%	108.51	4.59	2.046%
OTs 7 Anos 15	2022-10-17	3,000	6	8	2.200%	97.71	6.09	2.585%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	8,033	7	8	4.950%	113.44	6.41	2.934%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	8	0	5.650%	117.50	6.29	3.102%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	10,677	9	8	2.875%	97.35	8.27	2.920%
Ots 10 anos 16	2026-01-21	4,651	9	11	2.875%	95.79	8.53	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,376	14	0	3.875%	100.99	10.30	3.781%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	8,020.00	21	2	4.100%	100.07	13.54	4.095%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	2,500.00	29	0	4.100%	96.97	16.11	4.131%

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

## Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções

	05.04.2016	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52 semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EURO STOXX 50	2,890.4	-4.7	-10.1	-11.4	8.3	2016-02-11	-24.5	2015-04-13	-22.1	13.1
DJ EURO STOXX	310.7	-3.4	-7.8	-9.9	9.4	2016-02-11	-20.9	2015-04-13	-18.2	13.9
DJ EUROPE STOXX 50	2,711.8	-4.9	-11.9	-12.2	6.4	2016-02-11	-24.5	2015-04-15	-20.8	14.6
DJ EUROPE STOXX	328.2	-3.8	-8.8	-10.1	8.7	2016-02-11	-20.8	2015-04-15	-17.4	15.0
MSCI EUROPE	1,323.5	-3.1	-6.4	-7.8	n.a.	2016-02-11	n.a.	2015-04-10	-15.6	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	105.8	2.0	3.9	-6.7	19.7	2016-02-08	-9.1	2015-12-02	11.1	24.1
FTSE 100	6,091.2	-1.1	-3.1	-1.8	11.5	2016-02-11	-13.9	2015-04-27	-10.3	16.4
DAX	9,563.4	-2.9	-3.6	-11.2	9.7	2016-02-11	-23.0	2015-04-10	-20.3	12.1
CAC 40	4,250.3	-4.3	-8.5	-8.1	9.5	2016-02-11	-19.3	2015-04-27	-16.0	14.0
PSI-20	4,874.2	-1.9	-11.0	-8.6	9.1	2016-02-11	-23.5	2015-04-10	-19.5	12.8
IBEX 35	8,387.7	-4.8	-17.0	-12.1	8.2	2016-02-11	-29.4	2015-04-13	-27.9	13.0
DOW JONES INDUST.	17,603.3	3.5	4.8	1.0	14.5	2015-08-24	-4.1	2015-05-19	-1.6	16.2
S&P 500	2,045.2	2.3	3.3	0.1	13.0	2016-02-11	-4.2	2015-05-20	-1.7	17.3
NASDAQ COMPOSITE INDEX	4,843.9	2.7	2.0	-3.3	15.1	2016-02-11	-7.4	2015-07-20	-1.5	20.5
S&P UTILITIES	477.0	2.3	6.3	2.9	16.6	2016-01-20	-3.2	2015-04-10	-0.6	16.2
S&P FINANCIALS INDEX	300.2	0.3	-3.4	-6.7	14.2	2016-02-11	-13.0	2015-07-23	-8.1	13.4
NIKKEI 225	15,715.4	-7.6	-13.6	-17.4	5.7	2016-02-12	-25.0	2015-06-24	-19.0	14.5
BOVESPA	49,053.6	-0.1	2.8	13.2	32.4	2016-01-20	-16.3	2015-05-06	-8.7	13.6
MSCI WORLD	1,241.0	-0.2	-1.8	-4.1	n.a.	2016-02-11	n.a.	2015-05-21	-8.3	n.a.

Fonte: Bloomberg.

## Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações (cont.)

	05.04.2016	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	309.5	-5.8	-8.1	-10.5	5.1	2016-02-11	-22.2	2015-07-20	-15.5	18.8
DJ EUROPE BANK	137.3	-11.5	-28.8	-24.7	5.7	2016-02-11	-39.6	2015-07-21	-36.5	9.4
DJ EUROPE TECHNLOGY	327.9	-0.8	2.2	-7.8	15.5	2015-08-24	-13.5	2015-04-22	-8.1	18.0
DJ EUROPE INDUSTRIAL	409.8	-2.0	-1.8	-4.4	13.6	2016-02-11	-17.1	2015-04-15	-13.9	16.0
DJ EUROPE INSURANCE	237.1	-5.2	-10.3	-16.7	8.6	2016-02-11	-23.0	2015-04-14	-21.0	10.0
DJ EUROPE MEDIA	288.7	-1.1	-5.4	-5.4	11.5	2016-02-09	-15.1	2015-04-14	-10.6	17.8
DJ EUROPE FINANCIAL	389.1	-3.3	-9.8	-12.8	13.3	2016-02-11	-19.2	2015-07-20	-14.0	14.6
DJ EUROPE OIL&GAS	247.9	-8.7	-12.0	-5.2	11.8	2016-01-21	-28.4	2015-04-28	-18.8	21.6
DJ EUROPE UTILITY	280.3	-1.0	-6.4	-7.8	5.3	2016-02-11	-18.2	2015-04-29	-13.7	14.2
DJ EUROPE AUTO	467.5	-8.2	-4.4	-18.0	11.3	2016-02-11	-32.4	2015-04-28	-29.2	7.9
DJ EUROPE CONSTRUCT	376.7	-0.4	0.7	-3.2	15.5	2016-02-09	-9.8	2015-04-16	-6.2	17.4
DJ EUROPE HEALTHCARE	694.4	-0.8	-8.5	-11.6	7.4	2016-02-09	-20.0	2015-04-15	-15.4	17.1
DJ EUROPE PR & HO GOODS	737.8	-1.2	-1.7	-2.5	12.5	2015-08-24	-9.8	2015-08-06	n.a.	18.4
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	237.8	-4.1	-4.4	-10.6	8.4	2016-02-09	-12.6	2015-12-03	n.a.	14.1
DJ EUROPE BAS-RESR	252.7	-12.8	-13.8	1.3	29.6	2016-01-20	-43.1	2015-04-27	-36.6	26.2
DJ EUROPE FOOD&BEV	616.3	-0.5	1.7	-4.1	16.3	2015-08-24	-9.3	2015-12-03	-2.8	22.2
DJ EUROPE CHEMICAL	755.5	-0.7	-6.2	-8.6	9.7	2016-02-11	-24.5	2015-04-13	n.a.	15.7
DJ EUROPE RETAIL	309.6	-4.6	-10.0	-7.4	5.9	2016-02-11	-18.7	2015-04-15	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	113.8	-3.4	-9.3	-9.4	14.8	2016-02-11	-20.4	2015-04-21	-19.9	7.3
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	731.8	4.6	6.4	1.4	19.5	2015-08-24	-2.6	2015-11-05	5.1	17.0
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	620.9	2.1	2.4	-0.0	15.8	2016-02-08	-4.4	2015-11-04	2.9	18.2
S&P CONSUMER STAPLES	545.9	2.5	9.9	5.3	19.5	2015-08-24	-0.9	2016-04-01	7.3	21.8
S&P ENERGY	450.2	-0.7	-8.8	0.4	19.7	2016-01-20	-26.3	2015-05-05	-22.1	74.7
S&P HEALTH CARE	792.0	1.8	2.4	-4.9	9.2	2016-02-08	-11.4	2015-07-20	-5.0	15.5
S&P MATERIALS	279.0	2.3	3.3	1.9	21.7	2016-01-20	-14.1	2015-05-08	-9.9	17.8
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	172.3	3.5	19.8	15.0	26.8	2015-08-24	-0.9	2016-03-30	10.3	14.1

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

	Peso	Preços						Variação				
		06.Abr.16	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	31.dez.15	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
<b>CRB Futuros</b>												
Índice Global	100%	165.6	169.1	170.0	200.7	220.6	176.7	-2.1%	-2.6%	-17.5%	-24.9%	-6.3%
<b>CRB Energia</b>												
Petróleo		36.6	47.9	47.9	48.5	52.1	47.9	-23.5%	-23.5%	-24.5%	-29.7%	-23.5%
Heating oil		109.2	150.4	150.4	161.2	176.4	150.4	-27.4%	-27.4%	-32.2%	-38.1%	-27.4%
Gas natural		1.9	2.3	2.3	2.5	2.7	2.3	-15.4%	-15.4%	-22.5%	-27.8%	-15.4%
<b>CRB Metais Preciosos</b>												
Ouro		1217.9	1270.7	1091.9	1146.8	1218.6	1060.2	-4.2%	11.5%	6.2%	-0.1%	14.9%
Platina		947.4	986.3	873.7	933.0	1179.9	891.7	-3.9%	8.4%	1.5%	-19.7%	6.2%
Prata		14.9	15.7	14.0	16.0	17.1	13.8	-4.9%	6.8%	-6.7%	-12.8%	8.1%
<b>CRB Agrícola</b>												
Milho		355.8	379.0	379.0	398.3	385.0	379.0	-6.1%	-6.1%	-10.7%	-7.6%	-6.1%
Sementes de soja		902.8	910.5	910.5	888.0	978.5	910.5	-0.9%	-0.9%	1.7%	-7.7%	-0.9%
Trigo		467.5	519.0	519.0	526.3	527.8	519.0	-9.9%	-9.9%	-11.2%	-11.4%	-9.9%
<b>CRB Alimentares</b>												
Cacau		2878.0	3366.0	3366.0	3092.0	2800.0	3366.0	-14.5%	-14.5%	-6.9%	2.8%	-14.5%
Café		120.3	114.3	114.3	128.1	146.2	114.3	5.3%	5.3%	-6.1%	-17.7%	5.3%
Sumo de laranja		143.0	106.8	106.8	106.8	119.8	106.8	33.8%	33.8%	33.8%	19.4%	33.8%
Açúcar		14.6	14.8	14.8	13.6	12.5	14.8	-1.1%	-1.1%	7.3%	16.6%	-1.1%
<b>CRB Industriais</b>												
Cobre		213.2	231.9	231.9	235.5	271.7	231.9	-8.1%	-8.1%	-9.5%	-21.5%	-8.1%
Algodão		58.9	61.6	61.6	61.1	65.3	61.6	-4.5%	-4.5%	-3.7%	-9.9%	-4.5%
<b>CRB Gado</b>												
Bovino		130.7	136.4	136.5	125.1	162.5	135.8	-4.2%	-4.3%	4.4%	-19.6%	-3.8%
Suíno		67.4	70.8	60.8	73.6	63.3	59.8	-4.8%	10.8%	-8.5%	6.5%	12.7%

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