

### 2017 – ACIMA DAS EXPECTATIVAS

- ▶ O terceiro trimestre de 2017 continuou a pautar-se por um crescimento económico significativo nas principais regiões do globo. Destacam-se as economias da UEM, tendo o PIB aumentado 0.6% no trimestre, idêntico ao ritmo de crescimento dos trimestres anteriores mas acelerando em termos de comparação homóloga para 2.5%, o maior ritmo de crescimento praticamente desde os anos anteriores à crise financeira internacional. Os EUA mantiveram também um forte ritmo de crescimento, destacando-se o contributo do investimento e da formação de stocks (este um sinal menos positivo para o futuro), ao mesmo tempo que ocorreu um menor défice comercial relacionado com a diminuição do consumo provocado pelo período de furacões que fustigaram importantes estados norte-americanos. O PIB cresceu a uma taxa anualizada de 3.0% no período entre Julho e Setembro, depois da expansão de 3.1% no 2ºT (1.2% no 1ºT). E a situação do mercado de trabalho encontra-se muito próxima do pleno emprego. Em Outubro foram gerados 261 mil empregos e a taxa de desemprego caiu para 4.1%.
- ▶ Entretanto, a Administração Trump apresentou o aguardado plano fiscal - *The Cuts and Jobs Act*. Os objectivos do plano são estabelecer um conjunto de cortes permanentes de impostos para empresas e indivíduos e simplificar o regime de deduções e créditos concedidos às famílias e empresas, eliminando ou reduzindo algumas das deduções agora previstas como forma de financiar a redução de impostos. Esperam-se efeitos repartidos ao longo de vários anos, com implicações positivas no crescimento económico, mais emprego e eventualmente reforço da inflação. Todavia tudo vai depender do plano concreto, que terá de passar pela aprovação do Congresso norte-americano.
- ▶ Em Portugal, os últimos indicadores continuam a suportar um cenário de aceleração e consolidação da actividade económica, sugerindo que o PIB terá mantido um ritmo de crescimento acima de 2.5% (homólogos) no terceiro trimestre. O andamento dos principais parceiros comerciais, com destaque para a região da UEM, confere suporte ao cenário de crescimento sustentado das exportações. Internamente destaca-se a melhoria dos indicadores de confiança – das famílias, retomando uma trajectória positiva interrompida em Julho, e das empresas, transversal a todos os sectores. Os indicadores de actividade relativos a Setembro registaram também melhorias. Entretanto o mercado de trabalho mantém uma evolução positiva, conferindo suporte ao consumo privado.
- ▶ O mercado de taxa fixa continua a reflectir ausência de pressões inflacionistas e o suporte das autoridades monetárias. Desde o início do ano, a taxa de rendibilidade da dívida alemã recuou cerca de 10 pontos base, mantendo-se em níveis em torno de 0.35% apesar do anúncio do BCE de que irá reduzir o montante de compras mensais de 60 para 30 mil milhões de euros a partir de Janeiro de 2018. A ancoragem das taxas de juro de longo prazo em níveis muito baixos reflecte o entrosamento no mercado da perspectiva de que a inflação continuará em níveis reduzidos por um período alargado, sendo esta alteração encarada como estrutural. Por outro lado, reflecte também a atitude muito prudente da autoridade monetária, indicando que não hesitará em estender/aumentar as compras mensais de activos caso a inflação revele um comportamento pernicioso. A garantia de reinvestimento dos títulos vencidos após o final do programa confere também suporte continuado ao mercado. Pese embora o aparente ajuste das taxas a um cenário de baixa inflação e permanência do suporte dado pelos bancos centrais, os fundamentos económicos continuam a apontar para níveis de taxas superiores aos actuais, atribuindo-se considerável probabilidade a que as *yields* dos títulos de referência em dólares e euros a 10 anos se aproximem de 2.5% e 0.5%, respectivamente, no final do ano.
- ▶ Nos mercados periféricos, continua a verificar-se o estreitamento dos prémios de risco face à dívida alemã e a redução dos níveis das taxas de juro de longo prazo dos títulos de dívida pública. Em Portugal, o prémio de risco situava-se, em inícios de Novembro, em torno de 170 pontos base, menos 30 pontos base do que há um mês atrás, estando a *yield* da OT a 10 anos muito próximo de 2%, nível este não observado desde Abril de 2015. Este movimento continua a reflectir o melhor cenário macroeconómico e os sinais de consolidação orçamental. Em Espanha, o movimento de estreitamento foi mais reduzido, cerca de 10 pontos base, possivelmente, reflectindo a instabilidade política decorrente da situação na Catalunha e receios quanto às consequências económicas. Em Itália, o *spread* também estreitou cerca de 30 pontos base, reflectindo melhoria da apreciação de *rating* pela S&P. Embora a curto/médio prazo o custo da dívida pública destas economias deva permanecer suportado pela política do banco central, num contexto de gradual retirada de estímulos a avaliação do risco destas economias reflectirá cada vez mais os fundamentos económicos e financeiros domésticos, exigindo por isso a prossecução de processos de consolidação orçamental e de reforma, tirando partido da envolvente externa actualmente muito favorável.
- ▶ Nesta publicação destacamos um artigo de opinião onde se faz uma breve análise do Orçamento de Estado para 2018 e respectivas necessidades de financiamento do Tesouro.

## **2017 – Acima das expectativas**

**A actividade económica acabou por surpreender favoravelmente em 2017, não obstante o primeiro semestre politicamente muito intenso na Europa. As previsões de crescimento têm sido revistas em alta de forma sistemática e quase generalizada em termos regionais. A grande excepção entre as economias desenvolvidas é o Reino Unido, economia ensombrada pelos receios e incertezas gerados pelo processo de saída da União Europeia. Para o actual momento favorável contribuem vários factores, destacando-se as políticas económicas muito acomodáticas no mundo desenvolvido, designadamente a política monetária não convencional; uma política orçamental na Europa mais equilibrada que no passado; os preços do petróleo num nível favorável a exportadores e a consumidores líquidos; finalmente, a continuidade do processo de expansão da economia da China, que assume um peso e importância crescente na economia mundial.**

**Para o actual equilíbrio contribui também o andamento positivo dos mercados financeiros, nomeadamente dos activos com maior risco, beneficiando do enquadramento macroeconómico favorável, de crescimento em aceleração, baixa inflação e taxas de juro em níveis historicamente baixos.**

**O cenário central aponta para a continuidade desta evolução benigna em 2018, andamento sempre escorado por políticas económicas/monetárias prudentes em ambos os lados do Atlântico. Os riscos são conhecidos mas actualmente estão mais equilibrados entre os cenários positivos e negativos pontuando em cada uma das vertentes, pela positiva, o avanço do plano de estímulo fiscal nos EUA; pela negativa o avanço e consequências do processo de Brexit.**

### **UNIDADE DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS**

Paula Gonçalves Carvalho                      Economista Chefe  
Teresa Gil Pinheiro  
Agostinho Leal Alves  
Vânia Patrícia Duarte  
Daniel Filipe Belo

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)      <http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-publicacoes-bpi>

| <b>ÍNDICE</b>   | <b>Pág.</b> |
|---|-------------|
| Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco                 | 05          |
| Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco      | 07          |
| <b>TEMAS EM DESTAQUE</b>  |             |
| <b>TURISMO: NOVOS RECORDES EM PERSPECTIVA EM 2017</b>               | 09          |
| <b>EXECUÇÃO ORÇAMENTAL JANEIRO-SETEMBRO (CONTABILIDADE PÚBLICA)</b> | 12          |
| <b>ECONOMIAS</b>  |             |
| <b>ESTADOS UNIDOS - MERCADO DE TRABALHO PERTO DO PLENO EMPREGO</b>  | 15          |
| <b>PORTUGAL - MERCADO DE TRABALHO EM RECUPERAÇÃO</b>                | 16          |
| <b>ANGOLA - MOODY'S BAIXOU O RATING DA DÍVIDA</b>                   | 17          |
| <b>MOÇAMBIQUE – BANCO DE MOÇAMBIQUE REDUZ TAXAS</b>                 | 18          |
| <b>MERCADOS</b>   |             |
| <b>MERCADO CAMBIAL</b>  |             |
| EUR/USD COM SINAIS DE CORRECÇÃO                                     | 19          |
| <b>MERCADO MONETÁRIO</b>  |             |
| NO IMEDIATO NÃO SE ESPERAM SURPRESAS...                             | 20          |
| <b>MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA</b>                                    |             |
| AJUSTE A TAXAS DE INFLAÇÃO MAIS BAIXAS                              | 22          |
| <b>MERCADO DE COMMODITIES</b>                                       |             |
| E O PREÇO DO BRENT JÁ CHEGOU AOS \$64 O BARRIL                      | 23          |
| <b>PREVISÕES</b>  |             |
| Economias Desenvolvidas   |             |
| Mercados Emergentes   |             |
| Previsões Económicas BPI - EUA&UEM                                  |             |
| Previsões Económicas BPI - Portugal                                 | 25          |
| Taxas de Câmbio   |             |
| Taxas de Juro   | 26          |
| Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais                       | 27          |
| Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes                             |             |
| Taxas de Juro e <i>Spreads</i> dos Mercados Emergentes              | 28          |
| <b>OPINIÃO</b>  |             |
| <b>ANÁLISE À PROPOSTA DE ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2018</b>          | 29          |
| <b>BASES DE DADOS</b>   |             |
|   | 37          |



## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

|             | Perspectivas Globais   | Factores de Risco  |
|-------------|--|--|
| Global      | <p>. A economia global continua a evidenciar um crescimento robusto, beneficiando da atenuação de alguns factores de ordem política (sobretudo na Europa, embora espreitem de novo tensões geoestratégicas relevantes), de condições financeiras muito acomodáticas nos blocos desenvolvidos e da retoma do comércio internacional. Destacam-se pela positiva as economias europeias – desenvolvidas e emergentes – e também os países asiáticos, regiões onde o crescimento esperado para 2017 tem sido revisto genericamente em alta. A Zona Euro destaca-se favoravelmente, devendo o ritmo de crescimento este ano alcançar o patamar mais alto da década (2.2%).</p> <p>. As previsões mais recentes da OCDE apontam para um crescimento mundial de 3.5% este ano, com uma retoma do comércio e do investimento, a par da melhoria do contexto económico em alguns dos principais produtores de matérias-primas. O FMI prevê um crescimento ligeiramente superior, 3.6% (WEO Outubro).</p> <p>. O ritmo de crescimento dos preços tem vindo a normalizar nos países desenvolvidos, mas aquém do desejado pelas autoridades monetárias. No actual contexto, os movimentos cambiais, a evolução dos salários e o andamento dos preços das <i>commodities</i> energéticas, assume particular relevo.</p>   | <p>. Os riscos para o cenário central estão actualmente mais equilibrados, mas pontuam ainda alguns factores negativos:</p> <p>. <b>Brexit</b> - consequências poderão ser mais gravosas se o processo conduzir ao reforço dos níveis de protecção. Até à conclusão do processo, agendado para início de 2019, a incerteza e o ruído político intensificar-se-ão, com consequências possivelmente mais notórias a partir de 2018.</p> <p>. <b>Tensões políticas na Europa</b> - possibilidade de convocação de eleições antecipadas em Itália, onde o partido populista 5 Estrelas poderá ganhar maior visibilidade. Em causa estará sobretudo o suporte ao projecto europeu; tensão política na Catalunha.</p> <p>. <b>Sector bancário</b> - apresenta-se ainda frágil, com destaque para Itália e Portugal, embora a nível doméstico se tenham registados progressos notórios nos últimos meses.</p> <p>. <b>China</b> - abrandamento pode surpreender, dados alguns desequilíbrios (endividamento interno, em particular das entidades públicas locais e recurso a <i>shadow-banking</i>).</p> <p>. <b>Economias emergentes</b> - o processo de normalização dos juros nos EUA poderá despoletar ajustamentos mais fortes nestas economias, estimulando fuga de capitais; possibilidade de nova queda dos preços de algumas <i>commodities</i>.</p> |
| EUA         | <p>. Os EUA mantêm forte ritmo de crescimento. A actividade económica norte-americana manteve o ritmo de crescimento mais acelerado no 3ºT do ano, com o aumento do investimento e dos <i>stocks</i>, ao mesmo tempo que ocorreu um menor défice comercial relacionado com a diminuição do consumo provocado pelo período de furacões que fustigaram importantes estados norte-americanos. O PIB cresceu a uma taxa anualizada de 3.0% no período entre Julho e Setembro, depois da expansão de 3.1% no 2ºT (1.2% no 1ºT). <b>E a situação do mercado de trabalho encontra-se muito próxima do pleno emprego.</b> Em Outubro foram gerados 261 mil empregos e a taxa de desemprego caiu para 4.1%.</p> <p>. Entretanto, a Administração Trump apresentou o aguardado plano fiscal - <b>The Cuts and Jobs Act</b> - que será um importante instrumento de suporte económico. Os objectivos do plano são estabelecer um conjunto de cortes permanentes de impostos para empresas e indivíduos e simplificar o regime de deduções e créditos concedidos às famílias e empresas, eliminando ou reduzindo algumas das deduções agora previstas como forma de financiar a redução de impostos. Esperam-se efeitos repartidos ao longo de vários anos, com implicações positivas no crescimento económico, mais emprego e eventualmente reforço da inflação. Todavia tudo vai depender do plano concreto, que terá de passar pela aprovação do Congresso norte-americano, sendo também objecto de alterações.</p> | <p>. <b>Protecçãoismo</b> - o seu aumento poderá repercutir-se negativamente sob o crescimento americano, sendo bastante provável que medidas concretas tenham uma resposta de retaliação por parte dos países visados.</p> <p>. <b>Estímulo orçamental</b> - Em contrapartida, os planos de baixa de impostos e construção de infra-estruturas do presidente Republicano poderão propiciar um maior ritmo de crescimento à economia americana, embora este cenário seja possível de contestar pela falta de folga no mercado de trabalho; pelo contrário, as políticas de expansão poderão ser meramente inflacionistas, sem muito efeito no crescimento económico. Além disso, há um risco negativo, embora porventura não simétrico, de potencial de desilusão face à incapacidade de aplicação das políticas desejadas por parte da Administração.</p> <p>. <b>Fed</b> - Potencial instabilidade associada à alteração do ciclo de política monetária poderá gerar incerteza nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e actividade.</p>  |
| Japão       | <p>. No comité de política monetária de Outubro, o Banco do Japão reviu em ligeira alta a estimativa para o crescimento do PIB em 2017, colocando-a em 1.9%, +0.1 p.p. do que o esperado em Julho; para 2018 e 2019 manteve as previsões em 1.4% e 0.7%, respectivamente. Mas no que se refere ao comportamento esperado da inflação subjacente, as revisões foram mais significativas e em sentido oposto, ie, a previsão para 2017 foi reduzida em 0.3 p.p. para 0.8% e em 2018 foi revista em -0.1 p.p. para 1.4%. <b>O menor optimismo quanto ao comportamento da inflação sugere que a autoridade monetária do Japão não seguirá tão cedo os passos já dados primeiro pela Reserva Federal norte-americana e, mais recentemente, pelo Banco Central Europeu, de retirada gradual dos estímulos monetários.</b></p> <p>. Em Outubro, o indicador PMI compósito aumentou para 53.4 de 51.7 em Setembro, traduzindo, essencialmente, melhorias na procura externa resultantes do fortalecimento da economia global, mas também reflexo da depreciação do iene, incrementando a competitividade dos bens e serviços nipónicos. A expansão da actividade é evidente tanto no sector das manufacturas como dos serviços, e sugere que o crescimento manter-se-á robusto nos últimos meses do ano.</p>   | <p>. Os riscos são nos dois sentidos, mas mais enviesados em sentido descendente. Instabilidade geopolítica poderá reflectir-se em movimentos de fuga para a qualidade com efeitos na apreciação do iene e deterioração das exportações; turbulência nos mercados financeiros ou desequilíbrios na economia chinesa poderão também afectar a economia nipónica. Em sentido positivo, salienta-se a pujança da procura global e a possibilidade de prolongamento da política fiscal expansionista em 2018.</p>  |
| Reino Unido | <p>. No último relatório de inflação, o Banco de Inglaterra reviu em ligeira baixa as expectativas de crescimento para o corrente ano e para os próximos. Em 2017-18, as previsões da autoridade monetária apontam para que a economia avance 1.6%; esperando uma ligeira aceleração em 2019 para 1.7%. Neste período, a taxa de inflação permanecerá acima do objectivo de 2% do banco central, ie em 3% em 2017, 2.4% em 2018 e em 2.2% em 2019. Nesse cenário, <b>a autoridade monetária decidiu aumentar a taxa directora para 0.5%, mais 25 p.b do que o anterior nível, deixando em aberto a possibilidade de novas subidas.</b> Com efeito, o seu governador afirmou que mais dos subidas de 25 p.b nos próximos três anos é um cenário consistente com as previsões de evolução da inflação.</p>   | <p>. <b>Brexit</b> - As perspectivas apresentam-se enviesados em sentido negativo, reflectindo os efeitos associados à negociação da saída do Reino Unido da União Europeia.</p>   |

## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco (cont.)

| Zona Euro         | Perspectivas Globais  | Factores de Risco  |
|-------------------|---|--|
| Zona Euro         | <p>. <b>Economia em 2017</b> - O ritmo de crescimento económico na área do euro em 2017 deverá ser superior ao observado no ano transacto, suportado pela procura doméstica. A actividade económica deverá tirar partido dos efeitos de algumas das políticas de impulso do ano passado, nomeadamente as condições financeiras mais favoráveis e preços do petróleo relativamente baixos, aos quais se junta a recuperação gradual do mercado laboral e as condições de acesso ao crédito bancário mais favoráveis. A este dinamismo alia-se a melhoria da confiança dos agentes económicos, em linha com um contexto em que os riscos para o crescimento económico são agora mais equilibrados.</p> <p>. <b>Inflação</b> - A inflação homóloga deverá reflectir um comportamento mais benigno na segunda metade do ano, sendo provável que atinja taxas mais baixas do que as registadas nos primeiros meses de 2017 (em Outubro, a taxa de inflação homóloga, de acordo com a estimativa do Eurostat, diminuiu para 1.4%, face a 1.5% em Setembro; a inflação core também diminuiu para 1.1%, face a 1.3% no mês anterior). Ainda assim, deverá registar para o total do ano níveis mais favoráveis do que os registados no passado recente. O comportamento dos preços será determinante para moldar as expectativas de mercado relativamente à política do BCE.</p>   | <p>. Continuação do processo de <b>retirada dos estímulos do BCE</b>, com potencial impacto nos mercados de dívida soberana e custos de financiamento dos Estados.</p> <p>. <b>Questões de ordem política interna</b>: instabilidade política em Espanha, devido à situação na Catalunha; possibilidade de eleições antecipadas em Itália onde ressurgiu o apoio a movimentos mais extremistas e isolacionistas; negociações e efeitos do referendo britânico;</p> <p>. <b>Factores de incerteza global</b>: Administração Trump; normalização monetária nos EUA; desaceleração da actividade económica na China; instabilidade política na Turquia; conflito EUA-Coreia do Norte.</p> <p>. Adiamento na resolução de questões relacionadas com o <b>sector bancário</b>.</p> <p>. <b>Pela positiva</b>: efeitos do programa do QE; potenciais efeitos positivos decorrentes de políticas mais expansionistas que o esperado nos EUA (política orçamental).</p>  |
| Portugal          | <p>. <b>O Banco de Portugal actualizou as projecções para o crescimento do PIB em 2017, mantendo a taxa de expansão em 2.5%, mas revendo o desempenho das diversas componentes</b>. O ritmo de expansão das exportações em 2017 foi revisto para 7.1%, traduzindo a expectativa de um crescimento menos forte no actual semestre reflexo de factores que afectaram o comportamento desta variável no 2S16 e 1S17.</p> <p>. Os últimos indicadores continuam a suportar um cenário de aceleração e consolidação da actividade económica, <b>sugerindo que o PIB terá mantido um ritmo de crescimento muito próximo de 2.5% (y/y) no terceiro trimestre</b>. Em Setembro, a confiança dos consumidores retomou a tendência de melhoria interrompida em Julho, aumentando para 4.4 pontos; no mesmo sentido evoluiu o sentimento nos sectores do comércio e da indústria transformadora, salientando-se, neste último, a melhoria das perspectivas quanto ao andamento da produção nos próximos três meses e a avaliação mais positiva da procura global. Em simultâneo, os indicadores de actividade relativos a Setembro registaram também uma melhoria, realçando-se a aceleração das vendas a retalho e a permanência da tendência de expansão da produção industrial. <b>Ao nível da Balança Corrente e de Capital, entre Janeiro a Agosto verificou-se uma diminuição do saldo em 21.8% em termos homólogos</b>. Concorreu para esta evolução uma degradação em 17.9% do saldo homólogo da balança de bens e serviços. Ainda assim, na bal. de serviços, a actividade turística registou uma evolução positiva: o saldo da bal. turística registou um acréscimo homólogo de 21%.</p> <p>. O mercado de trabalho continua a evoluir de forma muito favorável, com <b>a taxa de desemprego a atingir 8.5% no 3T do ano</b> (8.8% no 2T17 e 10.5% no 3T16); a população desempregada diminuiu, em termos homólogos, 19%, prolongando a trajectória de queda iniciada no 3T de 2013. A criação de emprego continua a registar taxas homólogas próximas de 3%, destacando-se o sector dos serviços.</p> | <p>. <b>Tapering pelo BCE</b> - O risco mais premente prende-se com uma futura redução dos estímulos do BCE em termos de compras de dívida pública, que poderá implicar uma degradação da avaliação do risco da dívida portuguesa, com implicações nos gastos em juros, mas também na dinâmica da economia, com particular incidência no investimento. Estima-se que as aquisições de dívida pelo BCE tenham representado cerca de 66% das colocações de nova dívida pelo Estado, em 2016, tendo esta proporção recuado para próximo de 35% nos primeiros meses de 2017.</p> <p>. <b>Envolvente externa</b> - A envolvente financeira global pode deteriorar-se e regressar um ambiente de maior aversão ao risco, com potenciais implicações negativas nos custos de financiamento do Tesouro português e das empresas nacionais. Recorde-se que as necessidades de financiamento públicas permanecem avultadas.</p> <p>. <b>Pela positiva</b> - Uma eventual alteração da notação de <i>rating</i> por mais uma agência de rating teria um efeito propulsor significativo, na medida em que permitiria a ancoragem dos custos de financiamento em níveis mais confortáveis. Depois da melhoria do outlook da Fitch, a probabilidade de uma melhoria do mesmo pelas restantes agências aumentou, atendendo igualmente à redução de desequilíbrios (menor dívida das famílias, resolução gradual dos problemas na banca, excedente externo sustentado, superavit público primário, maior robustez no crescimento económico).</p> |
| América Latina    | <p>. O FMI espera que a economia da região avance 1.2% e 1.9% em 2017 e 2018, respectivamente. Os cenários traçados estão sujeitos a elevado grau de incerteza, estando os riscos especialmente enviesados em sentido descendente.</p> <p>. <b>Brasil</b> - O FMI antecipa um crescimento de 0.7% e 1.5% em 2017 e 2018, respectivamente, beneficiando da recuperação do preço de algumas matérias-primas, e do alívio das condições financeiras associada a redução da taxa <i>Selic</i>. O comportamento mais benigno da inflação também terá um impacto positivo no rendimento disponível das famílias, favorecendo o consumo.</p> <p>. No Brasil destaca-se que o PIB cresceu 0.2% qoq no 2T e que a taxa de desemprego caiu para 12.5% em Agosto (no final do 1T estava em 14%), dando suporte ao consumo privado. A produção industrial caiu 0.8% mom em Agosto, mas aumentou 2.9% yoy, destacando-se o facto de a produção de bens de capital continuar a evoluir favoravelmente, sugerindo melhoria das perspectivas para o investimento.</p>   | <p>. <b>O Brexit</b> poderá influenciar negativamente, via queda da confiança dos agentes económicos.</p> <p>. <b>Política monetária de suporte</b> - Pela positiva destaca-se o ciclo de redução das taxas de juro de referência no Brasil, atribuindo-se alguma probabilidade que se revele mais forte do que antecipado inicialmente.</p>   |
| África Subsariana | <p>. <b>Economia em 2017</b> - O FMI espera que o crescimento económico atinja 2.6% este ano, o que compara com 2.7% em Julho. A recuperação deverá assentar, essencialmente, em factores pontuais, especialmente a recuperação da produção petrolífera na Nigéria, um alívio das condições de seca que afectam as regiões oriental e sul da África Subsariana e uma melhoria do contexto internacional. Nota ainda para o facto de a recuperação económica em alguns países estar a ser suportada por gastos públicos, aumentando os níveis de dívida e o custo com o serviço de dívida.</p> <p>. <b>Angola</b>, por seu lado, continua a adaptar-se com alguma dificuldade ao cenário de preços do petróleo relativamente mais baixos, com efeitos nefastos para a economia não-petrolífera resultantes da escassez de receitas. Reflexo desses efeitos da diminuição dos preços do petróleo tem sido a evolução das reservas internacionais líquidas, que atingiram USD 15.1 mil milhões em Setembro. O FMI projecta uma taxa de crescimento do PIB de 1.5% em 2017, após uma contracção em 2016 de -0.7%.</p>   | <p>. <b>Ajustamento face à nova normalidade de preços baixos das commodities</b> - No caso dos países exportadores e produtores de matérias-primas, a actividade económica deverá ser ainda afectada pela necessidade de medidas mais restritivas ao nível fiscal.</p> <p>. <b>China</b> - Ritmo e implicações do ajustamento do modelo de crescimento económico chinês; lento crescimento económico em economias avançadas.</p> <p>. <b>Clima</b> - Possibilidade de condições climáticas adversas.</p> <p>. Possibilidade de aumento da aversão global ao risco e turbulência nos mercados financeiros.</p> <p>. <b>Fed</b> - Aumento das taxas de juro nos EUA e fuga de capitais da região.</p> <p>. <b>Incerteza política</b> em algumas economias da região, levando a adiamentos na implementação de reformas estruturais essenciais.</p> <p>. Níveis elevados de dívida pública e preocupações com a sua sustentabilidade; eventual impacto no sistema financeiro.</p>   |

## Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

|                          | Principais tendências   | Factores de Risco  |
|--------------------------|---|--|
| <b>Mercado Cambial</b>   | <p>. <b>USD &amp; EUR</b> - Depois do EUR/USD ter alcançado 1.2092, o valor máximo em quase três anos, ocorreu um normal movimento de correcção que trouxe o câmbio âncora para 1.16. Perante a proximidade do final do ano, o mercado deverá estar já a fechar posições cambiais em aberto que, até há bem pouco tempo privilegiavam o euro contra o dólar (posições longas em euros e curtas em dólares). Entretanto, surgiram factores que deram mais suporte ao USD: o bom andamento económico; a perspectiva de subida dos juros em Dezembro; a redução gradual do balanço da Fed; a apresentação do plano fiscal elaborado pela Administração Trump. No EUR, por seu turno, tem pesado uma política monetária ainda bastante expansionista e a perspectiva de remoção das medidas e taxas de juro muito lenta, no contexto de um novo ciclo. É possível que 1.15 seja uma referência psicológica importante.</p> <p>. <b>CHF &amp; GBP</b> - Embora permaneça volátil, o EUR/GBP construiu um intervalo de variação mais contida nas últimas semanas, entre 0.87 e 0.90. Há uma nítida perda de tendência, que acompanha uma aparente estagnação do processo de Brexit; o EUR/CHF, por sua vez, tem sido mantido acima dos 1.15 pelo banco central helvético, que não permite movimentos de pressão de apreciação do CHF.</p> | <p>. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais.</p> <p>. Decepção ou surpresas positivas com a evolução económica em alguns blocos.</p> <p>. Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais.</p> <p>. O Brexit deverá ter consequências mais vastas (e incertas) para além do espaço do Reino Unido, embora o processo se mostre longo e imprevisível.</p> <p>. A política da Administração Trump acarreta incerteza.</p> <p>. Colocam-se ainda questões ao nível do crescimento mundial, do comércio, da evolução da inflação, do comportamento dos preços das matérias-primas, etc...</p> <p>. Os recentes ensaios nucleares efectuados pela Coreia do Norte estão a gerar um clima de grande incerteza à escala mundial.</p>  |
| <b>Mercado Monetário</b> | <p>. <b>BCE</b> - As taxas directoras não se alterarão ao longo de 2017, pelo que atribuímos uma elevada probabilidade a que as taxas de mercado se mantenham em terreno negativo também em 2018. As taxas de juro implícitas nos futuros da Euribor a 3 meses apontam para que estas se situem em torno de -0.33% no final de 2017.</p> <p>. <b>Fed</b> - na reunião de final de Outubro, a Reserva Federal manteve o intervalo da taxa dos <i>fed-funds</i> em 1-1.25%; até ao final do ano poderá ocorrer mais uma subida de 25 pontos base, concretamente no FOMC de Dezembro. O mercado está a atribuir uma probabilidade em torno de 90% a esta ocorrência.</p> <p>. <b>Em Outubro</b>, o BCE anunciou alterações ao programa de compra de activos de longo prazo. A partir de Janeiro de 2018, as compras líquidas de activos manter-se-ão, mas ao ritmo mensal de EUR 30 mil milhões até final de Setembro (uma redução para metade do montante actual); a Fed iniciou a redução gradual do seu balanço através da diminuição de 10 mil milhões de USD dos reinvestimentos de <i>Treasuries</i> e MBS.</p>  | <p>. Na zona euro, as taxas de curto prazo encontram-se em terreno negativo em todos os prazos, mantendo-se a tendência de estabilização. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido.</p> <p>. Nos EUA, a expectativa de um terceiro aumento da taxa directora este ano volta a ser uma possibilidade. Em 2018 há maior incerteza quanto à concretização dos três aumentos implícitos nas previsões da Fed.</p>  |
| <b>Dívida Pública</b>    | <p>. <b>Dívida benchmark</b> - As <i>yields</i> dos títulos de referência mantêm-se em níveis reduzidos. A lenta retirada dos estímulos monetários e a permanência da inflação abaixo dos níveis considerados óptimos pelos bancos centrais justificam a manutenção das <i>yields</i> em níveis reduzidos. Os factores fundamentais continuam a suportar um cenário de perda de valor no mercado de taxa fixa, mas é preciso que este cenário ganhe tração. Num cenário de curto-médio prazo continuamos a considerar que as <i>yields</i> do UST a 10 anos se aproximem de 2.5% no caso do UST 10 anos e que a do Bund com o mesmo prazo se aproxime de 0.5%-0.60%.</p> <p>. <b>Mercados periféricos</b> - O ambiente de menor aversão ao risco e baixos níveis de rentabilidade continua a reflectir-se em maior apetência pela tomada de risco, favorecendo o recuo das <i>yields</i> dos países da periferia do euro, com destaque para o prémio de risco da dívida pública portuguesa a 10 anos, que está nos 170 pontos base face ao título alemão.</p>   | <p>. Existem riscos em ambos os sentidos: no curto prazo se a inflação continuar a desapontar pode-se-ão observar novos aumentos dos preços dos principais títulos; mas no médio prazo continuam a estar enviesados no sentido de queda dos preços dos títulos de taxa fixa superior ao esperado, dadas as boas perspectivas de crescimento a nível mundial, com destaque para a zona euro.</p> <p>. Nos países da periferia o risco de agravamento dos prémios de risco exigidos mantém-se, sobretudo se se observar algum evento desfavorável inesperado, nomeadamente no sector financeiro. Em Portugal e nos países periféricos mais vulneráveis, a redução esperada das compras pelo BCE poderá reflectir-se no agravamento do prémio de risco. Os países com maiores necessidades de financiamento do sector público, tidos como mais vulneráveis estruturalmente, continuam sujeitos e dependentes do grau de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais.</p> |
| <b>Acções</b>            | <p>. As <b>bolsas europeias</b> encontram-se em níveis máximos do ano, ou na sua proximidade, considerando a aceleração da actividade económica; ao mesmo tempo, os mercados bolsistas europeus parecem beneficiar do cenário de menor risco político, finalizado o ciclo eleitoral europeu com as eleições na Alemanha, reflectido igualmente nos indicadores de volatilidade. Contudo, apesar do momento positivo, há factores que podem contribuir para movimentos de correcção.</p> <p>. A <b>performance americana</b> está condicionada pelas expectativas em torno do plano económico de Trump, que assenta no investimento em infra-estruturas, na expansão fiscal, diminuição dos impostos às empresas e alívio da regulação. Os sectores mais tradicionais estão ser os mais beneficiados, incluindo indústria mineira e serviços financeiros.</p> <p>. Recentemente têm vindo a intensificar-se os receios relativamente ao grau de alavancagem real do sector empresarial norte-americano, receios que, caso se intensifiquem, poderão originar uma correcção no mercado bolsista.</p>  | <p>. O processo de normalização da política monetária por parte da Fed num contexto de alavancagem significativa em alguns sectores, pode levar os investidores a afastarem-se para outros mercados.</p> <p>. Questões políticas e geopolíticas, com destaque para a incerteza política nalguns países europeus, nomeadamente o processo de negociação da saída do Reino Unido da União Europeia. Recentemente, a afirmação da Coreia do Norte como potência nuclear está a gerar preocupação a nível mundial. Estas questões podem aumentar a volatilidade e a aversão ao risco.</p> <p>. Desenvolvimentos no sector bancário europeu.</p> <p>. Desaceleração económica na China.</p> <p>. Actuação dos bancos centrais mundiais.</p> <p>. Perspectivas positivas para os resultados empresariais.</p> <p>. Cenário de novas quedas dos preços das matérias-primas.</p>   |

## Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

| Principais tendências   | Factores de Risco   |
|---|---|
| <b>Commodities</b> <ul style="list-style-type: none"><li>. A perspectiva é de consolidação da recuperação dos preços, suportada no reforço da actividade dos principais blocos económicos, que deverão ver normalizado o seu crescimento, num contexto de maior equilíbrio financeiro, mais inflação e mais comércio. É de contar ainda com a correcção da oferta sentida nalguns produtos, nomeadamente no mercado da energia.</li><li>. No mercado do petróleo, os preços mais firmes foram alcançados através do acordo efectuado entre os países da OPEP mais a Rússia com vista à redução da produção diária. Acordo que foi prolongado até Março de 2018, com perspectiva de perdurar ao longo do ano. Aparentemente, o mercado mostra-se tendencialmente mais equilibrado.</li><li>. O aumento das expectativas de mais inflação pode inverter o interesse dos investidores e fazer regressar a procura em ouro, nomeadamente ou nível de operações de carácter mais especulativo.</li><li>. Também os preços dos produtos agrícolas estão sujeitos ao regresso dos especuladores, caso se comece a desenhar uma tendência de subida dos preços.</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>. O maior ou menor impulso económico nos EUA e a situação económica da China, num processo de grande transformação, são de grande relevância para a totalidade dos mercados de matérias-primas dado o seu importante papel como produtores e consumidores.</li><li>. A eficácia do acordo conseguido entre os membros da OPEP mais a Rússia, com vista à redução da produção para níveis mais próximos da procura, não está ainda comprovada (existem dúvidas por parte do mercado).</li><li>. A tensão provocada pelos testes nucleares da Coreia do Norte configura-se o factor geopolítico mais significativo, com consequências imprevisíveis.</li><li>. No Reino Unido, o Brexit acrescentou incerteza e indefinição aos mercados.</li></ul> |

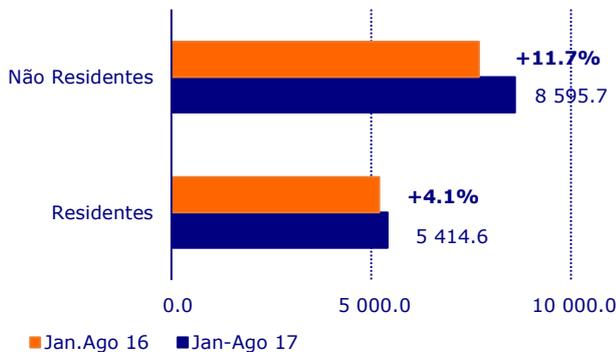
## TURISMO: NOVOS RECORDES EM PERSPECTIVA EM 2017

Os valores acumulados até Agosto demonstram que 2017 será o melhor ano de sempre no que respeita ao turismo em Portugal. A importância deste sector tem-se vindo a acentuar, estando a ser encarado como motor para o crescimento ao nível nacional e regional. Os últimos dados conhecidos confirmam que as regiões que não eram tradicionalmente fortes no turismo estão a crescer nesta área (registam as mais altas taxas de crescimento, em termos comparativos), apostando nas suas potencialidades (na diferenciação). Ainda assim, Lisboa e Algarve continuam a ser os campeões no acolhimento de turistas, na procura de unidades hoteleiras e afins e nos proveitos obtidos.

De Janeiro a Agosto de 2017, o número de hóspedes totais alcançou os 14.0 milhões, que compara com os 12.9 milhões registados em igual período do ano passado, significando um crescimento de 8.6%. Os turistas não residentes chegaram a 8.6 milhões (que representam 61.4% dos hóspedes totais), mais 11.7% do que no período homólogo. Os turistas residentes foram 5.4 milhões (com um peso de 38.6% para o total) e aumentaram 4.1% em relação ao período de Janeiro a Agosto do ano passado.

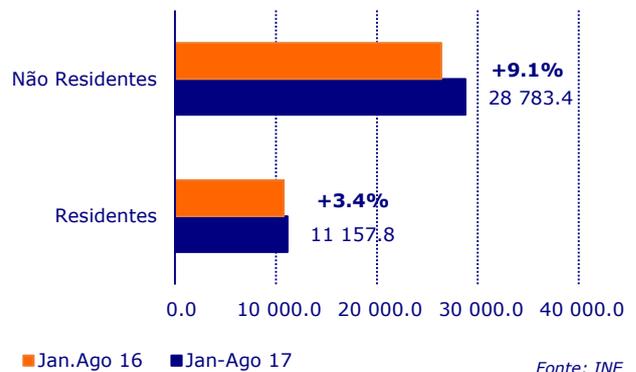
### Nº de hóspedes continua a crescer

(milhares)



### Nº de dormidas confirma tendência de subida

(milhares)

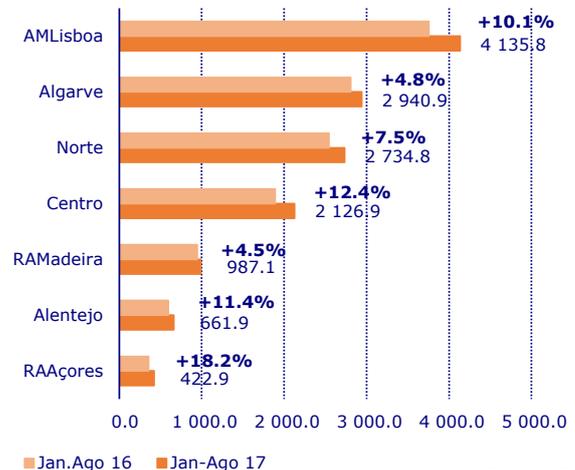


Também ao nível das dormidas se confirma a constante melhoria e a possibilidade de se alcançarem valores máximos de sempre. No total, entre Janeiro e Agosto, ocorreram 39.9 dormidas, um aumento de 7.4% em relação ao período homólogo. As dormidas de não residentes totalizaram 28.7 milhões (72.1% do total) e cresceram 9.1% face ao mesmo período do ano passado. Já os nacionais verificaram 11.1 milhões de dormidas (representam 27.9% do total), tendo aumentado 3.4% em termos homólogos. Em termos de estadia média total verificou-se uma ligeira diminuição. No período entre Janeiro a Agosto, o valor da estadia média foi de 2.79 dias, que compara com 2.81 dias no período homólogo.

Por regiões, confirma-se que a Área Metropolitana de Lisboa recebeu 4.1 milhões de hóspedes no período em análise (29.5% do total), representando um aumento de 10.1% em relação período homólogo. Segue-se o Algarve, com 2.9 milhões de turistas (tem um peso de 21.0% do total), que registou um aumento de 4.8% face ao mesmo período do ano passado. As regiões Norte (onde se inclui a RMPorto) e Centro receberam, respectivamente, 2.7 e 2.1 milhões de hóspedes (19.5% e 15.2% do total), correspondendo a aumentos de 7.5% e de 12.4% em relação ao período homólogo. Face à dimensão e especificidades de Madeira, Açores e Alentejo, estas regiões são as que menos turistas recebem. No entanto, de realçar o esforço que tem vindo a ser realizado do lado da oferta para a captação de cada vez mais hóspedes, pois a RAAçores registou a mais alta taxa de crescimento, 18.2%, seguindo-se a região Centro, com 12.4% e o Alentejo com 11.4%.

### Lisboa absorve 29.5% dos hóspedes, mas outras zonas registam maior expansão

(milhares)



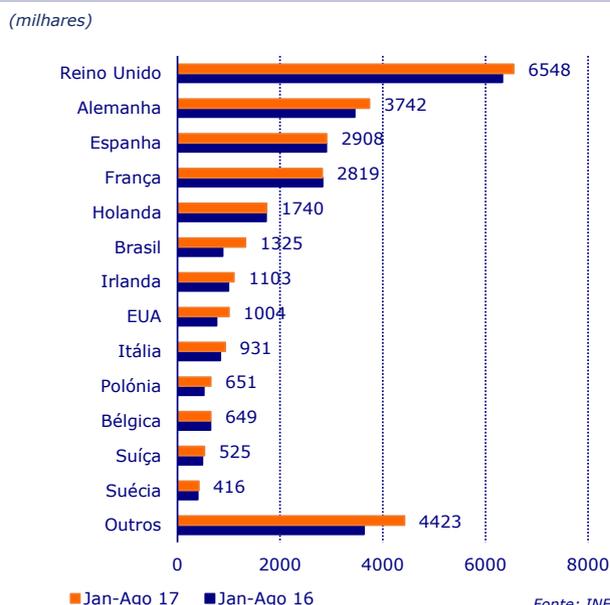
TEMAS EM DESTAQUE

**TURISMO: NOVOS RECORDES EM PERSPECTIVA EM 2017 (cont.)**

**Nas dormidas por não residentes, destacam-se os britânicos com 6.5 milhões (22.7% do total), tendo ocorrido um aumento de 3.4% em relação ao período homólogo em análise.** Seguem-se os alemães (13.0%) e os espanhóis (10.1%), igualmente com variações positivas de 8.3% e 0.3%, respectivamente. Os franceses (com um peso de 9.8%) foram os únicos visitantes com uma variação negativa de 0.3%. Estes quatro grupos de visitantes representam globalmente 55.6% do total. Os povos com variações positivas mais significativas face ao ano passado foram os brasileiros (+50.3%), os norte-americanos (+32.2%) e os polacos (+25.9%).

**Na ocupação hoteleira e afins (hotéis, hotéis-apartamentos, pousadas, apartamentos turísticos, aldeamentos turísticos, e outros), os hotéis representaram 77.2% da preferência dos turistas no período em análise e registaram um crescimento homólogo de 9.9%.** Só os apartamentos turísticos registaram um crescimento superior, 13.1%, mas representam apenas 6.6% do total da ocupação dos hóspedes.

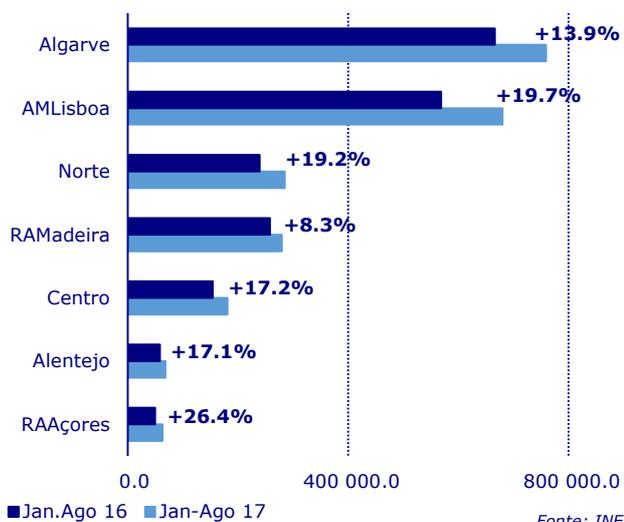
**O Reino Unido forneceu 22.7% dos turistas que visitaram Portugal em 2017**



**Em termos de proveitos totais, no período entre Janeiro a Agosto de 2017 obtiveram-se 2.316 milhões de euros, mais 16.1% comparativamente ao período homólogo.** O Algarve lidera com 759 milhões de euros arrecadados (cerca de 32.8% do total), aumentando 13.9% em relação ao mesmo período do ano anterior. Segue-se a AMLisboa, com 681 milhões de euros (perto de 29.4% do total), um significativo aumento de 19.7% do que no período homólogo, sugerindo uma forte pressão nos preços dos serviços no sentido ascendente. Só estas duas regiões representam 62.2% do total nacional. Globalmente, em todas as regiões do país verificaram-se aumentos homólogos significativos, destacando-se mais uma vez a RAAçores com um aumento dos proveitos de 26.4% (que acompanha a maior procura e atracção da região, depois da liberalização do mercado das viagens aéreas para os Açores).

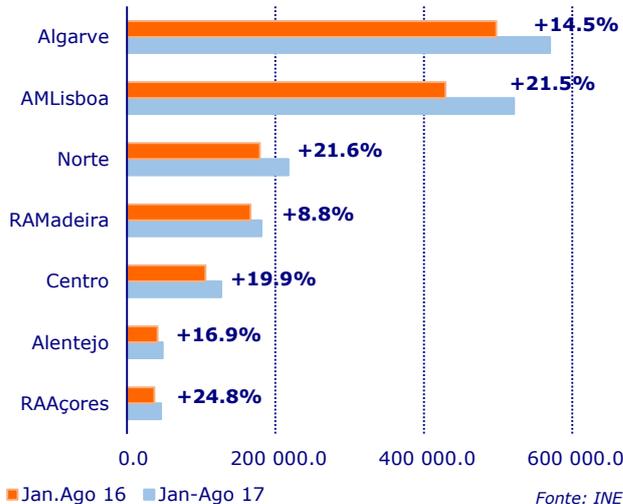
**Algarve representa 32.8% dos proveitos totais, segue-se AMLisboa com 29.4%**

(milhares de euros)



**Também é no Algarve e na AMLisboa onde os aposentos são mais rentáveis (proveitos p/aposento)**

(milhares de euros)



**De facto, se a análise incidir sobre os proveitos por aposento, confirma-se que a RAAçores, seguida pela região Norte (que inclui a RMPorto) e pela AMLisboa, são as regiões que apresentam actualmente maiores aumentos.** Respectivamente, 24.8%, 21.6% e 21.5%. Nos três casos, a pressão da procura tem guiado o aumento

**TURISMO: NOVOS RECORDES EM PERSPECTIVA EM 2017 (cont.)**

dos preços dos serviços e, por conseguinte, do aumento da rentabilidade/proveitos dos quartos. A AMLisboa é a região que mais turistas capta, mas tanto o Porto como os Açores estão actualmente nas novas rotas do turismo nacional.

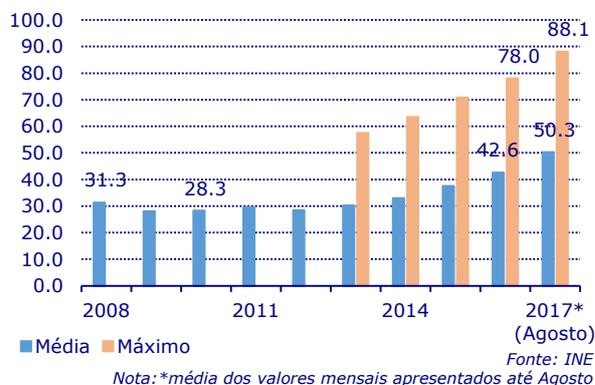
**No entanto, o Algarve é a região que mais proveitos capta por aposento – 570 milhões de euros (33.3% do total do país) – um aumento de 14.5% face ao período homólogo.** Segue-se a AMLisboa, com 522 milhões de euros (30.5% do total), representando um acréscimo de 21.5% perante o mesmo período do ano passado. Em termos globais, os proveitos totais por quarto ascendeu a 1.711 milhões em termos acumulados de Janeiro a Agosto do ano, mais 17.5% em relação ao período homólogo.

**Nos últimos cinco anos tem sido progressiva a subida da rentabilidade (RevPAR) por quarto em Portugal. E nos últimos três anos, os valores apresentados são superiores ao valor médio calculado desde 2008 (34.0 euros). Para já, o valor nacional para 2017 encontra-se a rondar os 50 euros.**

Em termos comparativos, referir que em Agosto, o valor nacional foi de 88.1 euros (79.2 euros em Agosto de 2016; mais 8.9 euros). Já o Algarve alcançou 126.0 euros (113.6 em Agosto de 2016; mais 12.4 euros), o valor mais alto por regiões, e a AMLisboa chegou a 91.9 euros (82.4 euros em Agosto 2016; mais 9.5 euros). De referir que Agosto é o mês do ano em que se alcança o pico máximo do rendimento médio por quarto disponível em Portugal, sendo o principal mês do período de férias de Verão e onde se verifica a maior parte da pressão da procura por parte dos turistas estrangeiros e nacionais.

**RevPAR por quarto disponível**

(euros)



## TEMAS EM DESTAQUE

**EXECUÇÃO ORÇAMENTAL JANEIRO-SETEMBRO (CONTABILIDADE PÚBLICA)**

□ **Nos primeiros 9 meses do ano, o saldo orçamental melhorou substancialmente face a igual período do ano anterior.** Assim, entre Janeiro e Setembro, o saldo orçamental foi de EUR -569.5 milhões, o que compara com EUR -2,860 milhões em igual período do ano anterior, ou seja, uma melhoria de EUR 2,290.5 milhões. O grande contributo veio da receita fiscal e contributiva, a par de uma contenção da despesa. O saldo primário melhorou de EUR 3,079.7 milhões entre Janeiro e Setembro de 2016 para EUR 5,559.4 milhões este ano. **Mantemos a nossa expectativa de que o saldo orçamental termine o ano em linha com o objectivo do Governo, ou seja, 1.4% do PIB,** medido em contabilidade nacional. A evolução favorável da receita e a contenção da despesa deverá permitir que o objectivo seja cumprido. O Executivo mantém, ainda assim, folga do lado do investimento público para fazer face a alguma derrapagem que se venha a verificar no resto do ano.

| Execução Orçamental (Janeiro - Setembro 2017)<br>(Contabilidade Pública) |                     |               |                             |              |               |
|--|---------------------|---------------|-----------------------------|--------------|---------------|
|  | Execução Orçamental |               | Taxa de Variação Homóloga % |              | Contribuições |
|  | Setembro 2016       | Setembro 2017 | Δ Setembro 17/16            | OE 17*       |               |
| <b>Receita Corrente</b>  | <b>55,709</b>       | <b>57,908</b> | <b>3.9%</b>                 | <b>3.9%</b>  | <b>3.9%</b>   |
| Receita Fiscal   | 33,348              | 35,087        | 5.2%                        | 3.3%         | 3.1%          |
| Impostos Directos  | 14,994              | 15,916        | 6.1%                        | 2.2%         | 1.6%          |
| Impostos Indirectos  | 18,354              | 19,171        | 4.4%                        | 4.3%         | 1.4%          |
| Contribuições Seg. Social  | 14,445              | 14,559        | 0.8%                        | 0.7%         | 0.2%          |
| Outras Receitas Correntes  | 7,871               | 8,200         | 4.2%                        | 13.3%        | 0.6%          |
| <b>Receita de Capital</b>  | <b>1,241</b>        | <b>1,380</b>  | <b>11.2%</b>                | <b>40.5%</b> | <b>0.2%</b>   |
| <b>Receita Efectiva</b>  | <b>56,950</b>       | <b>59,288</b> | <b>4.1%</b>                 | <b>4.8%</b>  | <b>4.1%</b>   |
| <b>Despesa Corrente</b>  | <b>56,520</b>       | <b>56,389</b> | <b>-0.2%</b>                | <b>1.9%</b>  | <b>-0.2%</b>  |
| Despesas com Pessoal   | 14,823              | 14,837        | 0.1%                        | 1.9%         | 0.0%          |
| Aquisição Bens e Serviços  | 7,953               | 8,069         | 1.4%                        | 3.8%         | 0.2%          |
| Juros e outros encargos  | 5,940               | 6,129         | 3.2%                        | 0.3%         | 0.3%          |
| Transferências Correntes   | 26,612              | 26,019        | -2.2%                       | 0.0%         | -1.0%         |
| Subsídios  | 636                 | 603           | -5.2%                       | -2.4%        | -0.1%         |
| Outras Despesas Correntes  | 514                 | 728           | 41.6%                       | 50.1%        | 0.4%          |
| <b>Despesa de Capital</b>  | <b>3,290</b>        | <b>3,469</b>  | <b>5.4%</b>                 | <b>11.4%</b> | <b>0.3%</b>   |
| <b>Despesa Efectiva</b>  | <b>59,810</b>       | <b>59,857</b> | <b>0.1%</b>                 | <b>2.5%</b>  | <b>0.1%</b>   |
| <b>Saldo Global</b>  | <b>-2,860</b>       | <b>-569</b>   | <b>-80.1%</b>               | -            | -             |
| <b>Saldo Primário</b>  | <b>3,080</b>        | <b>5,559</b>  | <b>80.5%</b>                | -            | -             |

(milhões EUR)

Fonte: DGO, calc. BPI.

Nota: \* Taxas de variação homólogas estimadas para 2017, de acordo com os valores inscritos na proposta de OGE 2018.

**A receita fiscal aumentou a um ritmo superior ao estimado, fortemente impulsionada pelos impostos directos.** A proposta de Orçamento de Estado para 2018 estima um aumento de 3.3% para a receita fiscal este ano, um valor substancialmente inferior ao registado para os primeiros 9 meses do ano (5.2%). O imposto arrecadado em sede de IRC tem revelado um desempenho muito positivo (+22% y/y), aproximando-se de um grau de execução de quase 83% nos primeiros 9 meses do ano, reflectindo o ambiente favorável do sector empresarial. Os impostos indirectos cresceram 5.7%, com o contributo substancial do IVA (5.4% y/y, superior ao estimado no OGE 2018, de 5.0%). Nota

**Receita Fiscal - Subsector Estado (Janeiro - Setembro)**

(milhões EUR)

|                             | Execução Acumulada |                 | Taxa de Variação Homóloga |                |            |            |
|-----------------------------|--------------------|-----------------|---------------------------|----------------|------------|------------|
|                             | 2016               | 2017            | Absoluta                  |                | %          |            |
|                             |                    |                 | Agosto                    | Setembro       | Agosto     | Setembro   |
| Impostos Directos           | 12,610.8           | 13,427.9        | 792.9                     | 817.1          | 7.8        | 6.5        |
| IRS                         | 8,816.2            | 8,753.8         | 179.1                     | -62.3          | 2.4        | -0.7       |
| IRC                         | 3,586.9            | 4,370.4         | 633.5                     | 783.4          | 24.7       | 21.8       |
| Outros                      | 207.7              | 303.7           | -19.7                     | 96.0           | -9.5       | 46.2       |
| Impostos Indirectos         | 16,704.6           | 17,650.1        | 706.5                     | 945.5          | 4.7        | 5.7        |
| ISP                         | 2,445.5            | 2,523.9         | 77.9                      | 78.4           | 3.7        | 3.2        |
| IVA                         | 11,116.6           | 11,712.7        | 429.7                     | 596.2          | 4.3        | 5.4        |
| Imp. Veículos               | 493.0              | 572.1           | 74.1                      | 79.1           | 16.5       | 16.1       |
| Imp. Tabaco                 | 1,186.7            | 1,120.1         | -93.3                     | -66.6          | -10.6      | -5.6       |
| IABA                        | 146.2              | 208.6           | 53.1                      | 62.4           | 42.8       | 42.7       |
| Imposto de Selo             | 1,036.6            | 1,102.4         | 49.6                      | 65.8           | 5.3        | 6.3        |
| Imposto Único de Circulação | 230.0              | 249.8           | 18.0                      | 19.8           | 8.7        | 8.6        |
| Outros                      | 50.0               | 160.5           | 97.5                      | 110.5          | 213.2      | 220.8      |
| <b>Receita Fiscal</b>       | <b>29,315.4</b>    | <b>31,078.0</b> | <b>1,499.4</b>            | <b>1,762.6</b> | <b>6.0</b> | <b>6.0</b> |

Fonte: DGO.

**EXECUÇÃO ORÇAMENTAL JANEIRO-SETEMBRO (CONTABILIDADE PÚBLICA)(cont.)**

ainda para o crescimento registado nos impostos relacionados com veículos, nomeadamente o Imposto Sobre Veículos (+16.1% face ao período homólogo), reflectindo o aumento das vendas de veículos automóveis<sup>1</sup>. As contribuições para regimes de protecção social cresceram entre Janeiro e Setembro 0.8%; no entanto, nota para o facto de, em 2017, as contribuições para a ADSE passarem a ser contabilizadas em vendas de bens e serviços, o que compara desfavoravelmente com 2016. **No total, a receita aumentou 4.1%, ligeiramente abaixo do estimado (4.8%), registando um grau de execução de 72% até Setembro.**

**A despesa manteve-se praticamente inalterada nos primeiros 9 meses do ano.**

As despesas com pessoal praticamente não alteraram no período de análise em termos homólogos, considerando que o pagamento do subsídio de Natal em 2017 está a ser feito de forma distinta do registado em 2016<sup>2</sup>. Espera-se uma alteração desta rubrica nos dados que reportem a execução de Novembro. Ao mesmo tempo, a aquisição de bens e serviços continua a crescer a um ritmo consideravelmente inferior ao estimado no OGE 2018 (1.4% vs a estimativa de 3.8%): o pagamento de participações pela ADSE suportou o aumento registado neste período, embora tenha sido parcialmente compensado pela diminuição da despesa com a aquisição de produtos químicos e farmacêuticos para o Serviço Nacional de Saúde (facto que deverá estar relacionado com o acréscimo dos pagamentos em atraso no sector - ver ponto seguinte). A evolução dos encargos com os juros (+3.2% vs 0.3% estimado no OGE 2018) continua influenciada pelos encargos suportados pelas Entidades Públicas Reclassificadas (EPR) da Administração Central (76.4%), uma vez que os encargos com a dívida pública directa continuam a cair (-1.8%). As transferências correntes continuam a tirar partido do cenário macroeconómico favorável (-2.2% vs 0.0% estimado no OGE 2018): as pensões estão a diminuir nos primeiros 9 meses do ano (-1.4% y/y), em linha com o diferente perfil de pagamento do 13º mês; e as prestações de desemprego diminuem 13% face ao período homólogo, considerando a melhoria gradual do mercado de trabalho. Nota final para o investimento público, que continua substancialmente abaixo do estimado no OGE 2018 (o Executivo reviu em baixa o investimento público em 2017 em 23% na proposta de OGE 2018). O grau de execução desta rubrica situa-se em 59% até Setembro (comparativamente ao objectivo inscrito no OGE 2018).

Nota para os pagamentos em atraso (dívidas por pagar há mais de 90 dias), que, em Setembro de 2017, atingiram um nível mais elevado do que o registado no final do ano anterior. De facto, no final de cada ano, as dívidas com mais de 90 dias tendem a cair. No entanto, se comparado com o mês homólogo, Setembro deste ano compara de forma desfavorável com Setembro de 2016, registando-se um aumento de 7.6% y/y. Nos primeiros 9 meses do ano, os pagamentos em atraso registaram um crescimento de 41%.

**Despesas da Segurança Social**

|                                       | Set 16        | Set 17   | Variação Homóloga | Peso no total da despesa |
|---------------------------------------|---------------|----------|-------------------|--------------------------|
|                                       | (milhões EUR) |          |                   |                          |
| Pensões                               | 11,958.8      | 11,785.9 | -1.4%             | 66%                      |
| Sobrevivência                         | 1,699.3       | 1,677.8  | -1.3%             | 9%                       |
| Invalidez                             | 985.2         | 932.5    | -5.3%             | 5%                       |
| Velhice                               | 9,273.9       | 9,149.2  | -1.3%             | 51%                      |
| Beneficiários dos antigos combatentes | 0.4           | 0.4      | 16.1%             | 0%                       |
| Subsídio familiar a crianças e jovens | 485.1         | 504.7    | 4.1%              | 3%                       |
| Subsídio por doença                   | 348.7         | 382.3    | 9.7%              | 2%                       |
| Prestações de desemprego              | 1,157.7       | 1,008.3  | -12.9%            | 6%                       |
| Complemento Solidário para Idosos     | 152.5         | 155.9    | 2.2%              | 1%                       |
| Outras prestações                     | 570.0         | 620.7    | 8.9%              | 3%                       |
| Acção social                          | 1,236.7       | 1,256.2  | 1.6%              | 7%                       |
| Rendimento Social de Inserção         | 249.1         | 255.9    | 2.7%              | 1%                       |
| Restantes                             | 2,048.1       | 1,906.9  | -6.9%             | 11%                      |
| Total Despesa                         | 18,206.6      | 17,877.0 | -1.8%             |                          |

Fonte: DGO; calc. BPI.

**Pagamentos em atraso (dívidas por pagar há mais de 90 dias)**

|                                    | Dez 13                                   | Dez 14       | Dez 15     | Set 16       | Dez 16     | Set 17       |
|------------------------------------|--|--------------|------------|--------------|------------|--------------|
|                                    | (stock em final de período, milhões EUR) |              |            |              |            |              |
| <b>Administrações Públicas</b>     | <b>1,846</b>                             | <b>1,539</b> | <b>920</b> | <b>1,117</b> | <b>851</b> | <b>1,204</b> |
| Admin. Central excl. Subs. Saúde   | 30                                       | 22           | 13         | 19           | 17         | 18           |
| Subsector da Saúde                 | 10                                       | 7            | 4          | 2            | 6          | 5            |
| Hospitais EPE                      | 611                                      | 553          | 451        | 711          | 544        | 961          |
| Empresas Públicas Reclassificadas  | 1  | 3            | 15         | 16           | 13         | 14           |
| Administração Local                | 671                                      | 437          | 242        | 190          | 150        | 107          |
| Administração Regional             | 523                                      | 516          | 194        | 179          | 120        | 99           |
| <b>Outras Entidades</b>            | <b>103</b>                               | <b>1</b>     | <b>1</b>   | <b>3</b>     | <b>3</b>   | <b>1</b>     |
| Empr. Públicas Não Reclassificadas | 103                                      | 1            | 1          | 3            | 3          | 1            |
| <b>Total</b>                       | <b>1,949</b>                             | <b>1,539</b> | <b>921</b> | <b>1,120</b> | <b>854</b> | <b>1,205</b> |

Fonte: DGO.

<sup>1</sup>De acordo com a ACAP, as vendas de veículos ligeiros aumentaram, em termos acumulados, 8.3% entre Janeiro e Setembro de 2017.

<sup>2</sup>Em 2017, metade do subsídio de Natal é pago em duodécimos e a outra metade em Novembro; em 2016, a totalidade do subsídio de Natal foi paga em duodécimos.



## ESTADOS UNIDOS - MERCADO DE TRABALHO PERTO DO PLENO EMPREGO

□ Segundo o relatório do mercado de trabalho norte-americano, foram criados 261 mil novos empregos em Outubro (não inclui o sector agrícola), depois do acréscimo de apenas 18 mil em Setembro (revisto em alta face aos -33 mil indicados previamente) e de 208 mil em Agosto (revisto em alta perante os 169 mil divulgados anteriormente). Este valor de Outubro confirma que a economia mantém grande dinamismo, gerador de emprego, regressando à normalidade face aos dados de Setembro, que reflectiram a passagem dos furacões Harvey e Irma pelos estados do sul dos EUA. Em termos da média móvel de 3 meses, que permite reduzir a volatilidade mensal, em Agosto foram gerados 185 mil postos de trabalho (175 mil pelo sector privado); em Setembro 121 mil (111 pelo sector privado) e em Outubro 162 mil (150 mil pelo sector privado). **Paralelamente, a taxa de desemprego baixou de 4.2% para 4.1% de Setembro para Outubro, tendo o número de desempregados decrescido em 281 mil, para 6.5 milhões. Desde Janeiro, a taxa de desemprego baixou 0.7 pontos percentuais, equivalente a uma quebra de 1.1 milhões no número de desempregados. Em termos históricos, o mercado de trabalho norte-americano encontra-se muito próximo da situação considerada de pleno emprego.**

□ Após um período de expectativa, o Presidente Trump anunciou as linhas gerais do novo plano fiscal (*Tax Cut and Jobs Act*), que será apresentado com detalhe no Congresso norte-americano para discussão, aprovação e elaboração de legislação em conformidade. O documento não está fechado e espera-se que ocorram alguns ajustamentos e correcções, passando a vigorar possivelmente em 2018. Os objectivos do plano são estabelecer um conjunto de cortes permanentes de impostos para empresas e indivíduos e simplificar o regime de deduções e créditos concedidos às famílias; as despesas com o investimento e o regime de dedução dos juros serão alterados ou mesmo eliminados; de modo a promover a competitividade internacional, o projecto-lei cria incentivos à repatriação dos lucros das empresas norte-americanas no exterior e ao acolhimento de empresas multinacionais em solo americano. **Destacam-se da proposta os seguintes pontos: a) a taxa marginal de imposto sobre sociedades será reduzida de 35% para 20%; b) as pequenas empresas terão uma redução da taxa máxima de imposto de 39.6% para 25% na distribuição de resultados; c) as pequenas empresas terão igualmente a possibilidade de deduzir integralmente os juros sobre os empréstimos, enquanto à maioria das outras empresas será permitida a dedução parcial de juros; d) redução dos escalões de imposto sobre o rendimento singular de 7 para 4 em 2018 – 12%, 25%, 35% e 39.6%; e) aumento das deduções fiscais para USD 12.200 nos solteiros e para USD 24.400 nos casais; f) o imposto sobre ganhos de capital e dividendos para pessoas singulares permanecerá inalterado em 23.6%; g) o imposto estadual sobre imóveis com valor superior a 5.49 milhões de dólares duplicará; h) as propriedades avaliadas acima de 11.2 milhões de dólares pagarão 40% de imposto por pessoa até 2024, a partir da qual deixarão de pagar imposto; i) o crédito fiscal para crianças aumenta de USD 1.000 para USD 1.600, embora as isenções desapareçam; etc. De acordo com as propostas, calcula-se que ocorra uma redução da receita em 1984 biliões de dólares entre 2018 e 2027, equivalente a 0.88% do PIB, segundo a *Tax Foundation*.**

### Impactos na receita fiscal

*mil milhões de dólares*

|                                       | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Total |
|---------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Impostos sobre rendimentos empresas   | -199 | -166 | -148 | -142 | -127 | 18   | 3    | -1   | -10  | -12  | -784  |
| Impostos sobre rendimentos indivíduos | -168 | -152 | -151 | -135 | -114 | -18  | -40  | -54  | -90  | -120 | -1042 |
| Impostos sobre doações e imobiliário  | -1   | -9   | -9   | -10  | -11  | -12  | -14  | -30  | -32  | -33  | -161  |
| Total                                 | -368 | -327 | -308 | -287 | -252 | -12  | -51  | -85  | -132 | -165 | -1987 |

Fonte: *Tax Foundation*

De acordo com a *Tax Foundation* (não partidária), a *Tax Cuts and Jobs Act* levará ao aumento da dimensão económica dos EUA, com o PIB a crescer muito perto dos 4% ao ano, no longo prazo (algumas instituições referem que, em 2018, o plano fiscal pode acrescentar cerca de +0.6% ao crescimento do PIB). Igualmente numa visão de longo prazo (não é especificado o período temporal), esta instituição prevê um aumento dos salários próximo dos 3% ao ano e uma adição de 975 mil novos empregos em horário completo. A principal razão para o aumento do ritmo de crescimento, salários mais altos e expansão do mercado de trabalho será a significativa redução dos custos do capital que, segundo a proposta, está principalmente contemplada na redução dos impostos sobre as empresas (o *stock* de capital também aumentará a uma taxa acima dos 10% no longo prazo). Todos estes novos dados terão de ser equacionados pela Fed, de acordo com os objectivos de política monetária. Para já estão a ser antecipadas uma subida de juros em Dezembro e mais três movimentos de alta das taxas no decurso de 2018.

### Impactos económicos da reforma fiscal

|   |       |
|---|-------|
| Crescimento de longo prazo do PIB                     | 3.9%  |
| Crescimento de longo prazo do <i>stock</i> de capital | 10.6% |
| Crescimento de longo prazo dos salários               | 3.1%  |
| Criação de empregos a tempo completo (mil)            | 975   |

Fonte: *Tax Foundation*

## ECONOMIAS

## PORTUGAL - MERCADO DE TRABALHO EM RECUPERAÇÃO

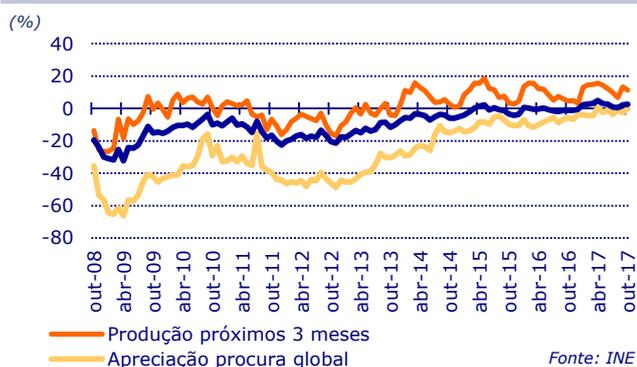
□ **Os últimos indicadores continuam a suportar um cenário de retoma da actividade. Começando pelos indicadores de sentimento**, em Outubro assistiu-se à melhoria da confiança em praticamente todos os sectores, destacando-se o facto da confiança dos consumidores ter retomado a tendência de melhoria interrompida em Julho. Em Setembro, este indicador aumentou para 4.4 pontos, reflectindo expectativas positivas quanto à evolução da poupança e situação financeira do agregado familiar. No mesmo sentido evolui o sentimento nos sectores do comércio e da indústria transformadora, salientando-se, neste último, a melhoria das perspectivas quanto ao andamento da produção nos próximos três meses e a avaliação mais positiva da procura global.

□ **No mesmo sentido apontam os indicadores de actividade relativos a Setembro**, realçando-se a aceleração das vendas a retalho e a permanência da tendência de expansão do índice de produção industrial, ainda que a um ritmo mais lento do que nos dois meses anteriores. As vendas a retalho cresceram 4.1% yoy e excluindo combustíveis aumentaram 4.3%. Os bens não alimentares foram os que apresentaram maior ritmo de expansão, avançando 5.6%. A produção industrial manteve a tendência de crescimento, mas a um ritmo significativamente mais baixo do que nos meses anteriores, o que estará relacionado com o forte incremento observado na produção automóvel nos meses de Verão. Em Setembro, este indicador cresceu 2.8% y/y, revelando um abrandamento em todos os sectores. Na indústria transformadora, o ritmo de crescimento passou de 8.7% y/y em Agosto para 2.4% y/y em Setembro.

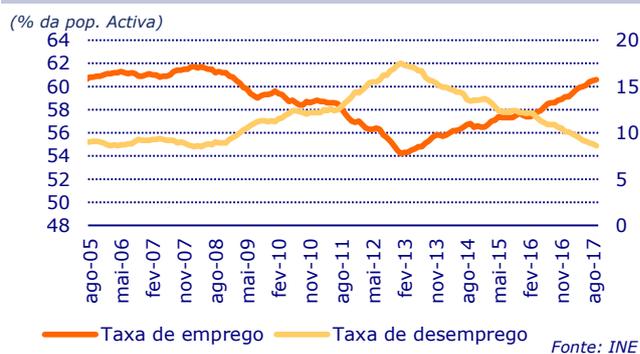
□ **As estimativas mensais para a evolução do emprego e do desemprego confirmam a melhoria das condições no mercado de trabalho**, sendo que a primeira estimativa para a taxa de desemprego em Setembro aponta para que esta tenha caído para 8.6%, -0.2 p.p do que em Agosto e -2.3 p.p. face ao período homólogo. O emprego aumentou 0.15% m/m e 3.2% y/y; o número de desempregados diminuiu 2.1% m/m e 20.7% y/y. Analisando por escalões etários, a taxa de desemprego jovem caiu 2.6 p.p. y/y para 25.7% e a dos adultos com mais de 25 anos diminuiu 2.3 p.p. y/y para 7.2%. **De acordo com as estatísticas do emprego trimestral, a taxa de desemprego reduziu para 8.5% no 3T, menos 0.3 p.p. que no trimestre anterior inferior em 2.0 p.p. face ao trimestre homólogo, em linha com as publicações mensais.**

□ **Finalmente, o Banco de Portugal publicou informação relativa ao andamento da dívida pública na óptica de Maastricht, mostrando uma redução de 1.2 mil milhões de euros (mme) em Setembro comparativamente a Agosto.** Naquele mês a dívida era de 249.1 mme em Setembro, representando 129.3% do PIB, (tendo por base as previsões do BPI para o PIB nominal em 2017). Esta melhoria reflecte, principalmente, a redução da exposição a títulos de dívida pública de curto prazo, que em Setembro caiu para 14.6 mme, menos 1.6 mme do que em Agosto. Excluindo os depósitos, a dívida na óptica de Maastricht caiu para 221.6 mme, 115.1% do PIB.

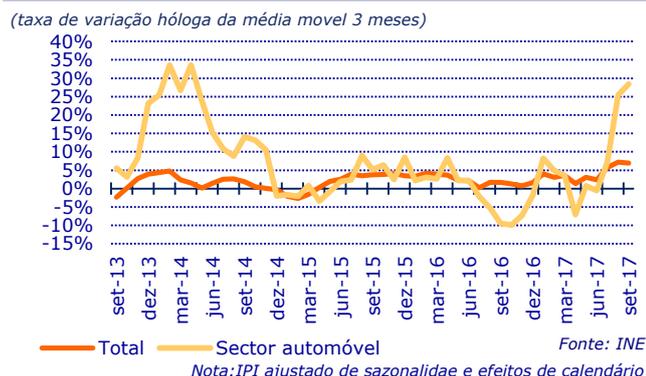
## Indicador de sentimento na indústria transformadora



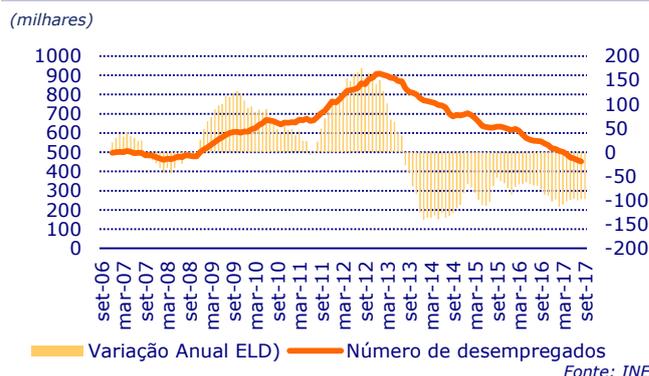
## Indicadores do mercado de trabalho melhoram



## Produção industrial



## Portugal: variação do número de desempregados

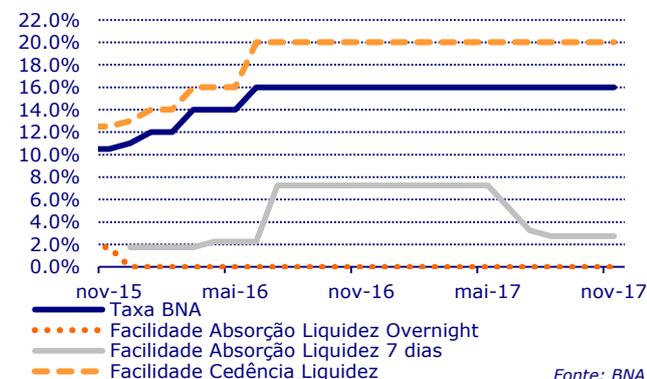


## ANGOLA – MOODY'S BAIXOU O RATING DA DÍVIDA

- **A Agência de notação norte-americana Moody's baixou o *rating* da dívida de Angola de B1 para B2 e alterou a perspectiva do país de "negativo" para "estável".** Na base desta decisão encontra-se o cenário de baixo crescimento, alta inflação, diminuição das reservas cambiais, baixo investimento público e a permanência de um sistema bancário débil. Por outro lado, a economia e a própria dívida do país encontram-se muito vulneráveis a movimentos de desvalorização da moeda. A perspectiva de maior estabilidade resulta do facto de estar a acontecer uma recuperação do mercado do petróleo que, se persistir, deverá suportar a economia angolana num novo ciclo de crescimento.
- **Na reunião do Comité de Política Monetária de dia 1 de Novembro, o Banco Nacional de Angola (BNA) optou por manter inalterados os instrumentos e a política seguida nos últimos meses.** A principal taxa de referência do banco central permaneceu nos 16%, nível que não é alterado desde Junho do ano passado. Do mesmo modo, o BNA manteve a taxa de cedência permanente de liquidez nos 20.0%, assim como a taxa de absorção, que permaneceu nos 2.75%. Esta atitude por parte da autoridade monetária era esperada, embora tenham surgido recentemente sinais que apontam para a paragem da trajectória de descida da inflação em Setembro (ao fim de oito meses de queda consecutiva). Outro facto relevante que deverá estar a ser equacionado pelas autoridades é a queda das reservas internacionais líquidas.
- **De acordo com as Estatísticas de Comércio Externo, divulgadas pelo Instituto Nacional de Estatística de Angola, a balança comercial registou um saldo positivo de USD 10.1 mil milhões na primeira metade do ano, em resultado do comportamento do preço do petróleo, principal produto de exportação do país.** O aumento das exportações no 1º semestre foi de 26% em termos homólogos, enquanto as importações permaneceram praticamente estáveis. O petróleo mantém a sua posição de relevo nas exportações angolanas, com um peso de 95% na primeira metade do ano; a recuperação dos preços da matéria-prima para níveis comparativamente mais elevados do que na primeira metade de 2016 levou a que as exportações de petróleo crescessem 31%. A China mantém-se o principal cliente de Angola, com um peso de 58% do total das exportações. Quanto às compras feitas pelo país, no período em análise, os principais fornecedores foram Portugal (com um peso de 18% do total das importações da primeira metade do ano), China (14%), EUA (6.0%) e África do Sul (6%).

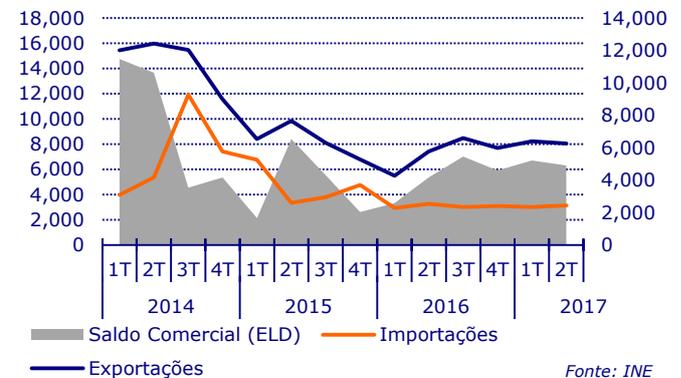
### CPM manteve as taxas de juro de política monetária inalteradas na reunião de Novembro

(percentagem)



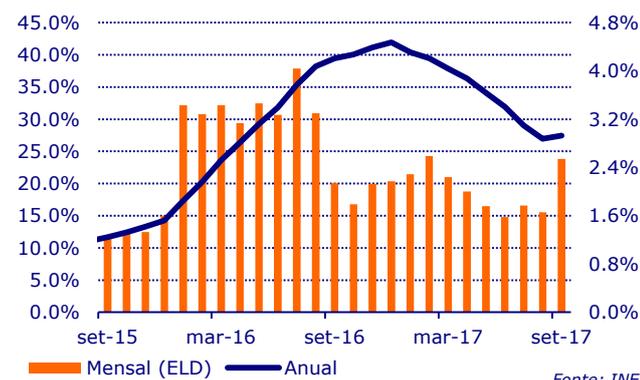
### Saldo comercial melhorou no 1S de 2017, em comparação com igual período de 2016

(milhões USD; milhões USD)



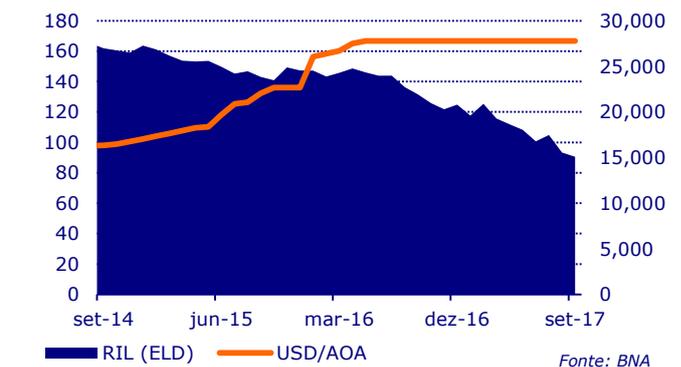
### Inflação aumentou em Setembro, revertendo a tendência de queda registada nos 8 meses anteriores

(yoy%; mom%)



### Reservas Internacionais Líquidas caem em Setembro para USD 15.1 mil milhões

(x kwanzas por USD; milhões USD)



## ECONOMIAS

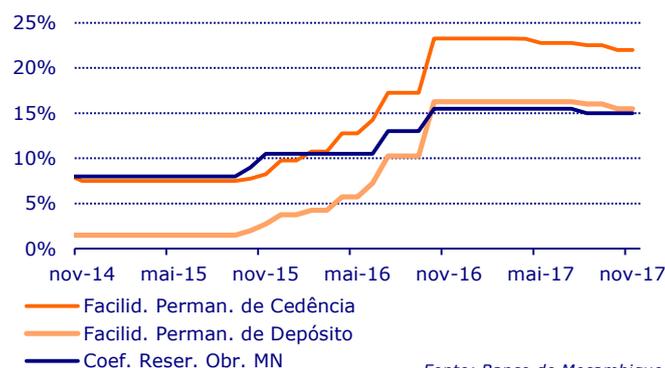
**MOÇAMBIQUE – BANCO DE MOÇAMBIQUE REDUZ TAXAS**

□ **Banco de Moçambique reduziu as taxas de juro de política monetária na última reunião.** O Comité de Política Monetária decidiu, na reunião de final de Outubro, introduzir as seguintes alterações: (i) redução da taxa MIMO em 50 pontos base (p.b.) para 21.0%; (ii) diminuição em 50 p.b. da taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez para 22.0%; (iii) redução da taxa de depósitos em 50 p.b. para 15.5%; (iv) diminuição do coeficiente de reservas obrigatórias, passando de 15.0% para 14.0%. Estas decisões têm por base a evolução favorável da taxa de inflação do país, a par de um cenário de estabilização do Metical e de aumento das reservas internacionais. De acordo com o Banco de Moçambique, as exportações terão aumentado em USD 991 milhões, devido essencialmente, ao carvão e alumínio. Adicionalmente, as reservas internacionais líquidas atingiram, até ao dia 20 de Outubro, USD 2.3 mil milhões. Ainda assim, o Banco de Moçambique considera a sua actuação conservadora, apontando alguns riscos que podem colocar pressão sobre o crescimento dos preços. Neste ponto, o banco central aponta os fenómenos climáticos extremos, a volatilidade dos preços das matérias-primas e o ambiente político nos países vizinhos, nomeadamente na África do Sul. A próxima reunião de política monetária deverá ocorrer a 20 de Dezembro.

□ **Fitch mantém o rating da dívida de Moçambique em RD.** A agência de *rating* internacional Fitch manteve inalterado o *rating* da dívida de longo-prazo em moeda estrangeira em *Restricted Default* (RD), uma situação que se mantém desde Novembro de 2016. Em causa está a incapacidade do Governo moçambicano em lidar com o *default* da dívida dos credores comerciais internacionais. Recorde-se que o Governo tinha solicitado junto dos credores internacionais a reestruturação da dívida comercial, mas até ao momento ainda não foi conseguido nenhum acordo; a Fitch considera que este processo será longo. Adicionalmente, a agência considera que o acordo com o FMI, uma das exigências dos credores para aceitar dialogar a reestruturação da dívida, é pouco provável que avance no curto prazo, pelo facto de o relatório de auditoria da Kroll não cumprir com as condições de transparência, dadas as falhas de informação ainda existentes.

**Banco Central diminuiu as taxas de juro de política monetária na reunião de Outubro**

(percentagem)



Fonte: Banco de Moçambique

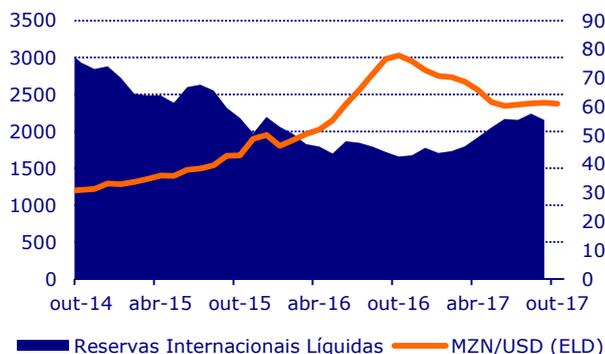
**Rating atribuído à dívida soberana de longo-prazo, em moeda estrangeira**

|         | Rating | Data da última alteração | Perspectiva |
|---------|--------|--------------------------|-------------|
| Moody's | Caa2   | 08-jul-16                | Negativa    |
| S&P     | SD     | 18-jan-17                | -           |
| Fitch   | RD     | 30-nov-16                | -           |

Fonte: Bloomberg; sites das agências de rating.

**Reservas têm recuperado nos últimos meses, impulsionado pelas exportações e pela política monetária**

(milhões USD; x Meticals por USD)



Fonte: Banco de Moçambique; Bloomberg

**Yield da emissão reestruturada da EMATUM aumenta ligeiramente em Outubro**

(yield da emissão reestruturada da EMATUM, %)



Fonte: Bloomberg

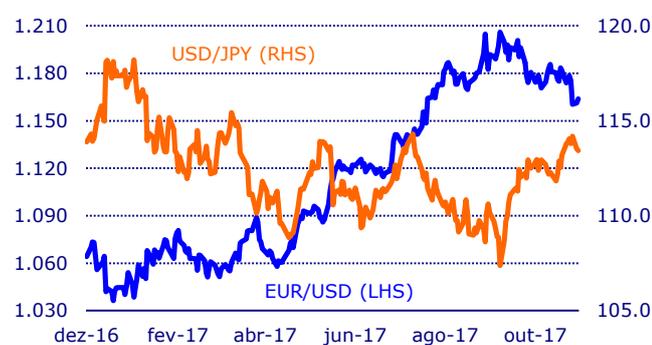
## MERCADO CAMBIAL

**MERCADOS**

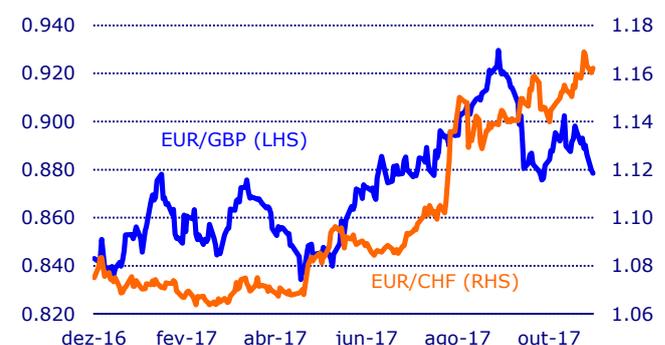
### EUR/USD COM SINAIS DE CORRECÇÃO

- No início de Setembro, o EUR/USD atingiu 1.2092, valor máximo do ano e desde Janeiro de 2015. Este novo máximo foi alcançado depois de testado e ultrapassado um ponto de resistência existente em 1.1711 (registo no final de Agosto de 2015).** Este movimento resultou da conjugação dos seguintes factores: a Zona Euro estava (está) a crescer mais do que o previsto; especulava-se a redução das medidas de política monetária não convencionais; nos EUA gerou-se decepção com a Administração Trump, que tardava em colocar em prática as políticas prometidas em campanha eleitoral – dificuldades na remoção do Obamacare; introdução de um pacote fiscal mais amigável de empresas e famílias; implementação de novas infra-estruturas de suporte à actividade económica; hesitações por parte da Reserva Federal norte-americana em prosseguir com o ciclo de subida das taxas de juro. Em conformidade com um sentimento comparativamente mais positivo para o euro do que para o dólar, o mercado apostou e reforçou posições longas em euros e curtas em dólares.
- Mais recentemente surgiram os primeiros sinais de correcção do câmbio âncora, que chegou a registar o valor mínimo 1.1552, após o teste ao ponto de suporte 1.1661.** O facto é que rapidamente 2017 se aproxima do fim e parte das posições cambiais existentes no mercado têm de ser revertidas para se contabilizarem os resultados do ano. E, conseqüentemente, aumenta a compra de dólares e a venda de euros. Surgiram igualmente factores de mercado que alteram as expectativas de evolução do EUR/USD: a economia norte-americana está a consolidar o ritmo de forte crescimento e o mercado de trabalho está muito próximo do nível considerado de pleno emprego (a inflação é a decepção perante a expectativa de esperada subida consistente); o Congresso norte-americano está já a debater o pacote fiscal proposto por Trump e a convicção é de que o que for aprovado dará um importante impulso à economia; existe expectativa de que a Fed deverá prosseguir com a subida dos juros – o ano deverá terminar com juros mais altos; o BCE propôs uma redução das compras de títulos de dívida pública e corporativa para 2018, num processo que já estava descontado, sabendo-se que a liquidez será sempre assegurada e que as taxas de juro permanecerão nos actuais níveis durante um ainda longo período; a actual questão política da Catalunha, para além de factor desestabilizador de uma das principais economias europeias, poderá ter desfecho imprevisível.
- Ponderados todos estes factores, é bem possível que o EUR/USD possa ter como referência até final do ano uma área compreendida entre 1.15 e 1.14, antigos níveis de resistência e que podem vir a funcionar como suportes (usando os conceitos de Análise Técnica).**

#### EUR/USD consolida correcção mais expressiva; USD/JPY próximo de máximos dos últimos meses

*(x dólares por EUR; x ienes por USD)*

*Fonte: Reuters, BPI*

#### GBP volta a apreciar-se em relação ao EUR; CHF consolida perdas para o EUR

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

*Fonte: Reuters, BPI*

#### EUR sobrevalorizado face ao USD e CHF, especialmente em relação ao JPY

*02.Nov.2017*

|         | PPC    | SPOT   | % SOBRE (+) OU SUB (-)<br>VALORIZAÇÃO DO EUR |
|---------|--------|--------|--|
| EUR/USD | 1.1032 | 1.1638 | 5.49%  |
| EUR/JPY | 114.18 | 132.00 | 15.61%                                       |
| EUR/GBP | 0.9138 | 0.8785 | -3.86%                                       |
| EUR/CHF | 1.0820 | 1.1622 | 7.41%  |

*Fonte: BPI.*

#### Cotações a Prazo

*02.Nov.2017*

| Moedas  | 3 Meses | 6 Meses | 1 Ano  |
|---------|---------|---------|--------|
| EUR/USD | 1.1689  | 1.1749  | 1.1882 |
| EUR/JPY | 132.11  | 132.21  | 132.46 |
| EUR/GBP | 0.8804  | 0.8825  | 0.8875 |
| EUR/CHF | 1.1633  | 1.1603  | 1.1588 |

*Fonte: BPI.*

## MERCADOS

## MERCADO MONETÁRIO

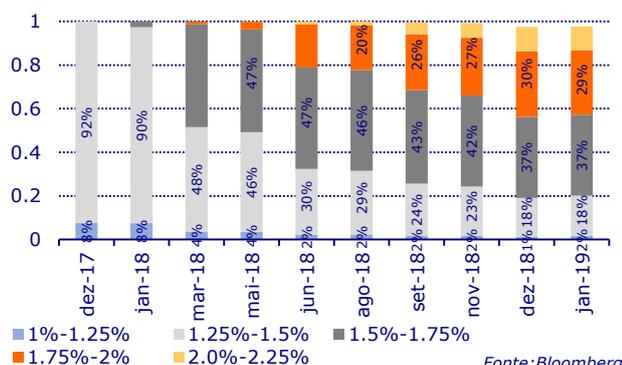
**NO IMEDIATO NÃO SE ESPERAM SURPRESAS...**

▫ **FED: Como era esperado, a Reserva Federal manteve inalterada a sua política monetária na última reunião do Comité Monetário (FOMC), tendo o intervalo dos juros dos fed-funds permanecido entre 1.00% -1.25%.** No comunicado final é referido que a actividade económica está a avançar a um ritmo sólido (e já não moderado) e, no mercado de trabalho, a taxa de desemprego continua a tendência descendente apesar dos recentes furacões terem tido um impacto negativo na criação de emprego. Em relação à inflação, o comunicado reiterou que os membros do FOMC esperam que estabilize em torno do objectivo de 2% no médio prazo, embora admitam que, no curto prazo, os valores não estejam ainda em linha com as expectativas. **A maioria dos membros do FOMC está de acordo com uma nova subida de taxas de juro antes do final do ano, que vai de encontro à perspectiva do mercado.**

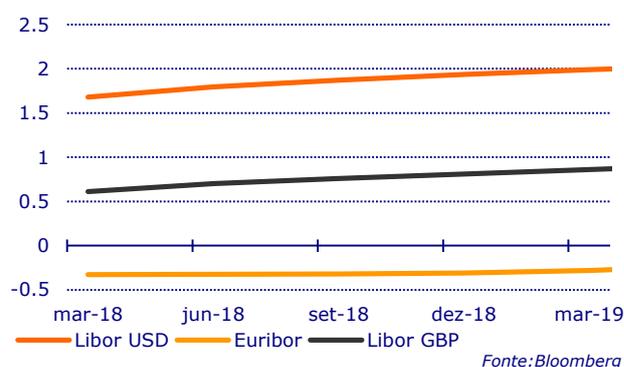
▫ **O Presidente Trump anunciou que o principal responsável pela Reserva Federal norte-americana a partir de Fevereiro de 2018, substituindo Janet Yellen, será Jerome Powell, que já é actualmente membro do conselho de governadores da Fed.** Com passado na banca de investimento, a escolha de Powell está a ser encarada como uma solução de continuidade, não se esperando sobressaltos face à evolução esperada da política monetária ao longo dos próximos meses. Do que se conhece, Powell é defensor da política adoptada de estímulos monetários e de juros baixos. Acredita-se que esta nomeação deva gerar consenso alargado quando for submetida ao aval do Senado norte-americano.

**Futuros da tx. de juro dos fed-funds: probabilidade de aumento de 25 p.b. na reunião de Dezembro em 92%**

(probabilidades implícitas nos futuros dos fed-funds)

**Futuros de taxas a 3 meses**

(%)



▫ **BCE: O Banco Central Europeu confirma redução dos estímulos em 2018.** O BCE, na sua reunião de política monetária, decidiu manter as taxas de juro de referência inalteradas, assim como o programa de compra de títulos de dívida (pública e privada) em EUR 60 mil milhões até Dezembro. As novidades (esperadas e antecipadas pelos mercados) reportam a 2018, onde a autoridade monetária europeia pretende reduzir o montante dos estímulos não convencionais para metade, em princípio, até Setembro.

▫ De facto, quanto às taxas de juro, o BCE prevê que se mantenham nos níveis actuais durante um longo período de tempo, para além da finalização do ciclo de *tapering* que vai decorrer ao longo de 2018. No que se refere às medidas não convencionais de política monetária, o banco central irá continuar a realizar as compras no âmbito do programa de aquisição de activos, ao ritmo mensal de EUR 60 mil milhões até o final do ano. **A partir de Janeiro de 2018, as compras líquidas de activos manter-se-ão, mas ao ritmo mensal de EUR 30 mil milhões até o final de Setembro de 2018. No entanto, o comité de governadores indicou que, se necessário, o programa poderá ser prolongado e redimensionado, nomeadamente, se a trajectória da inflação não for consistente com o objectivo traçado (perto dos 2%, no médio prazo). Foi ainda indicado que serão reinvestidos os montantes correspondentes aos títulos de dívida vencidos, durante um longo período de tempo, contribuindo para que se mantenham as condições favoráveis de liquidez no Eurosistema.**

▫ **BoE: Pela primeira vez numa década, o Banco de Inglaterra subiu a sua principal taxa de juro de referência (repo rate).** Com uma subida de 0.25%, a taxa repo alcançou 0.50% (aprovado por uma maioria de 7 contra 2), o banco central pretende manter a inflação controlada em torno dos 2%, para além de poder suportar o crescimento e o emprego. Por unanimidade, o comité decidiu ainda manter o programa de compra de dívida pública, num total de 435 mil milhões de libras, e de dívida das empresas, num total de 10 mil milhões de libras. Na apreciação macroeconómica, a autoridade monetária prevê que nos próximos anos o PIB cresça modestamente a um ritmo acima da sua reduzida taxa potencial. O crescimento do consumo permanece lento no curto prazo, mas deverá aumentar de acordo com o rendimento das famílias. O superávit comercial tem-se vindo a reforçar em resultado da forte expansão global e da depreciação da libra. O investimento das empresas deverá manter-se afectado pelas incertezas em torno do Brexit, mas continua a crescer a um ritmo moderado, apoiado por uma forte procura global, altas taxas de rentabilidade e

**MERCADO MONETÁRIO**

**MERCADOS**

**NO IMEDIATO NÃO SE ESPERAM SURPRESAS... (cont.)**

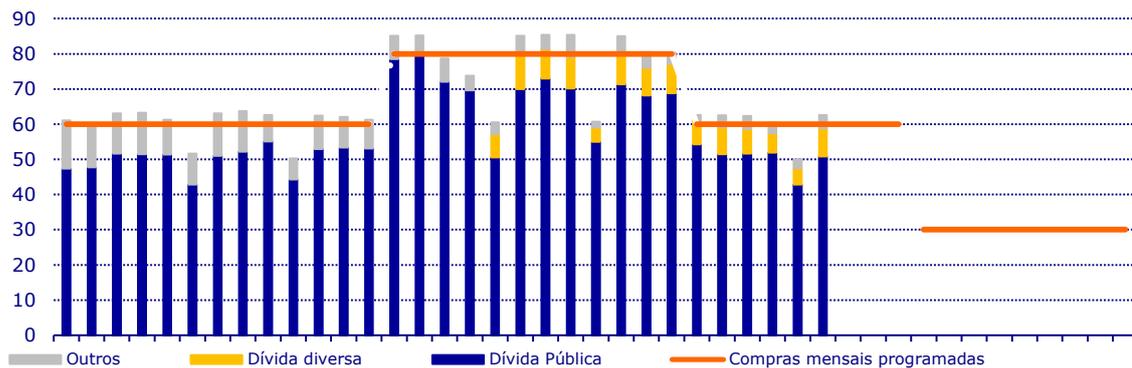
baixo custo do capital. **A evolução da inflação mostra-se um problema. Em Setembro subiu para 3.0%, devendo ultrapassar este valor em Outubro, em consequência da depreciação da libra e do aumento do preço da energia que passam para o consumidor.**

□ **O BoE reconhece que o Brexit trará incerteza e constrangimentos, nomeadamente ao nível do investimento e do mercado de trabalho. A política monetária poderá não prevenir os ajustamentos reais necessários, com o surgimento de novos acordos de comércio a nível internacional ou uma quebra no crescimento da actividade económica. Por isso, no futuro, terá de ser repensada a resposta ao *trade-off* entre colocar a inflação numa trajectória mais sustentável e o suporte à economia e ao emprego.**

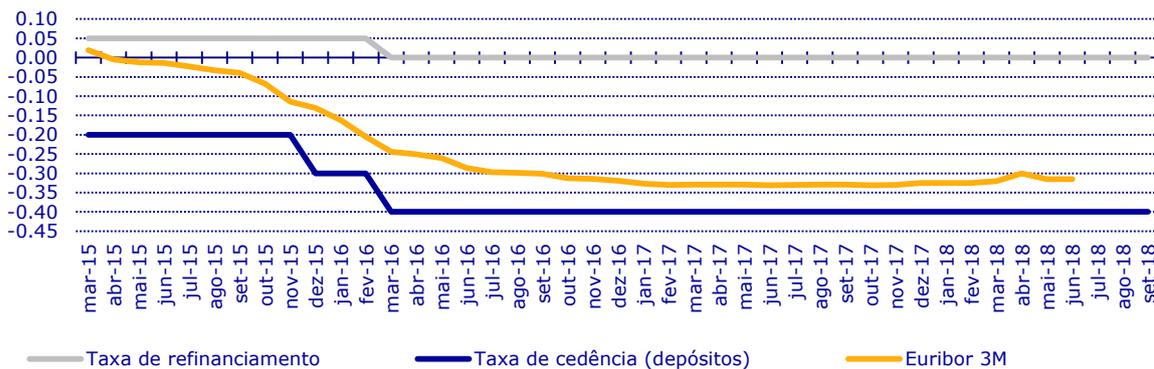
□ **BoJ: Na reunião de 31 Outubro, o banco central japonês anunciou a manutenção da sua política monetária, com a principal taxa de juro de curto prazo em -0.1% e a *yield* das obrigações a 10 anos à volta de zero (conseguida através de um programa anual de recompra de dívida no valor de 80 biliões de ienes). A política monetária nipónica ultra expansionista já dura há algum tempo e tem como objectivo gerar um ciclo inflacionista (saída da situação de deflação) e mais crescimento económico. Embora a inflação se mantenha ainda ténue, o IPC deverá situar-se em 0.5% no final do ano. Facto igualmente relevante é que em 2017 o Japão deverá crescer a uma taxa anual de 1.5% (valor médio das previsões actualizadas das principais organizações internacionais), um contexto macroeconómico superior ao dos anos anteriores.**

**BCE: Política monetária convencional e não convencional**

(mil milhões de euros)



(%)



Fonte: Bloomberg

**MERCADOS**

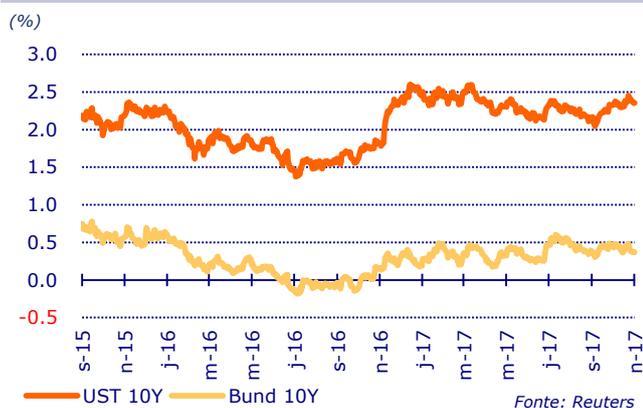
**MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA**

**AJUSTE A TAXAS DE INFLAÇÃO MAIS BAIXAS**

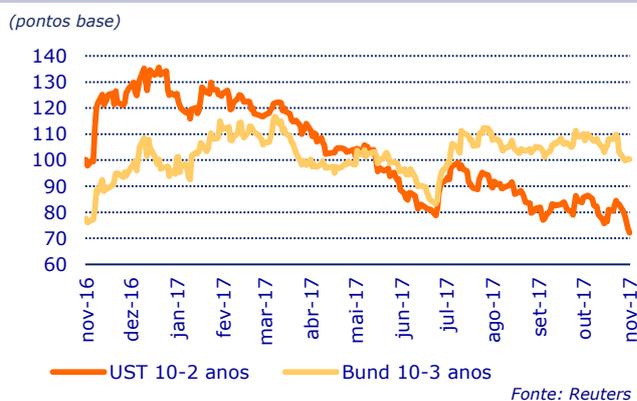
▫ **EUA&UEM:** O mercado de taxa fixa continua a reflectir ausência de pressões inflacionistas e o suporte das autoridades monetárias. Nos EUA, a taxa de rentabilidade do UST a 10 anos situava-se em 2.35% no início de Novembro, praticamente o mesmo do que no início de Outubro. Adicionalmente, o diferencial entre as *yields* dos 2 e dos 10 anos estreitou ao longo do mês, sugerindo que os investidores atribuem baixa probabilidade a que o crescimento no longo prazo seja mais forte do que no médio prazo e a que a taxa de inflação sofra grandes alterações no médio-longo prazo. Na Europa, a taxa de rentabilidade do *Bund* a 10 anos, caiu cerca de 10 pontos base ao longo do último mês, apesar do anúncio do BCE de que irá reduzir o montante de compras mensais de 60 para 30 mil milhões de euros a partir de Janeiro de 2018. O facto de a *yield* do *Bund* ter retrocedido para 0.37% nos primeiros dias de Novembro *versus* 0.45% no início do ano parece reflectir a perspectiva de que a inflação continuará em níveis reduzidos e também o facto de a decisão do BCE ter sido acompanhada por um discurso muito cauteloso, indicando que esta autoridade monetária não hesitará em estender/aumentar as compras mensais caso a inflação revele um comportamento pernicioso; ao mesmo tempo que garante que no final do programa se manterá um período longo em que irá fazer o *rolllover* dos títulos vendidos; paralelamente as taxas de juro de referência manter-se-ão em níveis reduzidos durante bastante tempo. Pese embora o aparente ajuste das taxas a um cenário de baixas taxas de inflação e permanência do suporte dado pelos bancos centrais, os fundamentos económicos continuam a justificar níveis de taxas superiores aos actuais, atribuindo-se considerável probabilidade a que as *yields* dos UST e *Bund* a 10 anos se aproximem de 2.5% e 0.5%, respectivamente no final de 2017/início de 2018.

▫ **Periféricos:** continua a verificar-se o estreitamento dos prémios de risco face à dívida alemã e a redução dos níveis das *yields*. Em Portugal, o prémio de risco situa-se em torno de 170 pontos base, menos 30 pontos base do que há um mês atrás, estando a *yield* da OT a 10 anos muito próximo de 2%, nível este não observado desde Abril de 2015. Este movimento continua a reflectir o melhor cenário macroeconómico e os sinais de consolidação orçamental. Em Espanha, o movimento de estreitamento foi mais reduzido, cerca de 10 pontos base, possivelmente, reflectindo o cenário político mais confuso relacionado com a Catalunha. Em Itália, o *spread* também estreitou cerca de 30 pontos base. Nesta economia salienta-se o facto de a S&P ter revisto em alta a classificação de risco para BBB estável. No médio prazo, o custo da dívida pública destas economias continuará suportado pelo banco central, mas no longo prazo em que se espera assistir à gradual retirada de estímulos monetários, a avaliação do risco destas economias reflectirá cada vez mais os fundamentos económicos e financeiros das mesmas, exigindo por isso a prossecução de processos de consolidação orçamental e de reformas estruturais, incluindo no sistema bancário e no sector público.

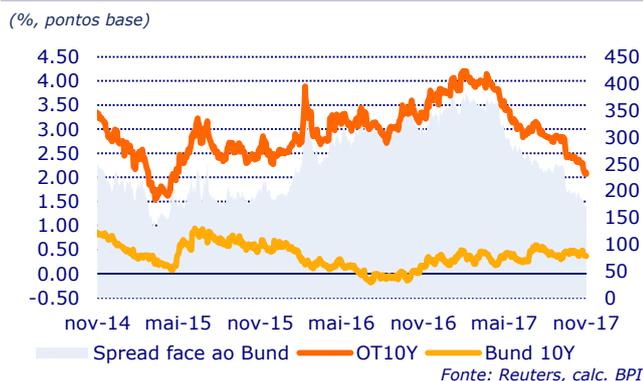
**Mercado de Dívida Pública: yields resistem à subida**



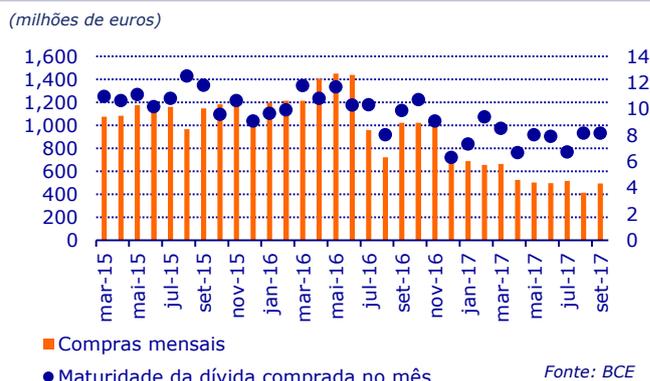
**Mercado de Dívida Pública: inclinação da curva de rendimentos**



**Prémio de risco Bund-OT continua a estreitar**



**BCE: compras mensais de dívida pública portuguesa**



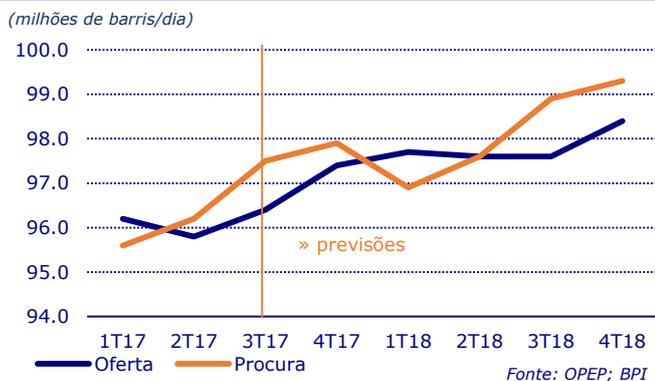
## MERCADO DE COMMODITIES

MERCADOS

### E O PREÇO DO BRENT JÁ CHEGOU AOS \$64 O BARRIL

- **No mercado da energia, e nomeadamente no mercado do petróleo, o facto mais relevante ocorrido em Outubro foi o novo impulso de subida dos preços (Brent e WTI), após uma aparente e curta estabilização.** No início de Novembro, o Brent (referência para a Europa e Médio Oriente) alcançou o patamar dos \$64 por barril (valor máximo desde meados de 2015), depois de ter testado com sucesso o ponto de resistência nos \$58; o WTI, por sua vez, testa presentemente o nível de resistência nos \$55, existente desde o início do ano, tendo já alcançado os \$57. Estes preços, que acentuaram recentemente a sua subida, encontram-se acima dos valores médios de Outubro, \$58 para o Brent e \$52 para o WTI.
- **Comparativamente ao ano passado, pode-se dizer que o mercado está tendencialmente mais equilibrado, tendo concorrido para tal o acordo entre os países integrantes da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) e a Rússia de redução da produção.** Para o cartel ficou definido o limite de produção até 32.5 milhões de barris por dia (mb/d). O facto é que segundo dados da AIE (Agência Internacional de Energia), a OPEP produziu 32.9 mb/d no 3ºT de 2017, estando previsto uma produção de 32.7 mb/d no 4ºT. No entanto, de recordar que imediatamente antes do acordo (Dezembro), em Novembro de 2016, a produção situava-se em 33.4 mb/d. O acordo tem data limite Março de 2018, mas a expectativa é de que seja prolongado por mais algum tempo.
- **No entanto, existem outras questões a ter em conta, tanto no imediato como no médio/longo prazo: os produtores de petróleo norte-americanos estão a aproveitar a menor produção da OPEP e a subida dos preços para aumentarem a oferta, nomeadamente os produtores de shale oil; mas a percepção é que no futuro não haverá o excesso de petróleo do passado e a procura crescente estimada poderá ficar aquém das expectativas, reflexo de um mundo menos dependente das energias de origem fóssil.** Segundo a US Energy Information Administration, a produção norte-americana de Setembro terá sido de cerca de 9.3 mb/d, superior à de Agosto. A AIE tem previsões de produção para os EUA de 9.2 mb/d em 2017 e de 9.9 mb/d em 2018. Aparentemente os efeitos do furacão Harvey (final de Agosto) foram superados, tendo a produção obtida no Golfo do México aumentado de Agosto para Setembro.
- **Facto muito significativo, dada a importância que o mercado lhe confere, tem sido a continuada queda das reservas de petróleo norte-americanas, que se encontram bem longe dos picos máximos alcançados em 2016 e 2017 (ver gráfico).** De facto, a atenção dada às informações vindas do lado da oferta (OPEP e EUA) e da procura (o maior crescimento da China, superior ao previsto, poderá trazer maior consumo) têm sido importantes para dar suporte à subida dos preços.

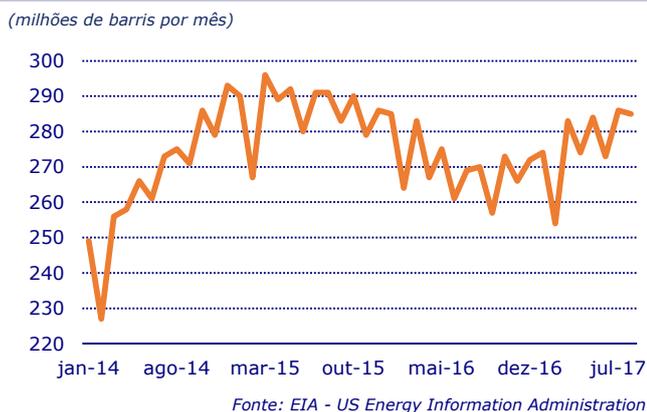
#### Oferta e Procura totais



#### Preço do Brent rompeu o ponto de resistência nos \$58 e já está nos \$64

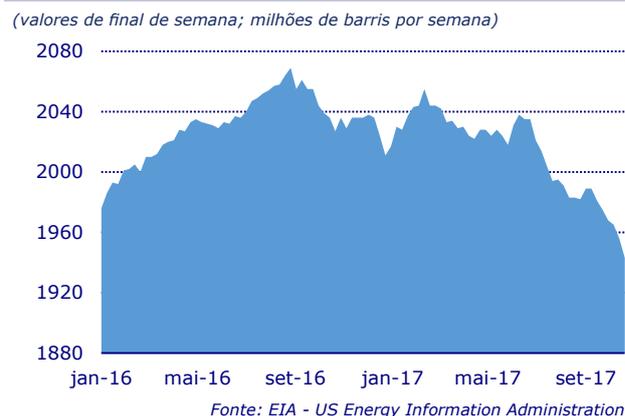


#### EUA - Produção de Petróleo



Agostinho Leal Alves

#### EUA - Stocks de Petróleo e productos petrolíferos





| Economias Desenvolvidas |                  |      |      |                      |      |      |                    |       |       |                         |      |      |            |      |      |                 |      |      |
|-------------------------|------------------|------|------|----------------------|------|------|--------------------|-------|-------|-------------------------|------|------|------------|------|------|-----------------|------|------|
|                         | Taxa de Inflação |      |      | Saldo orçamental/PIB |      |      | Dívida pública/PIB |       |       | Necessidades Financ/PIB |      |      | Desemprego |      |      | Crescimento PIB |      |      |
|                         | 2016             | 2017 | 2018 | 2016                 | 2017 | 2018 | 2016               | 2017  | 2018  | 2016                    | 2017 | 2018 | 2016       | 2017 | 2018 | 2016            | 2017 | 2018 |
| E.U.A.                  | 1.3              | 2.1  | 2.1  | -4.3                 | -4.4 | -4.6 | 96.8               | 97.1  | 98.2  | -2.5                    | -2.5 | -2.7 | 4.9        | 4.5  | 4.3  | 1.5             | 2.2  | 2.4  |
| Japão                   | -0.1             | 0.5  | 0.8  | -4.5                 | -4.4 | -3.9 | 238.9              | 236.1 | 234.5 | 3.8                     | 3.8  | 4.0  | 3.1        | 3.0  | 2.9  | 1.0             | 1.5  | 1.2  |
| UE                      | 0.3              | 1.8  | 1.7  | -1.7                 | -1.6 | -1.5 | 85.1               | 84.8  | 83.6  | 2.2                     | 2.2  | 2.2  | 8.5        | 8.0  | 7.7  | 2.0             | 2.1  | 2.0  |
| UEM                     | 0.2              | 1.6  | 1.4  | -1.5                 | -1.3 | -1.1 | 90.4               | 89.3  | 88.0  | 3.4                     | 3.1  | 3.0  | 10.0       | 9.2  | 8.6  | 1.8             | 2.1  | 1.8  |
| Alemanha                | 0.4              | 1.7  | 1.6  | 0.8                  | 0.8  | 0.7  | 68.2               | 65.4  | 62.4  | 8.3                     | 7.8  | 7.5  | 4.5        | 4.2  | 4.0  | 1.9             | 2.0  | 1.9  |
| França                  | 0.3              | 1.2  | 1.2  | -3.4                 | -3.0 | -2.8 | 96.1               | 97.0  | 97.0  | -1.2                    | -1.4 | -1.1 | 10.0       | 9.5  | 9.1  | 1.1             | 1.6  | 1.7  |
| Itália                  | -0.1             | 1.4  | 1.1  | -2.4                 | -2.2 | -1.9 | 132.5              | 132.7 | 131.6 | 2.6                     | 2.4  | 2.1  | 11.7       | 11.3 | 11.0 | 1.0             | 1.3  | 1.1  |
| Espanha                 | -0.3             | 2.0  | 1.3  | -4.5                 | -3.2 | -2.5 | 99.2               | 99.0  | 97.8  | 1.9                     | 1.9  | 1.9  | 19.6       | 17.3 | 15.6 | 3.2             | 3.0  | 2.5  |
| Holanda                 | 0.1              | 1.5  | 1.5  | 0.4                  | 0.7  | 1.0  | 62.2               | 58.9  | 56.1  | 8.6                     | 9.2  | 8.9  | 6.0        | 5.0  | 4.6  | 2.2             | 2.8  | 2.1  |
| Bélgica                 | 1.8              | 2.3  | 1.6  | -2.6                 | -2.0 | -2.0 | 106.0              | 104.7 | 103.8 | 0.1                     | 0.1  | 0.4  | 7.9        | 7.5  | 7.3  | 1.2             | 1.6  | 1.7  |
| Áustria                 | 1.0              | 1.9  | 1.8  | -1.6                 | -1.1 | -0.8 | 84.6               | 81.7  | 79.7  | 1.9                     | 2.0  | 2.1  | 6.0        | 5.6  | 5.5  | 1.5             | 2.4  | 1.9  |
| Finlândia               | 0.4              | 1.0  | 1.3  | -1.9                 | -1.8 | -1.5 | 63.6               | 64.4  | 65.1  | -1.0                    | -0.7 | -0.5 | 8.8        | 8.6  | 8.2  | 1.6             | 2.2  | 1.8  |
| Grécia                  | -0.1             | 1.2  | 1.0  | 0.7                  | -0.7 | -0.4 | 179.8              | 177.5 | 173.7 | -0.7                    | -0.7 | -0.8 | 23.6       | 22.2 | 20.6 | 0.0             | 1.5  | 2.2  |
| Irlanda                 | -0.1             | 0.8  | 1.4  | -0.6                 | -0.4 | -0.2 | 74.4               | 72.2  | 70.3  | 3.9                     | 3.8  | 3.8  | 7.9        | 6.3  | 5.8  | 5.1             | 3.9  | 3.4  |
| Reino Unido             | 0.7              | 2.7  | 2.6  | -2.8                 | -3.1 | -2.8 | 87.8               | 87.1  | 86.5  | -4.7                    | -4.1 | -3.6 | 4.9        | 4.5  | 4.6  | 1.8             | 1.6  | 1.2  |
| Suécia                  | 1.1              | 1.7  | 1.7  | 0.9                  | 0.9  | 1.1  | 41.8               | 39.6  | 37.8  | 4.6                     | 4.6  | 4.5  | 6.9        | 6.7  | 6.5  | 3.2             | 2.9  | 2.5  |
| Dinamarca               | 0.2              | 1.2  | 1.5  | -0.9                 | -1.1 | -0.6 | 37.8               | 37.6  | 37.3  | 8.0                     | 7.9  | 7.8  | 6.1        | 5.8  | 5.8  | 1.4             | 1.7  | 1.9  |
| Luxemburgo              | 0.0              | 2.0  | 1.6  | 1.6                  | 0.5  | 0.5  | 20.3               | 22.0  | 22.8  | 4.7                     | 4.6  | 4.9  | 6.3        | 6.0  | 5.8  | 3.9             | 4.2  | 4.0  |
| Suíça                   | -0.4             | 0.5  | 0.7  | 0.3                  | 0.3  | 0.3  | 37.2               | 37.3  | 36.3  | 10.4                    | 10.1 | 9.9  | 3.6        | 3.1  | 3.0  | 1.4             | 1.0  | 1.7  |
| Portugal                | 0.6              | 1.5  | 1.5  | -1.5                 | -1.6 | -1.3 | 130.2              | 127.2 | 124.6 | 1.2                     | 1.1  | 1.2  | 11.1       | 9.4  | 8.6  | 1.4             | 2.4  | 1.9  |

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 |      |      |
|                     | 2017             | 2018 | 2019 | 2017            | 2018 | 2019 | 2017               | 2018 | 2019 | 2017                 | 2018 | 2019 | 2017                  | 2018 | 2019 | 2017    | 2018 | 2019 | 2017               | 2018 | 2019 |
| Brasil              | 3.5              | 4.0  | 4.2  | 0.7             | 2.4  | 2.5  | 12.9               | 12.1 | 11.3 | 81.5                 | 85.8 | 88.6 | -8.1                  | -7.3 | -5.6 | -0.7    | -1.4 | -1.6 | 32.2               | 31.7 | 30.7 |
| México              | 6.0              | 3.9  | 3.3  | 2.1             | 2.3  | 2.4  | 3.5                | 3.7  | -    | 54.8                 | 54.8 | 54.6 | -1.5                  | -2.5 | -    | -2.0    | -2.1 | -    | 48.0               | 48.4 | 48.6 |
| Argentina           | 25.1             | 17.5 | 11.5 | 2.8             | 3.1  | 3.0  | 8.3                | 8.4  | 9.2  | 49.4                 | 49.2 | 47.7 | -6.2                  | -5.6 | -    | -3.5    | -3.6 | -3.6 | 32.5               | 33.8 | 34.5 |
| Chile               | 2.3              | 2.9  | 3.0  | 1.4             | 2.6  | 3.1  | 6.8                | 6.6  | -    | 24.8                 | 27.4 | 29.2 | -3.0                  | -2.8 | -    | -1.4    | -1.5 | -1.7 | 68.3               | 69.0 | 69.3 |
| R. Checa            | 2.4              | 2.1  | 2.1  | 3.5             | 3.0  | 2.6  | 3.9                | 3.7  | 3.6  | 35.2                 | 33.2 | 31.2 | 0.0                   | -0.4 | -0.4 | 0.9     | 0.5  | 0.6  | 84.0               | 76.9 | 71.6 |
| Polónia             | 1.9              | 2.2  | 2.5  | 4.1             | 3.5  | 3.3  | 7.4                | 6.6  | 6.1  | 54.3                 | 53.9 | 53.5 | -2.4                  | -2.7 | -2.9 | -0.5    | -0.9 | -1.2 | 69.6               | 66.7 | 63.8 |
| Hungria             | 2.4              | 2.7  | 3.1  | 3.7             | 3.3  | 2.9  | 4.2                | 4.0  | 3.9  | 73.1                 | 71.8 | 70.8 | -2.4                  | -2.4 | -2.5 | 3.5     | 2.9  | 3.1  | 88.2               | 79.6 | 72.7 |
| Rússia              | 3.9              | 3.9  | 4.0  | 1.8             | 1.8  | 1.8  | 5.3                | 5.2  | 5.0  | 17.4                 | 17.8 | 18.3 | -2.2                  | -1.4 | -0.9 | 2.2     | 2.0  | 1.7  | 35.9               | 35.0 | 34.6 |
| China               | 1.6              | 2.2  | 2.2  | 6.8             | 6.4  | 6.1  | 4.0                | 4.0  | 4.1  | 37.5                 | 38.3 | 39.2 | -3.8                  | -3.8 | -4.0 | 1.5     | 1.6  | 1.7  | 12.8               | 12.8 | 13.0 |

Fonte: Bloomberg; IIF; FMI.

Nota: Média de previsões de várias instituições de research consultadas pela Bloomberg.

### Previsões Económicas BPI - EUA&UEM

|                  | PIB  |      |      | Taxa de Inflação* |      |      |
|------------------|------|------|------|-------------------|------|------|
|                  | 2016 | 2017 | 2018 | 2016              | 2017 | 2018 |
| <b>EUA</b>       | 1.5% | 2.1% | 2.2% | 1.3%              | 2.1% | 2.3% |
| <b>Zona Euro</b> | 1.8% | 2.2% | 1.9% | 0.2%              | 1.6% | 1.5% |

Fonte: Eurostat, Reuters, previsões do Banco BPI/CaixaBank research.

Nota: \* Taxa de Variação Média; IPCH para a Zona Euro.  
Indica-se a laranja, as alterações recentes.

### Previsões Económicas BPI - Portugal

|                                 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------|------|------|------|
| Consumo privado                 | 2.1  | 1.8  | 1.6  |
| Consumo público                 | 0.6  | 0.0  | 0.2  |
| Formação Bruta de Capital Fixo  | 1.6  | 10.0 | 5.7  |
| Exportações                     | 4.1  | 7.6  | 4.6  |
| Importações                     | 4.1  | 7.4  | 4.4  |
| <b>PIB</b>                      | 1.5  | 2.7  | 2.2  |
| <b>Défice Orçamental (PDE)</b>  | 2.0  | 1.4  | 1.3  |
| <b>Taxa de inflação média</b>   | 0.6  | 1.5  | 1.6  |
| <b>Taxa média de desemprego</b> | 11.1 | 9.0  | 7.9  |

## PREVISÕES

## Taxas de Câmbio

08.Nov.17

|                     | Taxa actual | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano |
|---------------------|-------------|------------|--------------|--------------|------------|
| EUR/USD             | 1.16        | 1.17       | 1.18         | 1.20         | 1.22       |
| EUR/USD (Prev. BPI) | -           | 1.20       | 1.20         | 1.19         | 1.17       |
| USD/JPY             | 113.94      | 113.00     | 114.00       | 114.00       | 111.00     |
| USD/JPY (Prev. BPI) | -           | 113.00     | 112.80       | 112.60       | 112.10     |
| EUR/JPY             | 131.92      | 132.00     | 134.50       | 135.00       | 135.00     |
| EUR/JPY (Prev. BPI) | -           | 135.60     | 135.36       | 133.99       | 131.16     |
| EUR/GBP             | 0.88        | 0.89       | 0.90         | 0.90         | 0.91       |
| EUR/GBP (Prev. BPI) | -           | 0.89       | 0.88         | 0.88         | 0.86       |
| EUR/CHF             | 1.16        | 1.15       | 1.16         | 1.16         | 1.17       |
| EUR/CHF (Prev. BPI) | -           | 1.15       | 1.15         | 1.15         | 1.15       |

Fonte: BPI, várias instituições de research.

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

## Taxas de Juro

08.Nov.17

|                           | Taxas de Juro |            |              |              |            | Spreads equivalentes face às taxas americanas |            |              |              |            |
|---------------------------|---------------|------------|--------------|--------------|------------|---|------------|--------------|--------------|------------|
|                           | Taxa actual   | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano | Spread actual                                 | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano |
| <b>Taxas de juro 3 M</b>  |               |            |              |              |            |   |            |              |              |            |
| EUR                       | -0.33%        | -0.33%     | -0.32%       | -0.30%       | -0.21%     | -173  | -189       | -204         | -220         | -239       |
| EUR (Prev. BPI)           | -             | -0.33%     | -0.33%       | -0.32%       | -0.17%     | -   | -194       | -205         | -219         | -236       |
| USD                       | 1.40%         | 1.56%      | 1.72%        | 1.90%        | 2.18%      | -   | -          | -            | -            | -          |
| USD (Prev. BPI)           | -             | 1.61%      | 1.72%        | 1.87%        | 2.19%      | -   | -          | -            | -            | -          |
| JPY                       | -0.05%        | -0.02%     | -0.02%       | -0.02%       | 0.00%      | -145  | -158       | -174         | -192         | -218       |
| JPY (Prev. BPI)           | -             | -0.05%     | -0.02%       | -0.02%       | 0.00%      | -   | -166       | -174         | -189         | -219       |
| GBP                       | 0.52%         | 0.55%      | 0.58%        | 0.65%        | 0.80%      | -88   | -101       | -114         | -125         | -138       |
| GBP (Prev. BPI)           | -             | 0.55%      | 0.55%        | 0.65%        | 0.75%      | -   | 166        | 174          | 189          | 219        |
| CHF                       | -0.74%        | -0.76%     | -0.76%       | -0.74%       | -0.72%     | -214  | -232       | -248         | -264         | -290       |
| CHF (Prev. BPI)           | -             | -0.75%     | -0.75%       | -0.75%       | -0.75%     | -   | 106        | 117          | 122          | 144        |
| <b>Taxas de juro 10 A</b> |               |            |              |              |            |   |            |              |              |            |
| POR                       | 1.93%         | 2.18%      | 2.23%        | 2.22%        | 2.60%      | -38   | -16        | -22          | -35          | -22        |
| POR (Prev. BPI)           | -             | 2.18%      | 2.23%        | 2.22%        | 2.60%      | -   | -37        | -48          | -73          | -82        |
| ALE                       | 0.33%         | 0.51%      | 0.66%        | 0.79%        | 1.02%      | -199  | -183       | -179         | -178         | -180       |
| ALE (Prev. BPI)           | -             | 0.58%      | 0.66%        | 0.70%        | 1.18%      | -   | -197       | -205         | -225         | -224       |
| EUA                       | 2.31%         | 2.34%      | 2.45%        | 2.57%        | 2.82%      | -   | -          | -            | -            | -          |
| EUA (Prev. BPI)           | -             | 2.55%      | 2.71%        | 2.95%        | 3.42%      | -   | -          | -            | -            | -          |
| JAP                       | 0.03%         | 0.03%      | 0.06%        | 0.07%        | 0.08%      | -228  | -231       | -239         | -250         | -274       |
| JAP (Prev. BPI)           | -             | 0.05%      | 0.06%        | 0.07%        | 0.08%      | -   | -250       | -265         | -288         | -334       |
| RU                        | 1.23%         | 1.33%      | 1.40%        | 1.48%        | 1.69%      | -108  | -101       | -105         | -109         | -113       |
| RU (Prev. BPI)            | -             | 1.33%      | 1.40%        | 1.48%        | 1.69%      | -   | 250        | 265          | 288          | 334        |
| SUI                       | -0.12%        | -0.01%     | 0.10%        | 0.19%        | 0.34%      | -243  | -235       | -235         | -238         | -248       |
| SUI (prev. BPI)           | -             | -0.01%     | 0.10%        | 0.19%        | 0.34%      | -   | 256        | 261          | 276          | 308        |

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<br>31-Dez-16 | Nível actual<br>08-Nov-17 | Data da última<br>alteração | Data do<br>anúncio da<br>próxima decisão | Previsão BPI  |
|-------------------------------|-----------------------------------|-----------------------|---------------------------|-----------------------------|--|---------------|
| <b>Bancos Centrais G-7</b>    |                                   |                       |                           |                             |  |               |
| Reserva Federal dos EUA 1*    | <i>Fed Funds Rate</i>             | 0.5%-0.75%            | 1%-1.25%                  | 14-Jun-17 (+25/+25 pb)      | 13-dez-17                                | +25 pb        |
| Banco Central Europeu 2*      | <i>Minimum Bid Refi Rate</i>      | 0.00%                 | 0.00%                     | 10-Mar-16 (-5 pb)           | 14-dez-17                                | Sem alteração |
| Banco do Japão 3*             | <i>Balance Rate</i>               | -0.10%                | -0.10%                    | 29-Jan-16 (-10 pb)          | 21-dez-17                                | -             |
| Banco do Canadá               | <i>O/N Lending Rate</i>           | 0.50%                 | 1.00%                     | 6-Set-17 (+25 pb)           | 06-dez-17                                | -             |
| Banco de Inglaterra           | <i>Repo Rate</i>                  | 0.25%                 | 0.50%                     | 2-Nov-17 (+25 pb)           | 14-dez-17                                | Sem alteração |
| <b>Outros Bancos Centrais</b> |                                   |                       |                           |                             |  |               |
| Banco Nacional da Suíça       | <i>Libor 3M do CHF</i>            | -0.0075               | -0.75%                    | 15-Jan-2015 (-50 p.b)       | 14-dez-17                                | Sem alteração |
| Riksbank (Suécia)             | <i>Repo Rate</i>                  | 0.50%                 | -0.50%                    | 17-Fev-16 (-15 bp)          | 20-dez-17                                | -             |
| Norges Bank (Noruega)         | <i>Key Policy Rate</i>            | 0.50%                 | 0.50%                     | 17-Mar-16 (+25 pb)          | 14-dez-17                                | -             |
| Banco Nacional da Dinamarca   | <i>Lending Rate</i>               | 0.05%                 | 0.05%                     | 20-Jan-15 (-15 pb)          | -  | -             |
| Reserve Bank (Austrália)      | <i>Cash Rate</i>                  | 1.50%                 | 1.50%                     | 2-Ago-16 (-25 pb)           | 05-dez-17                                | -             |
| <b>América Latina</b>         |                                   |                       |                           |                             |  |               |
| BACEN (Brasil)                | <i>Selic</i>                      | 13.75%                | 7.50%                     | 25-Out17 (-75 bp)           | 06-dez-17                                | -             |
| BANXICO (México)              | <i>O/N Interbank Funding Rate</i> | 5.75%                 | 7.00%                     | 22-Jun-17 (+25 pb)          | 09-nov-17                                | -             |
| <b>Europa de Leste</b>        |                                   |                       |                           |                             |  |               |
| NBP (Polónia)                 | Taxa de intervenção - 14 dias     | 1.50%                 | 1.50%                     | 04-Mar-15 (-50 pb)          | 08-nov-17                                | -             |
| NBH (Hungria)                 | <i>Repo Rate - 2 semanas</i>      | 0.90%                 | 0.90%                     | 25-Mai-16 (-15pb)           | 21-nov-17                                | -             |
| CNB (República Checa)         | <i>Repo Rate - 2 semanas</i>      | 0.05%                 | 0.50%                     | 2-Nov-17 (+25 pb)           | 21-dez-17                                | -             |

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.Nov.17

|                        | Taxa actual | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano |
|------------------------|-------------|------------|--------------|--------------|------------|
| <b>Taxas de câmbio</b> |             |            |              |              |            |
| USD/BRL                | 3.27        | 3.19       | 3.21         | 3.25         | 3.30       |
| USD/MXN                | 19.09       | 18.70      | 18.60        | 18.50        | 18.10      |
| USD/ARS                | 17.59       | 17.80      | 18.13        | 18.50        | 18.90      |
| EUR/CZK                | 25.72       | 25.80      | 25.70        | 25.60        | 25.50      |
| EUR/PLN                | 4.24        | 4.23       | 4.21         | 4.20         | 4.20       |
| EUR/HUF                | 310.86      | 309.50     | 309.50       | 308.50       | 312.00     |
| USD/RUB                | 57.63       | 57.80      | 58.00        | 59.00        | 61.00      |
| USD/CNY                | 6.61        | 6.65       | 6.65         | 6.70         | 6.69       |

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.Nov.17

|                                     | 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                                 | 7.50%         | 7.10%      | 6.90%        | 6.90%        | 7.25%      | 610  | 554        | 518          | 500          | 507        |
| MXN                                 | 7.00%         | 7.00%      | 7.00%        | 6.90%        | 6.45%      | 560  | 544        | 528          | 500          | 427        |
| ARS                                 | 20.47%        | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       | 1907   | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       |
| CZK                                 | 0.61%         | 0.63%      | 0.75%        | 0.89%        | 1.03%      | -79  | -93        | -97          | -101         | -115       |
| PLN                                 | 1.63%         | 1.72%      | 1.73%        | 1.74%        | 1.93%      | 23   | 16         | 1            | -16          | -25        |
| HUF                                 | 0.90%         | 0.90%      | 0.90%        | 0.95%        | 1.15%      | -50  | -66        | -82          | -95          | -103       |
| RUB                                 | 9.25%         | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       | 785  | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       |
| CNY                                 | 4.35%         | 4.35%      | 4.35%        | 4.35%        | 4.35%      | 295  | 279        | 263          | 245          | 217        |
| <b>Taxas de juro 10 A</b>           |               |            |              |              |            |  |            |              |              |            |
| BRL                                 | 10.08%        | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       | 252  | -          | -            | -            | -          |
| MXN                                 | 7.21%         | 7.04%      | 7.20%        | 7.35%        | 7.30%      | 193  | -          | -            | -            | -          |
| ARS                                 | 7.12%         | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       | 382  | -          | -            | -            | -          |
| CZK                                 | 1.64%         | 1.21%      | 1.34%        | 1.50%        | 1.71%      | 131  | -          | -            | -            | -          |
| PLN                                 | 3.38%         | 3.29%      | 3.48%        | 3.61%        | 3.95%      | 306  | -          | -            | -            | -          |
| HUF                                 | 2.25%         | 3.03%      | 3.16%        | 3.31%        | 3.48%      | 193  | -          | -            | -            | -          |
| RUB                                 | 10.36%        | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       | 162  | -          | -            | -            | -          |
| CNY                                 | 3.88%         | 3.63%      | 3.61%        | 3.60%        | 3.57%      | 355  | -          | -            | -            | -          |

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.

## ANÁLISE À PROPOSTA DE ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2018

□ A proposta de Orçamento de Estado para 2018 baseia-se em pressupostos macroeconómicos razoáveis, aproximando-se o enquadramento de partida do cenário traçado pelo BPI para a economia portuguesa. Ao mesmo tempo, a proposta inclui objectivos importantes no que se refere às contas públicas: incorpora uma redução do défice em linha com o cenário de longo prazo inscrito no Plano de Estabilidade de Abril, que, se confirmado, poderá ser o défice mais baixo em mais de duas décadas; incorpora ainda um excedente primário relevante – mais de 2% do PIB – pelo terceiro ano consecutivo; finalmente, prevê uma redução do rácio de dívida pública em cerca de 6 pontos percentuais (p.p.) do PIB em relação a 2016, o que é notável dada a dificuldade da dívida pública encetar uma trajectória descendente.

Apesar dos objectivos ambiciosos, o OGE para 2018 assenta fundamentalmente na persistência de um ambiente económico favorável, e os seus resultados dependem também de uma queda significativa dos encargos com a dívida pública; de facto, a consolidação é totalmente obtida através de uma melhoria da receita (apesar das medidas de política orçamental a implementar este ano que colocam pressão descendente sobre esta rubrica), enquanto do lado da despesa o contributo mais relevante para a poupança está relacionado com os encargos com os juros. Finalmente, do ponto de vista da orientação da política fiscal, o OGE para 2018 projecta uma queda do défice estrutural em 0.5% do PIB (se excluídos os juros, o excedente melhora em 0.2 p.p. do PIB), em linha com os requisitos da Comissão Europeia (embora ligeiramente abaixo). Tendo isto em consideração, a dimensão do ajustamento estrutural pode ser considerada sobrestimada pelas autoridades europeias, dada a natureza incerta de algumas das medidas que supostamente serão geradoras de poupanças (especialmente do lado da despesa).

Considerando os dados da proposta de OGE para 2018, a previsão BPI aponta para uma redução do défice para 1.3% do PIB, uma perspectiva conservadora baseada num cenário de probabilidades de se atingirem os resultados das medidas orçamentais estipuladas na proposta. Ao mesmo tempo, importa ter em conta que o Governo deverá manter alguma flexibilidade no ajustamento do investimento público, podendo esta folga fazer face a uma eventual derrapagem das contas públicas no próximo ano.

### 1. Cenário Macroeconómico

O cenário de base assumido pelo Governo na proposta de Orçamento de Estado para 2018 (OGE 2018) está em linha com as previsões do BPI. Segundo o OGE 2018, o PIB deverá crescer 2.6% este ano e abrandar para 2.2% no próximo ano (uma trajectória distinta da inicialmente apontada no Plano de Estabilidade 2017-2021, de um crescimento de 1.8% em 2017 para 1.9% em 2018), com a expansão da actividade económica a ter o contributo exclusivo da procura interna em 2018. As tendências estão, em geral, em linha com a visão consensual das várias instituições: a economia deverá desacelerar em 2018, mas mantém um desempenho robusto em comparação com a evolução passada registada desde 2013; as exportações e o investimento deverão manter-se como importantes motores do crescimento; o mercado laboral deve continuar a registar um desempenho favorável, com o emprego a crescer de forma sustentada; a inflação deverá normalizar gradualmente. De acordo com o OGE 2018, o PIB nominal deverá expandir 3.6% no próximo ano, em linha com as previsões do BPI.

| Cenário Macroeconómico                     |              |              |              |             |             |              |              |                       |              |
|--|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|
|  | 2016         | BPI          |              | BdP Out 17  |             | FMI Out 2017 |              | Gov OE 2018<br>Out 17 |              |
|  |              | 2017P        | 2018P        | 2017P       | 2018P       | 2017P        | 2018P        | 2017P                 | 2018P        |
| <b>PIB real</b>                            | <b>1.5</b>   | <b>2.7</b>   | <b>2.2</b>   | <b>2.5</b>  | <b>2.0</b>  | <b>2.5</b>   | <b>2.0</b>   | <b>2.6</b>            | <b>2.2</b>   |
| Consumo privado                            | 2.1          | 1.8          | 1.6          | 1.9         | 1.7         | 2.2          | 1.8          | 2.2                   | 1.9          |
| Consumo público                            | 0.6          | 0.0          | 0.2          | 0.3         | 0.6         | 0.6          | 0.5          | -0.2                  | -0.6         |
| Investimento                               | 1.6          | 10.0         | 5.7          | 8.0         | 5.3         | 6.9          | 5.7          | 7.7                   | 5.9          |
| Exportações                                | 4.1          | 7.6          | 4.6          | 7.1         | 6.8         | 7.6          | 5.2          | 8.3                   | 5.4          |
| Importações                                | 4.1          | 7.4          | 4.4          | 6.9         | 6.9         | 7.3          | 5.1          | 8.0                   | 5.2          |
| <b>Procura interna</b>                     | <b>1.6</b>   | <b>2.8</b>   | <b>2.2</b>   | <b>2.6</b>  | <b>2.2</b>  | <b>2.6</b>   | <b>2.1</b>   | <b>2.7</b>            | <b>2.2</b>   |
| <b>Procura externa liq.</b>                | <b>-0.1</b>  | <b>-0.1</b>  | <b>0.0</b>   | <b>-0.1</b> | <b>-0.2</b> | <b>-0.1</b>  | <b>-0.1</b>  | <b>-0.1</b>           | <b>0.0</b>   |
| <b>Inflação (IPCH)</b>                     | <b>0.6</b>   | <b>1.5</b>   | <b>1.6</b>   | <b>1.6</b>  | <b>1.4</b>  | <b>1.6</b>   | <b>2.0</b>   | <b>1.2</b>            | <b>1.4</b>   |
| <b>Taxa de desemprego</b>                  | <b>11.1</b>  | <b>9.0</b>   | <b>7.9</b>   | <b>9.0</b>  | <b>8.2</b>  | <b>9.7</b>   | <b>9.0</b>   | <b>9.2</b>            | <b>8.6</b>   |
| <b>Saldo orçamental (% PIB)</b>            | <b>-2.0</b>  | <b>-1.4</b>  | <b>-1.3</b>  | -           | -           | <b>-1.5</b>  | <b>-1.4</b>  | <b>-1.4</b>           | <b>-1.0</b>  |
| <b>Dívida pública (% PIB)</b>              | <b>130.1</b> | <b>127.1</b> | <b>125.9</b> | -           | -           | <b>125.7</b> | <b>122.5</b> | <b>126.2</b>          | <b>123.5</b> |
| <b>B. corrente + B. de capital (% PIB)</b> | <b>1.7</b>   | <b>1.5</b>   | <b>1.6</b>   | <b>1.8</b>  | <b>2.4</b>  | <b>1.6</b>   | <b>1.5</b>   | <b>0.8</b>            | <b>1.0</b>   |

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

## OPINIÃO

## ANÁLISE À PROPOSTA DE ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2018 (cont.)

## 2. Perspectivas Orçamentais para 2018 (Contabilidade Nacional)

A Proposta de OGE para 2018 revela uma queda do défice orçamental para o próximo ano para 1.0% do PIB. Para 2017, o Executivo tinha previsto um défice de 1.6% do Produto Interno Bruto aquando a elaboração do OGE 2017; posteriormente, reviu em baixa para 1.5% no Plano de Estabilidade 2017-2021 e na Proposta de OGE para 2018, o valor voltou a ser revisto em baixa, para 1.4%, considerando a revisão em baixa da despesa superior à revisão em baixa da receita. Destaca-se o ajustamento em baixa no caso do Investimento, de 23% face ao OGE 2017, o equivalente a 0.5% do PIB<sup>1</sup>; e dos encargos com juros, uma redução de 8.8%, o equivalente a 0.4% do PIB. Esta nova previsão não tem em consideração o efeito potencial da recapitalização da CGD: o INE mantém-se em conversações junto do Eurostat, no sentido de avaliar de que forma esta contabilização será feita<sup>2</sup>. Caso o gabinete de estatísticas europeu obrigue à contabilização dos prejuízos passados, o efeito poderá corresponder a 2.1% do PIB (efeito one-off), o que colocaria o défice de 2017 em níveis em torno de 3.5% do PIB. Para 2018, é esperado uma nova redução do défice, EUR 717 milhões face ao estimado para 2017, para 1.0% do PIB.

Relativamente ao saldo primário, o Executivo espera atingir um excedente de 2.6% do PIB, o que, a confirmar-se, representará o terceiro ano consecutivo em que este rácio ultrapassa os 2.0%. Analisando o saldo estrutural, é possível verificar que se antecipa uma melhoria de 0.5 pontos percentuais (p.p.) do PIB, para -1.3%. Apesar da trajectória favorável deste indicador, a variação fica aquém em 0.1 p.p. do PIB do exigido ao abrigo da vertente preventiva do Pacto de Estabilidade e Crescimento (ajustamento mínimo de 0.6 p.p. do PIB, até atingir um excedente de 0.25% do PIB). Ainda assim, é de relevar a manutenção da tendência de convergência neste sentido (caso as medidas de consolidação sejam consideradas estruturais pela Comissão Europeia).

A receita efectiva deverá aumentar 3.9% em 2018, potenciada pelos impostos indirectos, contribuições sociais e vendas. O aumento da receita fiscal, em 2.4%, deve-se ao desempenho esperado nos impostos indirectos (+4.5% y/y), uma vez que é esperada uma queda de 0.5% nos impostos directos. A contribuir para a evolução positiva esperada no caso dos impostos indirectos estarão:

- (i) a tributação de produtos com elevado teor de sal (EUR 30 milhões) e
- (ii) as alterações dos Impostos Especiais sobre o Consumo (EUR 150 milhões).

Em sentido contrário:

- (i) a alteração de escalões de IRS (EUR 230 milhões);
- (ii) a eliminação gradual da sobretaxa (EUR 260 milhões)

Contribuem para a redução da receita arrecadada no caso dos impostos directos. Verifica-se, assim, um aumento do peso dos impostos indirectos no PIB, de 15.0% em 2017 para 15.1% em 2018, e de uma redução no caso dos impostos directos,

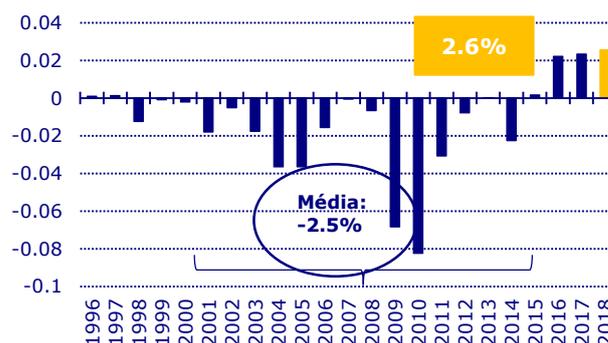
## Indicadores orçamentais

|                                  | 2015        | 2016        | 2017Est.    | 2018P       |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Saldo global</b>              | <b>-4.4</b> | <b>-2.0</b> | <b>-1.4</b> | <b>-1.0</b> |
| Saldo primário                   | 0.2         | 2.2         | 2.5         | 2.6         |
| Juros                            | 4.6         | 4.2         | 3.9         | 3.6         |
| Medidas pontuais                 | -1.2        | 0.4         | 0.2         | -0.2        |
| Componente cíclica               | -0.8        | -0.4        | 0.2         | 0.5         |
| Receita estrutural               | 43.6        | 42.6        | 43.0        | 43.6        |
| Despesa estrutural               | 46.0        | 44.6        | 44.9        | 44.9        |
| Despesa primária estrutural      | 41.4        | 40.4        | 40.9        | 41.3        |
| <b>Saldo estrutural</b>          | <b>-2.3</b> | <b>-2.0</b> | <b>-1.8</b> | <b>-1.3</b> |
| Var. saldo estrutural            | -0.6        | 0.3         | 0.2         | 0.5         |
| <b>Saldo primário estrutural</b> | <b>2.2</b>  | <b>2.2</b>  | <b>2.1</b>  | <b>2.3</b>  |
| Var. saldo primário estrutural   | -1.0        | 0.0         | -0.1        | 0.2         |

Fontes: Ministério das Finanças.

## Saldo Primário

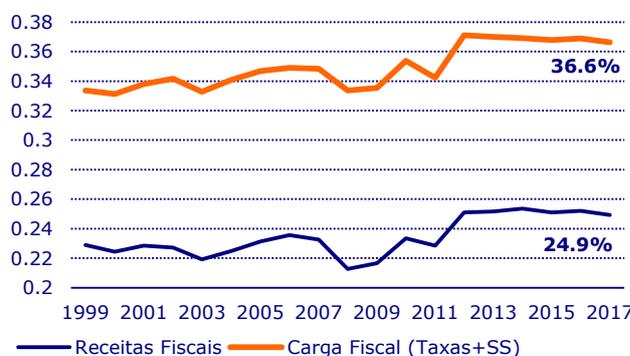
(% PIB)



Fonte: DGO

## Carga Fiscal tem permanecido estável desde 2012

(% PIB)



Fonte: INE, Min Finanças

<sup>1</sup> Tendo por base a previsão BPI para o PIB nominal para 2017.

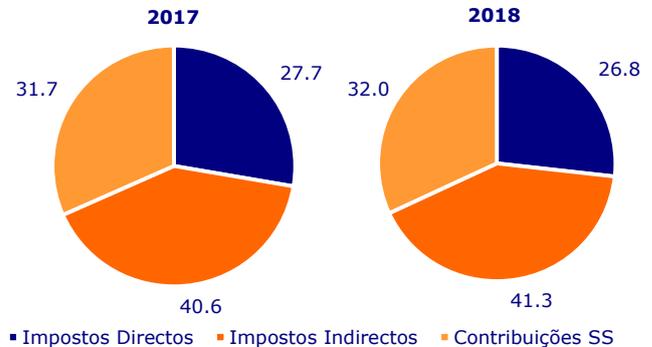
<sup>2</sup> O INE aponta como prazo limite para o esclarecimento desta questão junto do Eurostat Março de 2018.

## ANÁLISE À PROPOSTA DE ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2018 (cont.)

de 10.2% em 2016 para 9.8% no próximo ano. Adicionalmente, as contribuições sociais deverão aumentar 3.9% de acordo com o Executivo, em linha com a melhoria do ambiente macroeconómico (especialmente do mercado de trabalho). Altera-se, por esta via, a estrutura da carga fiscal, com um peso superior no caso das contribuições sociais e dos impostos indirectos, em detrimento dos impostos directos. Ainda assim, **a carga fiscal, medida pelo somatório da colecta de impostos directos e indirectos e contribuições para a Segurança Social, deverá recuar ligeiramente face aos valores recentes – para 36.7% segundo OE 2018.** Comparando com os pares europeus, Portugal mantém uma carga fiscal intermédia, sendo superior a Espanha – 34.1% em 2016 – mas significativamente inferior à média da UEM – 41.2% – ou de países como França, Dinamarca e Suécia, onde este agregado se aproxima de 50% do PIB.

### Distribuição da Carga Fiscal

(% do total da carga fiscal)



Fonte: DGO; calc. BPI

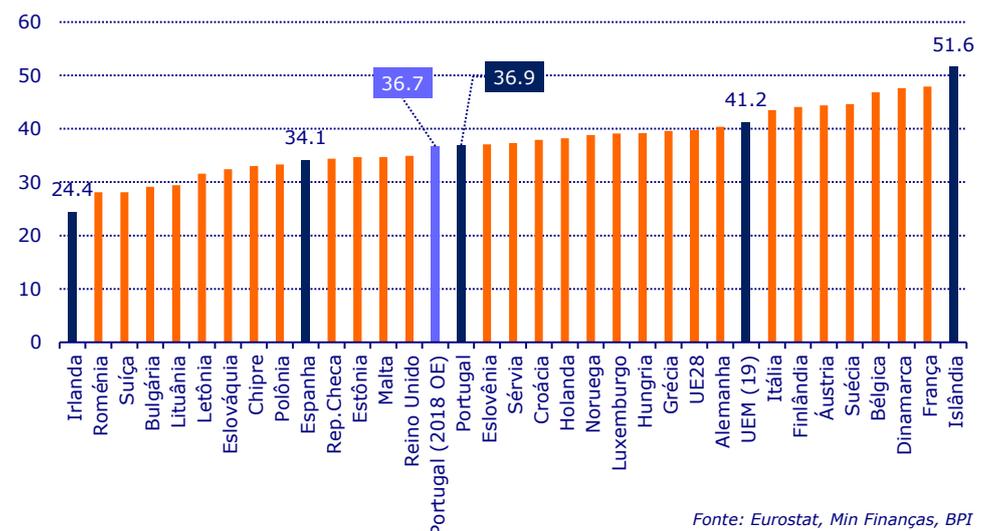
O Governo propõe **um aumento das vendas significativo, +11.3% e da outra receita corrente, +7.9%**. No OGE 2017, o Executivo tinha também projectado ritmos de crescimento substanciais, que, aquando a proposta de OGE para 2018, foram revistos em baixa<sup>3</sup>.

**As receitas de capital deverão crescer a um ritmo superior ao estimado para 2017, se corrigidas de efeitos one-off.** Em 2017, o crescimento estimado pelo Governo de 63% das receitas de capital face a 2016 incluía o efeito da recuperação da garantia do BPP, num montante de EUR 450 milhões. Se excluído este efeito, a estimativa para as receitas de capital aponta para um incremento de 6.3%. Para 2018, e considerando este agregado ajustado de efeitos *one-off*, é esperado que as receitas de capital cresçam 61%. O Executivo sustenta esta evolução com base no aumento esperado da receita decorrente das ajudas ao investimento provenientes da União Europeia.

**Do lado da despesa, o Governo antecipa um ritmo de crescimento inferior ao estimado para este ano.** Assim, **a despesa total aumenta 2.9% em 2018**, depois de um crescimento estimado de 3.5% em 2017. As **despesas com pessoal deverão crescer apenas ligeiramente, 0.3%** face a 2017, o que representa um aumento de EUR 71 milhões.

### Carga Fiscal em % do PIB - 2016 (inclui contribuições p/Segurança Social, impostos directos e indirectos)

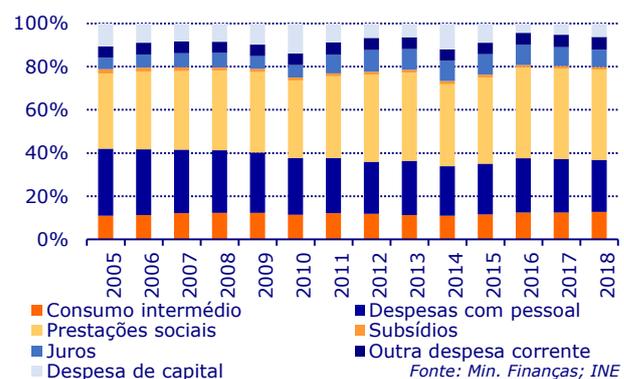
(% PIB)



Fonte: Eurostat, Min Finanças, BPI

### Despesa das APs: Composição

(% do total da despesa)



Fonte: Min. Finanças; INE

<sup>3</sup> No caso das outras receitas correntes, a revisão em baixa deverá estar relacionada com a menor arrecadação de dividendos do Banco de Portugal no ano anterior (Governo esperava um aumento dos dividendos em EUR 300 milhões, mas acabou por ser mais reduzido, de EUR 166 milhões).

## OPINIÃO

## ANÁLISE À PROPOSTA DE ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2018 (cont.)

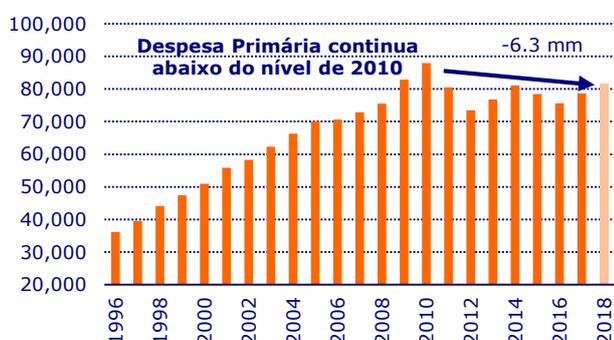
Neste domínio, o Governo espera introduzir duas medidas orçamentais:

- (i) o descongelamento gradual de carreiras<sup>4</sup> (efeito negativo de EUR 211 milhões); e
- (ii) a regra do emprego público em 2018: 2 entradas por cada 3 saídas (efeito positivo de EUR 23 milhões).

Considerando as duas medidas, o impacto é negativo na rubrica de despesas com pessoal em EUR 188 milhões, substancialmente superior aos EUR 71 milhões de aumento projectado pelo Governo. Adicionalmente, a UTAO chama a atenção para a possibilidade de esta rubrica sofrer alguns riscos, apontando a questão do não cumprimento da regra do emprego público de 2:1 em 2017. Os dados da Direcção Geral do Emprego Público revelam que, até Junho, a taxa de substituição foi de uma entrada por cada saída. Isto, de acordo com a UTAO, põe em causa as poupanças estimadas este ano e, consequentemente, para 2018. No gráfico infra é visível que desde Dezembro de 2014 foi interrompida a tendência de redução do número de funcionários do Estado, englobando neste agregado o emprego no sector empresarial público. Ainda assim, e numa análise desde 2005, verifica-se uma contracção de cerca de 80 mil postos de trabalho, representando uma queda de 11%. O peso deste grupo no total do emprego nacional situa-se em torno de 14.5%, mantendo-se estável a proporção.

## Despesa Primária

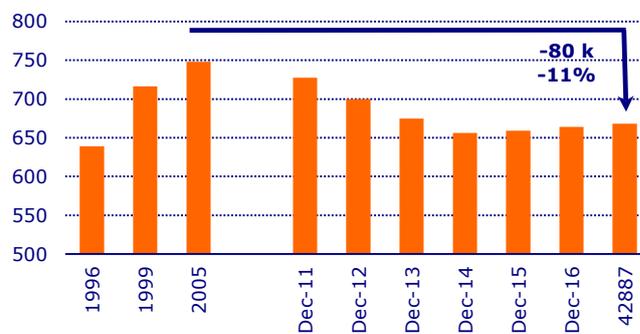
(milhões EUR)



Fonte: INE, OGE 2018

## Número de funcionários públicos\*

(Milhares)



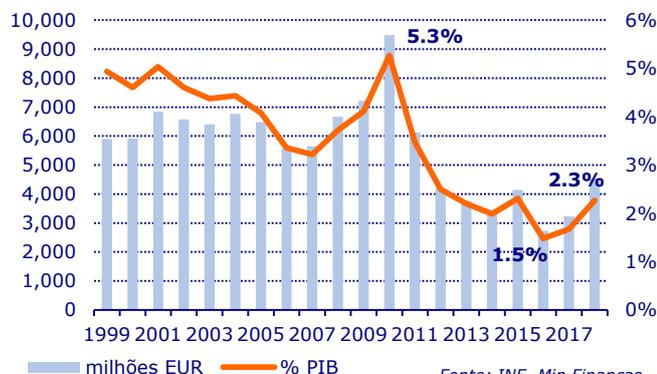
Fonte: DGAEP, calc. BPI

Nota (\*) - Inclui emprego no SEE

No que diz respeito ao **consumo intermédio, é esperado um aumento de 4.5%** no próximo ano, ou seja, um incremento da despesa em EUR 484 milhões (em 2017, o aumento tinha sido de EUR 354 milhões). No entanto, uma das medidas orçamentais apontadas pelo Governo está relacionada com o congelamento nominal do consumo intermédio, o que permitiria poupar EUR 300 milhões.

## Investimento Público

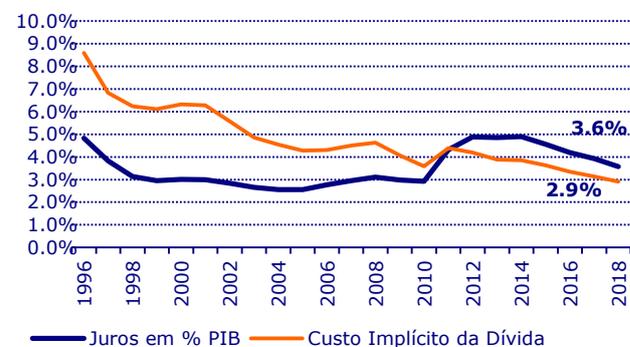
(milhões EUR; % PIB)



Fonte: INE, Min Finanças

## Serviço da dívida e custo implícito da dívida

(%)



Fonte: INE, OGE 2018

As **prestações sociais deverão registar um crescimento de 2.8%** em 2018, o equivalente a EUR 999 milhões, responsável por 40% do aumento projectado para a despesa total, ou 65% do aumento da despesa corrente. De facto, em 2018, são várias as medidas com impacto nesta rubrica: (i) prestação social para a inclusão (EUR 79 milhões); (ii)

<sup>4</sup> Este encargo é apenas relativo a metade do custo total associado a esta medida: 50% em 2018 (25% em Janeiro e mais 25% em Setembro); os restantes 50% serão imputados apenas em 2019.

## ANÁLISE À PROPOSTA DE ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2018 (cont.)

atualização extraordinária de pensões (EUR 154 milhões); e (iii) reformas das longas carreiras (EUR 48 milhões); no total, o impacto destas medidas será de EUR 281 milhões.

Os **encargos com juros deverão diminuir em 2018, de acordo com a proposta do OGE, em 5.8%**. O Governo espera conseguir poupar EUR 307 milhões no próximo ano, em linha com a queda da taxa de juro implícita da dívida, que deverá atingir 2.9%. Para isso conta a melhoria das condições de financiamento nos mercados financeiros e o reembolso antecipado junto do FMI.

As **outras despesas correntes deverão aumentar 7.2%** em 2018, ainda que o valor inclua a dotação provisional, no montante de EUR 495 milhões. Deste modo, excluindo esta dotação, as outras despesas correntes deverão diminuir 2.9%, ou seja, EUR 143 milhões. Neste âmbito, o Governo espera poupar EUR 180 milhões com a contenção de gastos desta rubrica.

Nota final para a evolução antecipada para as **despesas de capital, com o executivo a projectar um incremento de 21%**, ou EUR 953 milhões no próximo ano. Nesta rubrica, é relevante o papel dos fundos estruturais, que o Governo estima que possam atingir EUR 178 milhões. Nota porém para o facto desta rubrica ser sistematicamente revista em baixa nos Orçamentos anteriores, acomodando alguma possibilidade de folga ou de derrapagem noutras rubricas.

A tabela ao lado contém as medidas de política orçamental consideradas no OGE 2018; algumas delas com execução incerta. É o caso do "Exercício de revisão da despesa" (onde é esperado uma poupança de EUR 287 milhões: 58% relativo ao sector da Saúde, 17% ao sector da Educação, 17% com a redução do absentismo, 4% relativo a compras públicas e 3% com a administração interna), do "Congelamento nominal do consumo intermédio" ou a "contenção da outra despesa corrente", medidas vagas e cujos resultados são certamente difíceis de estimar e de alcançar.

### Principais medidas de política orçamental

|   | milhões de euros |             | % do PIB    |             |
|---|------------------|-------------|-------------|-------------|
|   | 2017             | 2018        | 2017        | 2018        |
| <b>Receita</b>  |                  |             |             |             |
| Adicional ao IMI 1)   | 130              |             | 0.1         | -           |
| Actualização do IABA 2)   | 80               |             | 0.0         | 0.0         |
| Tributação de produtos com elevado teor de sal                  |                  | 30          | -           | 0.0         |
| Alteração no Imposto sobre produtos petrolíferos                | 70               |             | 0.0         | 0.0         |
| Alteração de Escalões de IRS                                    |                  | -230        | -           | -0.1        |
| Eliminação gradual da sobretaxa de IRS                          | -200             | -260        | -0.1        | -0.1        |
| Alterações IEC 3)   |                  | 150         | -           | 0.1         |
| IVA da restauração  | -175             |             | -0.1        | -           |
| Programa Especial de Redução de Endividamento ao Estado (PERES) | 100              |             | 0.1         | -           |
| Exercício de revisão da receita                                 | 75               | 50          | 0.0         | 0.0         |
| Dividendos BdP  | 166              | 148         | 0.1         | 0.1         |
| Fundos Estruturais  | 285              | 167         | 0.1         | 0.1         |
| <b>Total de medidas do lado da receita</b>                      | <b>531</b>       | <b>55</b>   | <b>0.3</b>  | <b>0.0</b>  |
| <b>Despesa</b>  |                  |             |             |             |
| Efeito líquido directo da reposição salarial                    | 181              |             | 0.1         | -           |
| Efeito líquido do descongelamento gradual de carreiras          |                  | 211         | -           | 0.1         |
| Emprego público - 2017: Regra 2 por 1; 2018: 3 por 2            | -122             | -23         | -0.1        | 0.0         |
| Reposição das 35 horas semanais                                 | 25               |             | 0.0         | -           |
| Prestação Social para a Inclusão                                | 20               | 79          | 0.0         | 0.0         |
| Exercício de revisão da despesa                                 | -75              | -287        | 0.0         | -0.1        |
| Congelamento Nominal do Consumo Intermédio                      | -215             | -300        | -0.1        | -0.2        |
| Actualização Extraordinária de Pensões                          | 79               | 154         | 0.0         | 0.1         |
| Reformas longas carreiras                                       |                  | 48          | -           | 0.0         |
| Poupanças em juros  | -277             | -307        | -0.1        | -0.2        |
| Contenção da Outra despesa corrente                             | -50              | -180        | 0.0         | -0.1        |
| Fundos Estruturais  | 143              | 178         | 0.1         | 0.1         |
| <b>Total de medidas do lado da despesa</b>                      | <b>-292</b>      | <b>-427</b> | <b>-0.2</b> | <b>-0.2</b> |
| <b>Impacto no saldo</b>   | <b>823</b>       | <b>482</b>  | <b>0.4</b>  | <b>0.2</b>  |

Fonte: Ministério das Finanças.

Notas: <sup>1)</sup> IMI: Imposto Municipal sobre Imóveis; <sup>2)</sup> IABA: Imposto sobre o Alcool e as Bebidas Alcoólicas;

<sup>3)</sup> IEC: Impostos Especiais sobre o Consumo.

### 3. Necessidades de financiamento

**Face a 2017, as necessidades líquidas de financiamento aumentam 1.3 mil milhões de euros (mme), situando-se em 10.8 mme.** Para este aumento contribui o agravamento do défice orçamental (na óptica de caixa, a óptica relevante para cálculo das necessidades de financiamento do Estado) em 0.2 mme e o aumento de 1.0 mme da rubrica outras aquisições de activos financeiros, a qual inclui o refinanciamento de outras entidades públicas que não o Estado, como é o caso das empresas públicas não incluídas no perímetro (Águas de Portugal, por exemplo) orçamental e das regiões autónomas.

**O cumprimento das necessidades líquidas de financiamento far-se-á sobretudo através da emissão de dívida de médio e longo prazo.** As previsões do IGCP são de que ao longo de 2018 sejam emitidos 15 mme de OT's (8.3 mme, se considerarmos as emissões líquidas). Com muito menor expressão, mas também importante no que se refere à sua elegibilidade para participação no programa de compra de activos pelo BCE, é a previsão de emissão de 0.8 mme de OTRV's. No que respeita à dívida de curto prazo, para além do rollover dos BT's o estado prevê a emissão de 2 mme de certificados de aforro e do tesouro. No total, a emissão bruta de dívida pelo estado em 2018 ascenderá a 33.7 mme.

## OPINIÃO

## ANÁLISE À PROPOSTA DE ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2018 (cont.)

Os reembolsos estimados para 2018, ascendem a 24.3 mme, dos quais 15.2 mme são BT's. Adicionalmente, 6.7 mme de OT's atingem a maturidade e é programado mais um reembolso do empréstimo do FMI de 1.4 mme, reembolso que a concretizar-se, será também efectuado antecipadamente (antes da data contratual).

**Os depósitos do estado deverão cair para 6.5 mme em 2018, menos 2.2 mme do que o estimado para o final de 2017.** De acordo com a UTAO, no final do 1º semestre de 2017, os depósitos ascendiam a 14.1 mme, o que implicará uma utilização de 6.1 mme durante a segunda metade do ano.

Relativamente ao empréstimo do FMI, refere-se o facto de em 2017 terem sido reforçados os reembolsos antecipados, substituindo este tipo de financiamento por dívida com taxas mais reduzidas. A taxa de colocação de dívida de médio e longo prazo (incluindo OTRVs) em 2017 situa-se em 2.8% abaixo dos 4.3% pagos ao FMI pelos empréstimos contratados ao abrigo do PAEF (Programa de Assistência Económica e Financeira).

Até Outubro, o Estado reembolsou 19.2 mme dos empréstimos do FMI; e prevê a realização de mais 2.1 mme ainda este ano e de 1.4 mme em 2018, o que reduzirá o montante em dívida ao FMI para cerca de 3.3 mme.

**Relativamente ao triénio seguinte – 2019-2021 - vale a pena salientar a redução projectada das necessidades líquidas de financiamento, quer por via da redução do défice quer de uma menor aquisição líquida de activos financeiros.** As estimativas apresentadas para o défice orçamental têm por base as previsões do BPI para o PIB nominal e saldo orçamental em % do PIB (óptica de contas nacionais). Relativamente à rubrica Aquisição Líquida de Activos Financeiros, esta encontra-se sujeita a vários riscos e dependente de vários desenvolvimentos, destacando-se a razoabilidade das estimativas efectuadas quanto às necessidades de financiamento das empresas públicas (que tipicamente excedem as previsões).

A principal fonte de financiamento no triénio será a emissão de dívida de médio e longo prazo, devendo o Estado continuar a beneficiar de baixos custos de financiamento, tanto por via da melhoria da avaliação da qualidade do risco da República pelas principais agências de rating, quer por via da política monetária do BCE que no final do programa de compra de activos irá prosseguir com uma política de reinvestimento dos títulos em carteira que atingem a maturidade.

O aumento da autorização de endividamento para 2018 é inferior ao aumento das necessidades líquidas de financiamento. Segundo a Proposta de Lei do OE18, o limite ao endividamento líquido global directo para fazer face às necessidades de financiamento em 2018 será de 10.2 mme, superior ao registado em

## Necessidades de Financiamento (mil milhões de euros)

|   | 2017        | 2018        |
|---|-------------|-------------|
| <b>1. Necessidades de Financiamento Líquidas</b>      | <b>9.5</b>  | <b>10.8</b> |
| Défice Orçamental                                     | 5.2         | 5.4         |
| Outras aquisições de activos financeiros <sup>1</sup> | 4.3         | 5.3         |
| Privatizações   | 0.0         |             |
| <b>2. Reembolsos</b>                                  | <b>33.0</b> | <b>24.3</b> |
| Bilhetes do Tesouro                                   | 15.1        | 15.2        |
| Obrigações do Tesouro+MTN                             | 7.8         | 6.7         |
| OTRV  | 0.0         | 0.0         |
| Certificados do Tesouro e de Aforro                   | 1.7         | 1.0         |
| PAEF, reembolsos realizados                           | 6.3         |             |
| PAEF, reembolsos a executar                           | 2.1         | 1.4         |
| p.m. PAEF, reembolsos de acordo maturidade original   | 0.0         | 0.0         |
| <b>Necessidades de Financiamento Brutas (1+2)</b>     | <b>42.6</b> | <b>35.1</b> |

## Fontes de financiamento

|   |             |             |
|---|-------------|-------------|
| Liquidez do Estado Dezembro do ano anterior             | 10.2        | 8.0         |
| Utilização de depósitos                                 | 2.2         | 1.5         |
| <b>Executado</b>  | <b>32.9</b> | <b>0.0</b>  |
| Bilhetes do Tesouro                                     | 12.6        | -           |
| Obrigações do Tesouro+MTN                               | 13.6        | -           |
| Certificados do Tesouro e de Aforro                     | 2.2         | -           |
| OTRV  | 2.2         | -           |
| PAEF  |             |             |
| Outros fluxos (líquido)                                 | 2.3         | -           |
| <b>Por executar</b>                                     | <b>5.8</b>  | <b>33.7</b> |
| PAEF  |             |             |
| Obrigações do Tesouro                                   | 1.4         | 15.0        |
| Bilhetes do Tesouro (expectativa de rollover de saldo)  | 2.6         | 15.2        |
| Certificados do Tesouro e de Aforro                     | 0.3         | 2.0         |
| OTRV  | -           | 0.8         |
| Outros fluxos (líquido)                                 | 1.5         | 0.7         |
| <b>Financiamento do Estado (inclui util. depósitos)</b> | <b>40.8</b> | <b>35.2</b> |
| <b>Recurso a financiamento adicional</b>                | <b>1.7</b>  | <b>-0.1</b> |
| <b>Disponibilidade de depósitos no final do ano</b>     | <b>8.0</b>  | <b>6.5</b>  |

Fonte: IGCP, OE 2018, UTAO, calc. BPI

## Necessidades de financiamento

|  | mil milhões de euros |              |              |              |              |
|--|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|  | 2017                 | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         |
| <b>1. Necessidades líquidas de financiamento</b>             | <b>9.5</b>           | <b>10.8</b>  | <b>6.2</b>   | <b>5.0</b>   | <b>5.4</b>   |
| <b>2. Reembolsos</b>   | <b>33.0</b>          | <b>24.3</b>  | <b>25.9</b>  | <b>25.5</b>  | <b>34.2</b>  |
| BTs - rollover   | 15.1                 | 15.2         | 15.2         | 15.2         | 15.2         |
| Ots  | 7.8                  | 6.7          | 9.7          | 10.3         | 13.7         |
| Retalho  | 1.7                  | 1.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| FMI executado  | 6.3                  | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| FMI por executar   | 2.1                  | 1.4          | 1.0          | 0.0          | 1.8          |
| p.m. FMI maturidade original                                 | 0.0                  | 0.0          | 0.0          | 3.4          | 4.0          |
| <b>3. Utilização de depósitos</b>                            | <b>2.2</b>           | <b>1.5</b>   | <b>0.0</b>   | <b>-3.5</b>  | <b>6.0</b>   |
| <b>4. Fontes de financiamento (inclui utiliz. depósitos)</b> | <b>40.8</b>          | <b>35.2</b>  | <b>29.6</b>  | <b>29.4</b>  | <b>35.4</b>  |
| Retalho  | 4.7                  | 2.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| BTs - rollover   | 15.1                 | 15.2         | 15.2         | 15.2         | 15.2         |
| OTs  | 15.0                 | 15.0         | 14.4         | 17.7         | 14.2         |
| <b>Necessidades brutas de financiamento (1+2)</b>            | <b>42.6</b>          | <b>35.1</b>  | <b>32.0</b>  | <b>30.5</b>  | <b>39.5</b>  |
| <b>% do PIB</b>  | <b>22.1%</b>         | <b>17.6%</b> | <b>15.4%</b> | <b>14.1%</b> | <b>17.7%</b> |
| <b>Disponibilidade de depósitos no final do ano</b>          | <b>8.0</b>           | <b>6.5</b>   | <b>6.5</b>   | <b>10.0</b>  | <b>4.0</b>   |

Fonte: IGCP, OE 2018, BPI

## ANÁLISE À PROPOSTA DE ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2018 (cont.)

2017 (9.35 mme). Segundo o texto da Proposta de Lei, o endividamento líquido global resulta dos seguintes factores:

- Da dívida emitida pelo Estado (IGCP);
- Do financiamento de outras entidades, nomeadamente do sector público empresarial, incluídas na administração central;
- Da dívida de entidades do sector público empresarial, quando essa dívida esteja reconhecida como dívida pública, segundo as regras de Maastricht, numa base consolidada, ou seja, só releva a dívida que estas entidades tenham contraído junto de instituições que não integrem a administração central.

### 4. Conclusão

A execução orçamental do próximo ano estará dependente de dois desenvolvimentos principais:

- (i) condições financeiras externas globais, designadamente manutenção de um confortável grau de apetência pelo risco e das taxas de juro de longo prazo nos mercados de referência em níveis baixos. Uma envolvente mais adversa teria impacto no custo de financiamento da dívida pública;
- (ii) evolução da actividade económica – na medida em que a consolidação orçamental prevista está assente sobretudo na expectativa de reforço dos níveis de receita e poupanças nas rubricas de despesa de execução incerta ou também dependentes do ciclo económico (caso do subsídio de desemprego, por exemplo).

Tendo em conta estas considerações, a previsão do BPI para o défice público em 2018 implicitamente considera um julgamento baseado na probabilidade de se atingirem as medidas orçamentais mencionadas, facto que explica a nossa perspectiva conservadora para o saldo global das Administrações Públicas em 2018: -1.3% do PIB. Ao mesmo tempo, importa ter em conta que o Governo mantém alguma flexibilidade no ajustamento do investimento público, caso ocorra alguma derrapagem na execução das contas públicas ou haja necessidade de constituir uma folga orçamental. De facto, o Governo usou essa folga em 2017: comparativamente com o investimento projectado para 2017 no respectivo OGE (EUR 4.2 mil milhões) com a execução estimada no OGE 2018 (EUR 3.2 mil milhões), regista-se uma redução de cerca de 0.5 pontos percentuais do PIB, um contributo substancial na prossecução do objectivo orçamental deste ano. Considerando o aumento expectável do investimento público para 2018, o Governo terá também uma folga significativa para acomodar desenvolvimentos desfavoráveis e inesperados não obstante os níveis mínimos do investimento público. Nota ainda para o carácter estrutural que algumas das medidas propostas assumem, como as relacionadas com as pensões. Estes gastos poderão, no futuro, constituir uma fonte adicional de pressão sobre as contas públicas, dada a dificuldade de reverter medidas deste género, podendo dificultar a execução da política fiscal num contexto económico adverso.

| Contas das Administrações Públicas, em Contabilidade Nacional |                          |                               |                              |                             |             |             |             |             |             |
|---|--------------------------|-------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | 2016<br>(milhões<br>EUR) | 2017 Est.<br>(milhões<br>EUR) | 2018 OGE<br>(milhões<br>EUR) | Taxa de Variação Homóloga % |             |             | % PIB       |             |             |
|   |                          |                               |                              | 2016                        | 2017 Est.   | 2018 OGE    | 2016        | 2017 Est.   | 2018 OGE    |
| <b>Receita corrente</b>                                       | <b>78,909</b>            | <b>82,212</b>                 | <b>85,364</b>                | <b>2.0</b>                  | <b>4.2</b>  | <b>3.8</b>  | <b>42.6</b> | <b>42.7</b> | <b>42.8</b> |
| Receita fiscal  | 46,428                   | 48,563                        | 49,747                       | 1.8                         | 4.6         | 2.4         | 25.1        | 25.2        | 25.0        |
| Impostos s/ produção e importação                             | 27,347                   | 28,880                        | 30,166                       | 4.9                         | 5.6         | 4.5         | 14.8        | 15.0        | 15.1        |
| Impostos correntes s/ rendimento, património                  | 19,081                   | 19,683                        | 19,580                       | -2.3                        | 3.2         | -0.5        | 10.3        | 10.2        | 9.8         |
| Contribuições sociais   | 21,609                   | 22,502                        | 23,357                       | 4.0                         | 4.1         | 3.8         | 11.7        | 11.7        | 11.7        |
| Vendas  | 6,625                    | 6,789                         | 7,557                        | 3.8                         | 2.5         | 11.3        | 3.6         | 3.5         | 3.8         |
| Outra receita corrente  | 4,247                    | 4,358                         | 4,704                        | -7.5                        | 2.6         | 7.9         | 2.3         | 2.3         | 2.4         |
| <b>Receita de capital</b>                                     | <b>796</b>               | <b>1,296</b>                  | <b>1,361</b>                 | <b>-43.1</b>                | <b>62.7</b> | <b>5.0</b>  | <b>0.4</b>  | <b>0.7</b>  | <b>0.7</b>  |
| <b>Receita total</b>  | <b>79,706</b>            | <b>83,507</b>                 | <b>86,725</b>                | <b>1.2</b>                  | <b>4.8</b>  | <b>3.9</b>  | <b>43.0</b> | <b>43.4</b> | <b>43.5</b> |
| <b>Despesa corrente</b>                                       | <b>79,818</b>            | <b>81,717</b>                 | <b>83,265</b>                | <b>1.0</b>                  | <b>2.4</b>  | <b>1.9</b>  | <b>43.1</b> | <b>42.5</b> | <b>41.8</b> |
| Despesas com pessoal  | 20,881                   | 21,409                        | 21,480                       | 2.6                         | 2.5         | 0.3         | 11.3        | 11.1        | 10.8        |
| Consumo intermédio  | 10,418                   | 10,772                        | 11,256                       | 4.2                         | 3.4         | 4.5         | 5.6         | 5.6         | 5.6         |
| Prestações sociais  | 35,113                   | 36,057                        | 37,056                       | 1.2                         | 2.7         | 2.8         | 19.0        | 18.7        | 18.6        |
| Subsídios   | 975                      | 1,010                         | 1,094                        | -13.2                       | 3.6         | 8.3         | 0.5         | 0.5         | 0.5         |
| Juros   | 7,761                    | 7,569                         | 7,126                        | -5.5                        | -2.5        | -5.8        | 4.2         | 3.9         | 3.6         |
| Outra despesa corrente  | 4,671                    | 4,900                         | 5,252                        | 1.2                         | 4.9         | 7.2         | 2.5         | 2.5         | 2.6         |
| <b>Despesa de capital</b>                                     | <b>3,552</b>             | <b>4,540</b>                  | <b>5,493</b>                 | <b>-53.7</b>                | <b>27.8</b> | <b>21.0</b> | <b>1.9</b>  | <b>2.4</b>  | <b>2.8</b>  |
| Formação bruta de capital fixo                                | 2,734                    | 3,224                         | 4,525                        | -32.4                       | 17.9        | 40.4        | 1.5         | 1.7         | 2.3         |
| Outra despesa de capital                                      | 819                      | 1,316                         | 967                          | -77.4                       | 60.8        | -26.5       | 0.4         | 0.7         | 0.5         |
| <b>Despesa total</b>  | <b>83,371</b>            | <b>86,257</b>                 | <b>88,758</b>                | <b>-3.8</b>                 | <b>3.5</b>  | <b>2.9</b>  | <b>45.0</b> | <b>44.8</b> | <b>44.5</b> |
| <b>Saldo Orçamental</b>                                       | <b>-3,665</b>            | <b>-2,750</b>                 | <b>-2,034</b>                |                             |             |             | <b>-2.0</b> | <b>-1.4</b> | <b>-1.0</b> |

Fonte: Ministério das Finanças.



## **BASES DE DADOS**

### **INDICADORES ESTRUTURAIS**

Endividamento do Sector Privado

### **Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Novembro e Dezembro de 2017**

### **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 (%PIB)</b> |              |              |              |              |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
|   | <b>2000</b>  | <b>2008</b>  | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  |
| <b>Chipre</b>                                 | 304.6        | 285.0        | 327.4        | n.a.         |
| <b>Luxemburgo</b>                             | n.a.         | 352.9        | 349.5        | n.a.         |
| <b>Irlanda</b>                                | n.a.         | 236.4        | 279.1        | n.a.         |
| <b>Dinamarca</b>                              | 158.1        | 222.3        | 224.0        | 210.7        |
| <b>Holanda</b>                                | 206.3        | 216.3        | 225.9        | 221.5        |
| <b>Reino Unido</b>                            | 131.5        | 181.5        | 174.0        | 160.7        |
| <b>Portugal</b>                               | <b>137.1</b> | <b>196.2</b> | <b>210.3</b> | <b>171.8</b> |
| <b>Suécia</b>                                 | 136.5        | 189.1        | 192.3        | 188.5        |
| <b>Bélgica</b>                                | 114.6        | 162.4        | 186.5        | 185.2        |
| <b>Malta</b>                                  | n.a.         | 352.9        | 154.6        | n.a.         |
| <b>Finlândia</b>                              | 93.0         | 132.7        | 148.6        | 149.3        |
| <b>Grécia</b>                                 | 52.8         | 113.0        | 131.5        | 123.3        |
| <b>Itália</b>                                 | 75.8         | 113.9        | 125.1        | n.a.         |
| <b>Espanha</b>                                | 102.5        | 195.7        | 187.8        | 146.7        |
| <b>Bulgária</b>                               | 26.8         | 131.4        | 125.0        | n.a.         |
| <b>França</b>                                 | 99.0         | 122.2        | 138.5        | n.a.         |
| <b>Áustria</b>                                | 121.4        | 126.7        | 128.6        | n.a.         |
| <b>Alemanha</b>                               | 123.0        | 109.7        | 101.9        | n.a.         |
| <b>Croácia</b>                                | n.a.         | 110.8        | 120.2        | n.a.         |
| <b>Eslovénia</b>                              | n.a.         | 105.6        | 112.3        | 80.2         |
| <b>Estónia</b>                                | 54.0         | 136.7        | 117.8        | n.a.         |
| <b>Polónia</b>                                | n.a.         | 67.3         | 73.4         | 81.9         |
| <b>Eslováquia</b>                             | 47.6         | 64.9         | 70.6         | n.a.         |
| <b>República Checa</b>                        | 56.8         | 63.8         | 70.7         | 68.7         |
| <b>Roménia</b>                                | 26.6         | 65.5         | 71.9         | 55.4         |
| <b>Lituânia</b>                               | 30.1         | 76.7         | 61.1         | n.a.         |
| <b>Letónia</b>                                | n.a.         | 104.5        | 97.9         | n.a.         |
| <b>Hungria</b>                                | 56.0         | 105.5        | 102.0        | 77.4         |
| <b>Valores não consolidados</b>               |              |              |              |              |
| <b>Estados Unidos</b>                         | 180.9        | 212.7        | 197.8        | 202.9        |

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 para o último ano disponível.

**Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Novembro e Dezembro de 2017\*****Novembro 2017**

|             |    |   |
|-------------|----|---|
| EUA         | 1  | Reunião de política monetária da Reserva Federal  |
| Reino Unido | 2  | Reunião de Política monetária do Banco de Inglaterra  |
|             | 2  | Publicação do relatório de inflação   |
| G7          | 5  | Reunião de Ministros do G7 em Itália  |
|             | 7  | Discurso de Draghi, Lautenschlaeger e Nouy em Frankfurt   |
| UEM         | 14 | Discurso de Janet Yellen, Draghi, Kuroda e Carney num painel do BCE "desafios e oportunidades na comunicação dos bancos centrais" |
| EUA         | 22 | Actas da reunião de política monetária de 1 de Novembro   |
| Portugal    | 27 | Votação final do Orçamento de Estado 2018   |
| EUA         | 21 | Discurso de Janet Yellen no Clube de Economistas  |
|             | 24 | Publicação do inquérito ao mercado de crédito   |
| UEM         | 26 | Reunião do BCE  |

**Dezembro 2017**

|             |    |  |
|-------------|----|--|
| EUA         | 13 | Reunião de política monetária da Reserva Federal           |
| UEM         | 14 | Reunião do BCE   |
| Reino Unido | 14 | Reunião de Política monetária do Banco de Inglaterra       |
| Portugal    | 15 | Revisão da classificação de risco pela Fitch               |
| Japão       | 25 | Actas da reunião de política monetária de 30-31 de Outubro |
| EUA         | 22 | Actas da reunião de política monetária de 1 de Novembro    |

*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

|   | 2015     |          |         |         |         | 2016    |         |         |         |         | 2017  |       |       |      |   | 2018 |  |
|---|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|------|---|------|--|
|   | Jan.     | Fev.     | Mar.    | Abr.    | Mai.    | Jun.    | Jul.    | Ago.    | Set.    | Out.    | Nov.  | Dez.  | Jan.  | Fev. |   |      |  |
| <b>Contas Nacionais (Base 2010)</b>               |          |          |         |         |         |         |         |         |         |         |       |       |       |      |   |      |  |
| PIB   | 1.6%     | 1.4%     | -       | -       | -       | 2.8%    | -       | -       | -       | -       | 2.9%  | -     | -     | -    | - |      |  |
| Consumo privado                                   | 2.6%     | 2.3%     | -       | -       | -       | 2.3%    | -       | -       | -       | -       | 2.2%  | -     | -     | -    | - |      |  |
| Consumo público                                   | 0.7%     | 0.5%     | -       | -       | -       | -0.4%   | -       | -       | -       | -       | -0.9% | -     | -     | -    | - |      |  |
| Investimento                                      | 4.7%     | -0.6%    | -       | -       | -       | 7.7%    | -       | -       | -       | -       | 9.3%  | -     | -     | -    | - |      |  |
| Exportações                                       | 6.1%     | 4.4%     | -       | -       | -       | 9.5%    | -       | -       | -       | -       | 8.2%  | -     | -     | -    | - |      |  |
| Importações                                       | 8.2%     | 4.5%     | -       | -       | -       | 8.8%    | -       | -       | -       | -       | 7.5%  | -     | -     | -    | - |      |  |
| <b>Preços e salários</b>                          |          |          |         |         |         |         |         |         |         |         |       |       |       |      |   |      |  |
| Taxa de inflação média (%)                        | 0.5      | 0.6      | 0.7     | 0.8     | 0.8     | 0.8     | 1.0     | 1.0     | 1.1     | 1.1     | 1.1   | 1.1   | 1.1   | 1.2  | - |      |  |
| Taxa de inflação homóloga (%)                     | 0.4      | 0.9      | 1.3     | 1.6     | 1.4     | 1.4     | 2.0     | 1.5     | 0.9     | 0.9     | 1.1   | 1.4   | -     | -    | - |      |  |
| Taxa de inflação harmonizada (%)                  | 0.3      | 0.9      | 1.3     | 1.6     | 1.4     | 1.4     | 2.4     | 1.7     | 1.0     | 1.0     | 1.3   | 1.6   | -     | -    | - |      |  |
| Inflação de bens (taxa harmonizada)               | -0.1     | 0.6      | 1.4     | 1.7     | 1.5     | 1.5     | 1.1     | 1.0     | -0.1    | 0.0     | 0.3   | 0.6   | -     | -    | - |      |  |
| Inflação de serviços (taxa harmonizada)           | 0.9      | 1.3      | 1.1     | 1.5     | 1.2     | 1.2     | 4.2     | 2.7     | 2.5     | 2.4     | 2.6   | 3.0   | -     | -    | - |      |  |
| Var. de salários sector privado (x-anualizada; %) | 1.2      | 2.1      | 2.6     | 0.9     | 4.3     | 3.5     | 2.9     | 2.9     | -       | 1.5     | 1.3   | -     | -     | -    | - |      |  |
| <b>Nível de actividade</b>                        |          |          |         |         |         |         |         |         |         |         |       |       |       |      |   |      |  |
| Indicador coincidente do Bdp (tvh)                | 2.2      | 1.2      | 1.4     | 1.7     | 2.1     | 2.1     | 2.4     | 2.9     | 3.2     | 3.2     | 3.8   | 3.9   | -     | -    | - |      |  |
| Índice de produção industrial (tvh)               | 3.0      | 4.3      | 4.3     | 0.6     | 5.8     | 5.8     | -2.3    | 5.8     | 3.8     | 3.8     | 10.4  | 2.8   | -     | -    | - |      |  |
| Índice de confiança na indústria                  | -2.2     | 0.6      | 1.6     | 1.6     | 1.2     | 2.9     | 2.9     | 1.3     | 2.9     | 1.3     | 0.5   | 2.2   | 4.2   | -    | - |      |  |
| Índice de confiança dos consumidores              | -10.9    | -5.3     | -7.0    | -5.1    | -2.7    | -0.6    | -0.6    | 1.1     | 3.1     | 2.8     | 1.2   | 0.5   | 4.6   | -    | - |      |  |
| Índice de confiança no sector da construção       | -34.7    | -28.6    | -29.1   | -24.8   | -25.6   | -23.1   | -22.4   | -22.4   | -21.0   | -19.2   | -20.2 | -17.7 | -19.0 | -    | - |      |  |
| Índice de confiança no comércio a retalho         | 2.1      | 1.4      | 2.4     | 1.9     | -0.4    | 1.2     | 1.2     | 1.2     | 1.5     | 2.3     | 0.4   | 1.9   | 2.8   | -    | - |      |  |
| Vendas a retalho (tvh)                            | 1.2      | 3.6      | 2.7     | 1.3     | 5.1     | 4.4     | 5.6     | 4.9     | 4.9     | 4.1     | 3.5   | 4.1   | -     | -    | - |      |  |
| Vendas de automóveis (tvh)                        | 10.4     | 29.3     | 7.8     | 4.6     | -1.8    | 17.8    | 13.4    | 6.3     | 6.3     | 12.2    | 11.5  | 6.4   | -     | -    | - |      |  |
| Vendas de cimento (tvh)                           | -9.2     | 7.3      | 28.7    | 7.9     | 21.7    | 3.7     | 24.2    | 6.9     | 6.9     | 13.5    | 11.1  | 10.3  | -     | -    | - |      |  |
| Dormidas no sector da hotelaria (tvh)             | 10.5     | 7.5      | 12.7    | 8.1     | -1.2    | 25.2    | 6.9     | 7.2     | 7.2     | 4.7     | 3.2   | -     | -     | -    | - |      |  |
| Taxa de desemprego (%)                            | 12.2     | 10.5     | -       | -       | 10.1    | -       | -       | -       | 8.8     | -       | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| <b>Exterior</b>                                   |          |          |         |         |         |         |         |         |         |         |       |       |       |      |   |      |  |
| Balança corrente (ytd; M.E.)                      | 222.6    | 1320.1   | -286.9  | -315.3  | -340.1  | -56.9   | -1433.1 | -1420.3 | -633.0  | 340.2   | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| Bens e serviços (ytd; M.E.)                       | -10400.6 | -10958.3 | -1003.7 | -1825.1 | -2725.9 | -4018.6 | -5423.8 | -6460.6 | -7525.5 | -8841.2 | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| Exportações mercadorias (tvh)                     | 1.6      | 3.7      | 18.8    | 13.5    | 17.3    | 12.9    | 13.6    | 12.3    | 11.1    | 11.5    | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| Excluindo Combustíveis (tvh)                      | 4.1      | 4.3      | 16.3    | 10.4    | 14.4    | 10.0    | 11.0    | 10.3    | 9.5     | 9.8     | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| Importações mercadorias (tvh)                     | 3.5      | 2.2      | 23.0    | 16.2    | 15.9    | 14.6    | 16.1    | 14.4    | 14.2    | 14.1    | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| Excluindo Combustíveis (tvh)                      | 6.3      | 7.0      | 15.8    | 10.3    | 12.3    | 10.7    | 12.3    | 11.5    | 11.2    | 11.6    | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| Balança financeira (M.E.- ytd)                    | 2827.4   | 2164.2   | 496.2   | 571.9   | 936.4   | 938.9   | 32.0    | -193.3  | 889.8   | 2080.8  | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| Invest. directo em Port. (M.E.- ytd)              | 9834.8   | 2030.6   | 931.0   | 2438.6  | 3054.7  | 3798.6  | 4710.8  | 4319.4  | 6050.8  | 6377.8  | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)  | 7200.4   | 905.9    | 201.6   | 332.8   | 779.8   | 920.9   | 1481.2  | 441.1   | 424.7   | 708.8   | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| Outro invest. em Portugal (M.E.- ytd) (3)         | 946.8    | -10631.1 | 245.9   | -2052.2 | 2777.0  | 3091.5  | 2983.0  | 1430.2  | 99.3    | -1484.5 | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) (3) | 3970.1   | -9621.0  | 922.7   | -2.0    | 1837.4  | 2800.8  | 1898.6  | -79.5   | -443.0  | -1119.9 | -     | -     | -     | -    | - |      |  |
| <b>Finanças públicas</b>                          |          |          |         |         |         |         |         |         |         |         |       |       |       |      |   |      |  |
| Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)   | 13.305.0 | 8.537.0  | -2.0    | 423.0   | 801.0   | 2.108.0 | 1.858.0 | 3.380.0 | 4.499.0 | 2.572.0 | -     | -     | -     | -    | - |      |  |

Fontes: Dados compilados pelo BPI a partir de publicações do Banco de Portugal e INE.  
 Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2013 e 2014.

(1) tvh - taxa de variação homóloga  
 (2) Variação das remunerações declaradas à Segurança Social, excluindo as entidades empregadoras do sector bancário;  
 (3) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

## Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

|   | 2015  |       |       | 2016  |       |       | 2017  |       |       |       |       |       | 2018 |      |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
|   | Jan.  | Fev.  | Mar.  | Abr.  | Mai.  | Jun.  | Jul.  | Ago.  | Set.  | Out.  | Nov.  | Dez.  | Jan. | Fev. |
| <b>Matérias Primas</b>                          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| Preço do petróleo (USD/Barril Brent)            | 35.75 | 55.41 | 54.68 | 55.56 | 52.71 | 50.88 | 50.08 | 48.23 | 52.17 | 52.41 | 56.53 | 60.94 | -    | -    |
| Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.) | -11.2 | -4.9  | 21.0  | 16.7  | 9.7   | 2.7   | 5.7   | 0.4   | 6.2   | 8.5   | 6.4   | 6.4   | -    | -    |
| <b>Custos laborais</b>                          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA   | 2.4   | -1.2  | -     | -     | 0.7   | -     | -     | -0.2  | -     | -     | -0.1  | -     | -    | -    |
| Zona Euro                                       | 1.5   | 1.6   | -     | -     | 1.4   | -     | -     | 1.8   | -     | -     | -     | -     | -    | -    |
| Japão   | 0.0   | 0.5   | 0.3   | 0.4   | 0.0   | 0.5   | 0.6   | 0.4   | -0.6  | 0.7   | 0.9   | -     | -    | -    |
| <b>Taxas de juro de curto prazo</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA   | 0.61  | 1.00  | 1.03  | 1.06  | 1.15  | 1.17  | 1.21  | 1.30  | 1.31  | 1.32  | 1.33  | 1.38  | -    | -    |
| Zona Euro                                       | -0.13 | -0.34 | -0.34 | -0.35 | -0.36 | -0.36 | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -    | -    |
| Japão   | 0.08  | -0.05 | -0.01 | -0.01 | 0.03  | 0.00  | -0.02 | 0.00  | -0.02 | -0.03 | -0.05 | -0.04 | -    | -    |
| <b>Taxas de juro de longo prazo</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA   | 2.27  | 2.44  | 2.45  | 2.39  | 2.39  | 2.28  | 2.20  | 2.30  | 2.29  | 2.12  | 2.33  | 2.38  | -    | -    |
| Alemanha  | 0.63  | 0.21  | 0.44  | 0.21  | 0.33  | 0.32  | 0.30  | 0.47  | 0.54  | 0.36  | 0.46  | 0.36  | -    | -    |
| Japão   | 0.27  | 0.05  | 0.09  | 0.06  | 0.07  | 0.02  | 0.05  | 0.09  | 0.08  | 0.01  | 0.07  | 0.07  | -    | -    |
| <b>Taxas de câmbio efectivas</b>                |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA (+ valorização; -depreciação)               | 10.7  | 4.5   | 2.2   | 1.5   | 3.2   | 4.1   | 2.6   | 0.9   | -1.1  | -1.3  | -3.0  | -2.2  | -    | -    |
| Zona Euro                                       | -5.6  | 2.0   | 0.5   | -0.1  | -1.0  | 0.4   | 2.4   | 2.8   | 4.2   | 4.5   | 4.3   | 3.0   | -    | -    |
| Japão   | 6.9   | 7.0   | 5.5   | 1.8   | 3.6   | 3.0   | 0.5   | -8.3  | -6.0  | -8.4  | -11.1 | -9.5  | -    | -    |
| <b>Preços no produtor</b>                       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA   | -2.7  | 1.9   | 2.9   | 3.8   | 3.8   | 4.0   | 2.8   | 2.2   | 2.2   | 2.9   | 3.3   | -     | -    | -    |
| Zona Euro                                       | -2.9  | 1.6   | 3.9   | 4.5   | 3.9   | 4.3   | 3.4   | 2.4   | 2.0   | 2.5   | 2.9   | -     | -    | -    |
| Japão   | -3.6  | -1.2  | 0.5   | 1.1   | 1.4   | 2.1   | 2.1   | 2.2   | 2.6   | 2.9   | 3.0   | -     | -    | -    |
| <b>Preços no consumidor</b>                     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA   | 0.7   | 2.1   | 2.5   | 2.7   | 2.4   | 2.2   | 1.9   | 1.6   | 1.7   | 1.9   | 2.2   | -     | -    | -    |
| Zona Euro                                       | 0.2   | 1.1   | 1.8   | 2.0   | 1.5   | 1.9   | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.5   | 1.5   | 1.4   | -    | -    |
| Japão   | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.3   | 0.2   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.7   | 0.7   | -     | -    | -    |
| <b>Massa monetária</b>                          |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA (M2)  | 5.9   | 7.0   | 6.6   | 6.3   | 6.3   | 6.0   | 5.9   | 5.6   | 5.6   | 5.3   | 5.1   | -     | -    | -    |
| Zona Euro (M3)                                  | 4.6   | 4.9   | 4.7   | 4.6   | 5.2   | 4.8   | 4.9   | 4.9   | 4.5   | 5.0   | 5.1   | -     | -    | -    |
| Japão (M2)                                      | 3.1   | 3.9   | 3.9   | 4.1   | 4.2   | 3.9   | 3.8   | 3.9   | 4.0   | 4.0   | 4.1   | -     | -    | -    |

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   |        |         | 2017    |         |         |         |         |       | 2018 |      |  |
|--|----------|---------|-------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|------|------|--|
|  | Jan.     | Feb.    | Mar.  | Abr.   | Mai.   | Jun.    | Jul.    | Ago.    | Sep.    | Out.    | Nov.    | Dez.  | Jan. | Fev. |  |
| <b>Crescimento do Produto</b>  |          |         |       |        |        |         |         |         |         |         |         |       |      |      |  |
| EUA (anualizado)   | 0.5      | 1.8     | -     | -      | 1.2    | -       | 3.1     | -       | -       | 3.0     | -       | -     | -    | -    |  |
| Zona Euro (q/q)  | 0.5      | 0.6     | -     | -      | 0.6    | -       | 0.7     | -       | -       | 0.6     | -       | -     | -    | -    |  |
| Japão (q/q)  | -0.2     | 0.4     | -     | -      | 0.3    | -       | 0.6     | -       | -       | -       | -       | -     | -    | -    |  |
| <b>Desemprego</b>  |          |         |       |        |        |         |         |         |         |         |         |       |      |      |  |
| EUA  | 5.0      | 4.7     | 4.8   | 4.7    | 4.5    | 4.4     | 4.3     | 4.4     | 4.3     | 4.4     | 4.2     | 4.1   | -    | -    |  |
| Zona Euro  | 10.4     | 9.6     | 9.6   | 9.5    | 9.4    | 9.2     | 9.1     | 9.0     | 9.0     | 8.9     | 8.9     | -     | -    | -    |  |
| Japão  | 3.3      | 3.1     | 3.0   | 2.8    | 2.8    | 3.1     | 2.8     | 2.8     | 2.8     | 2.8     | 2.8     | -     | -    | -    |  |
| <b>Confiança das Empresas</b>  |          |         |       |        |        |         |         |         |         |         |         |       |      |      |  |
| EUA - Índice de confiança PME  | 95.2     | 105.8   | 105.9 | 105.3  | 104.7  | 104.5   | 103.6   | 105.2   | 105.3   | 103.0   | -       | -     | -    | -    |  |
| Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)  | -2.0     | 0.0     | 0.8   | 1.3    | 1.3    | 2.6     | 4.5     | 4.5     | 5.0     | 6.7     | 7.9     | -     | -    | -    |  |
| Japão - Índice Tankan (global)   | 18.0     | 16.0    | -     | -      | 16.0   | -       | 18.0    | -       | -       | 19.0    | -       | -     | -    | -    |  |
| <b>Confiança dos Consumidores</b>  |          |         |       |        |        |         |         |         |         |         |         |       |      |      |  |
| EUA - Índice da Universidade de Michigan   | 92.6     | 98.2    | 98.5  | 96.3   | 96.9   | 97.0    | 97.1    | 95.1    | 93.4    | 96.8    | 95.1    | 100.7 | -    | -    |  |
| Índice do <i>Conference Board</i>  | 96.3     | 113.3   | 111.6 | 116.1  | 124.9  | 119.4   | 117.6   | 117.3   | 120.0   | 120.4   | 120.6   | 125.9 | -    | -    |  |
| Zona Euro - Índice do Eurostat   | -5.6     | -5.2    | -4.9  | -6.4   | -5.1   | -3.6    | -3.3    | -1.3    | -1.7    | -1.5    | -1.2    | -1.0  | -    | -    |  |
| Japão - Índice do ESRI   | 41.8     | 42.5    | 43.0  | 42.7   | 44.1   | 43.1    | 43.9    | 43.8    | 43.9    | 43.7    | 44.1    | 44.2  | -    | -    |  |
| <b>Indicador Avançado da OCDE</b>  |          |         |       |        |        |         |         |         |         |         |         |       |      |      |  |
| EUA  | 110.9    | 113.7   | 114.0 | 114.3  | 114.6  | 114.8   | 115.0   | 115.2   | -       | -       | -       | -     | -    | -    |  |
| Zona Euro  | -        | -       | -     | -      | -      | -       | -       | -       | -       | -       | -       | -     | -    | -    |  |
| Japão  | 105.2    | 106.6   | 106.8 | 106.9  | 107.1  | 107.2   | 107.3   | 107.4   | -       | -       | -       | -     | -    | -    |  |
| <b>Indicador da Actividade Industrial</b>  |          |         |       |        |        |         |         |         |         |         |         |       |      |      |  |
| EUA - ISM manufacturas   | 47.9     | 54.5    | 56.0  | 57.7   | 57.2   | 54.8    | 54.9    | 57.8    | 56.3    | 58.8    | 60.8    | 58.7  | -    | -    |  |
| PMI manufacturas   | 53.2     | 54.9    | 55.2  | 55.4   | 56.2   | 56.7    | 57.0    | 57.4    | 56.6    | 57.4    | 58.1    | 58.5  | -    | -    |  |
| Japão - Índice de actividade industrial (sa)   | 101.6    | 103.7   | 103.3 | 103.9  | 103.2  | 105.6   | 104.9   | 105.1   | 105.0   | 105.1   | -       | -     | -    | -    |  |
| <b>Produção Industrial (t.v.h.)</b>  |          |         |       |        |        |         |         |         |         |         |         |       |      |      |  |
| EUA  | -3.3     | 0.8     | 0.0   | 0.4    | 1.4    | 2.1     | 2.2     | 2.1     | 1.8     | 1.2     | 1.6     | -     | -    | -    |  |
| Zona Euro  | 1.0      | 2.3     | 0.2   | 1.5    | 2.4    | 1.3     | 3.9     | 2.7     | 3.7     | 3.5     | -       | -     | -    | -    |  |
| Japão  | -2.1     | 3.1     | 3.2   | 4.7    | 3.5    | 5.7     | 6.5     | 5.5     | 4.7     | 5.3     | 2.5     | -     | -    | -    |  |
| <b>Vendas a Retalho (t.v.h.)</b>   |          |         |       |        |        |         |         |         |         |         |         |       |      |      |  |
| EUA  | 3.1      | 4.0     | 5.6   | 4.7    | 4.8    | 4.5     | 4.2     | 3.0     | 3.7     | 3.5     | 4.4     | -     | -    | -    |  |
| Zona Euro  | 2.4      | 1.7     | 1.7   | 2.0    | 2.9    | 2.7     | 2.7     | 3.2     | 2.6     | 2.4     | 3.6     | -     | -    | -    |  |
| Japão  | -3.1     | -1.4    | 0.2   | -0.2   | 2.9    | 1.6     | 4.9     | 3.7     | 2.7     | 3.5     | 3.3     | -     | -    | -    |  |
| <b>Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)</b> |          |         |       |        |        |         |         |         |         |         |         |       |      |      |  |
| EUA  | -761.9   | -752.5  | -69.1 | -134.4 | -200.6 | -269.0  | -336.6  | -402.0  | -467.3  | -532.1  | -597.5  | -     | -    | -    |  |
| Zona Euro  | 238.5    | 267.8   | 261.6 | 259.5  | 260.0  | 250.9   | 247.6   | 245.0   | 242.3   | 240.9   | -       | -     | -    | -    |  |
| Japão  | -2,739.1 | 3,690.8 | 135.0 | 746.7  | 886.0  | 1,043.6 | 1,166.3 | 1,253.6 | 1,616.7 | 1,925.0 | 2,165.4 | -     | -    | -    |  |

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 2012 e 2013.

**Cotações no Mercado Spot**

| <b>Data</b>           | <b>EUR/USD</b> | <b>EUR/JPY</b> | <b>EUR/GBP</b> | <b>EUR/CHF</b> | <b>USD/JPY</b> |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 02-out-17             | 1.1744         | 132.50         | 0.8842         | 1.1399         | 112.82         |
| 03-out-17             | 1.1753         | 132.77         | 0.8879         | 1.1449         | 112.97         |
| 04-out-17             | 1.1787         | 132.47         | 0.8877         | 1.1456         | 112.39         |
| 06-out-17             | 1.1707         | 132.23         | 0.8954         | 1.1473         | 112.95         |
| 09-out-17             | 1.1746         | 132.36         | 0.8920         | 1.1497         | 112.69         |
| 10-out-17             | 1.1797         | 132.55         | 0.8941         | 1.1522         | 112.36         |
| 11-out-17             | 1.1830         | 132.72         | 0.8971         | 1.1524         | 112.19         |
| 12-out-17             | 1.1856         | 133.12         | 0.9024         | 1.1552         | 112.28         |
| 13-out-17             | 1.1810         | 132.49         | 0.8898         | 1.1533         | 112.18         |
| 16-out-17             | 1.1803         | 131.99         | 0.8875         | 1.1514         | 111.83         |
| 17-out-17             | 1.1759         | 131.94         | 0.8915         | 1.1504         | 112.20         |
| 18-out-17             | 1.1749         | 132.62         | 0.8928         | 1.1551         | 112.88         |
| 19-out-17             | 1.1834         | 133.18         | 0.8982         | 1.1541         | 112.54         |
| 20-out-17             | 1.1818         | 133.75         | 0.8962         | 1.1597         | 113.17         |
| 23-out-17             | 1.1740         | 133.59         | 0.8909         | 1.1581         | 113.79         |
| 24-out-17             | 1.1761         | 133.95         | 0.8930         | 1.1613         | 113.89         |
| 25-out-17             | 1.1785         | 134.41         | 0.8888         | 1.1690         | 114.05         |
| 26-out-17             | 1.1753         | 133.75         | 0.8901         | 1.1678         | 113.80         |
| 27-out-17             | 1.1605         | 132.52         | 0.8863         | 1.1632         | 114.19         |
| 30-out-17             | 1.1612         | 131.83         | 0.8798         | 1.1603         | 113.53         |
| 31-out-17             | 1.1638         | 132.00         | 0.8785         | 1.1622         | 113.42         |
| <b>Var. Mês %</b>     | -0.90          | -0.38          | -0.64          | 1.96           | 0.53           |
| <b>Var. em 2017 %</b> | 11.21          | 7.39           | 3.19           | 8.51           | -3.44          |
| <b>Média mensal</b>   | 1.1757         | 132.80         | 0.8907         | 1.1549         | 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**

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

Fonte: BCE.

**Taxas de Juro Internacionais**

02.Nov.17

|            | <b>O/N</b> | <b>1 Mês</b> | <b>3 Meses</b> | <b>6 Meses</b> | <b>1 Ano</b> |
|------------|------------|--------------|----------------|----------------|--------------|
| <b>EUR</b> | -0.43%     | -0.40%       | -0.38%         | -0.32%         | -0.23%       |
| <b>USD</b> | 1.18%      | 1.24%        | 1.38%          | 1.58%          | 1.86%        |
| <b>JPY</b> | -0.02%     | -0.02%       | -0.04%         | 0.00%          | 0.11%        |
| <b>GBP</b> | 0.22%      | 0.42%        | 0.45%          | 0.57%          | 0.78%        |
| <b>CHF</b> | -0.79%     | -0.78%       | -0.73%         | -0.65%         | -0.52%       |

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

## Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

|  | 2017    |         |         |         |          |         |         |         |         |         |         |      |      |      |
|--|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|------|------|
|  | 2015    | 2016    | Jan.    | Fev.    | Mar.     | Abr.    | Mai.    | Jun.    | Jul.    | Ago.    | Set.    | Out. | Nov. | Dez. |
| Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo                                  |         |         |         |         |          |         |         |         |         |         |         |      |      |      |
| Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)  | 264,422 | 260,337 | 259,483 | 261,146 | 263,376  | 268,550 | 273,479 | 273,926 | 275,613 | 277,510 | -       | -    | -    | -    |
| Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros)  | 2,886   | -2,673  | 1,754   | -129    | 850      | 3,025   | 1,760   | 510     | 1,124   | 2,020   | -       | -    | -    | -    |
| Valor de Obrigações do Tesouro emitidas  |         |         |         |         |          |         |         |         |         |         |         |      |      |      |
| Emissões brutas OT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>                                  | 0       | 0       | 2,974   | 1,359   | 1,162    | 1,367   | 1,486   | 1,464   | 1,204   | -       | 2,930   | -    | -    | -    |
| Emissões brutas BT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>                                  | 998     | 0       | 2,186   | 1,280   | 1,444    | 1,287   | 1,989   | 1,300   | 1,923   | 1,110   | 2,174   | -    | -    | -    |
| Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>2</sup>                                     | 2,104   | -701    | 1,822   | 2,739   | -45      | 3,755   | 453     | 2,763   | -509    | 2,169   | -       | -    | -    | -    |
| Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 <sup>6</sup> euros)                                 |         |         |         |         |          |         |         |         |         |         |         |      |      |      |
| Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)  | 33,848  | 33,264  | 33,628  | 33,583  | 34,117   | 34,179  | 35,129  | 35,188  | 35,693  | 35,629  | -       | -    | -    | -    |
| Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>                                     | 1,340   | 77      | 377     | -59     | 539      | 72      | 966     | 64      | 500     | 30      | -       | -    | -    | -    |
| Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 <sup>6</sup> euros)                 |         |         |         |         |          |         |         |         |         |         |         |      |      |      |
| Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)  | 51,509  | 45,836  | 45,845  | 43,603  | 44,424   | 44,193  | 44,755  | 42,804  | 43,688  | 43,565  | -       | -    | -    | -    |
| Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>                                     | -235    | -1,716  | -39     | -2,289  | 737      | -232    | 529     | -1,932  | 855     | -112    | -       | -    | -    | -    |
| Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 <sup>6</sup> euros)               | 119,879 | 131,258 | 133,146 | 135,441 | 135,350  | 138,988 | 139,401 | 142,051 | 141,468 | 143,677 | 143,107 | -    | -    | -    |
| BT's   | 15,023  | 15,136  | 14,774  | 16,054  | 15,035   | 16,322  | 15,564  | 16,864  | 15,150  | 16,260  | 14,693  | -    | -    | -    |
| OT's   | 103,865 | 110,076 | 112,326 | 113,396 | 114,323  | 115,675 | 116,899 | 118,250 | 119,381 | 119,280 | 120,277 | -    | -    | -    |
| Outras obrigações  | 51      | 51      | 51      | 51      | 51       | 51      | 51      | 51      | 51      | 51      | 51      | -    | -    | -    |
| Outros Títulos (ECP, MTN's, OTRV's, etc)   | 940     | 5,995   | 5,995   | 5,940   | 5,941    | 6,940   | 6,887   | 6,886   | 6,886   | 8,086   | 8,086   | -    | -    | -    |
| Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 <sup>6</sup> euros)                           | 5,745   | 3,109   | 3,243   | 3,322   | 2,396,39 | 2,872   | 2,887   | 2,828   | 2,830   | 3,131   | 3,185   | -    | -    | -    |
| Valor de Obrig. na posse de não residentes <sup>4</sup>                                    | 78,196  | 63,347  | -       | -       | 65,326   | -       | -       | 68,290  | -       | -       | -       | -    | -    | -    |
| Stock em fim de período/Capitalização Bolsista   | 0,8     | 0,6     | -       | -       | 0,6      | -       | -       | 0,6     | -       | -       | -       | -    | -    | -    |
| Transac. de Obrig. do Tesouro no MEDIP <sup>5</sup> (média diária) (10 <sup>6</sup> euros) | 141     | 87      | 165     | 248     | 171      | 259     | -       | -       | -       | -       | -       | -    | -    | -    |

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.Nov.17

| Título                   | Maturidade | Saldo vivo<br>(10 <sup>6</sup> EUR) | Anos | Vida<br>Meses | Cupão  | Preço  | Modified<br>Duration | YTM     |
|--------------------------|------------|-------------------------------------|------|---------------|--------|--------|----------------------|---------|
| <b>Obrig. do Tesouro</b> |            |                                     |      |               |        |        |                      |         |
| Ots 10 Anos 08           | 2018-06-15 | 6,642                               | 0    | 7             | 4.450% | 102.79 | 0.60                 | -0.234% |
| Ots 10 Anos 09           | 2019-06-14 | 9,637                               | 1    | 7             | 4.750% | 107.83 | 1.55                 | -0.158% |
| Ots 10 Anos 10           | 2020-06-15 | 10,336                              | 2    | 7             | 4.800% | 112.33 | 2.48                 | 0.045%  |
| OTs 15 Anos 05           | 2021-04-15 | 13,640                              | 3    | 5             | 3.850% | 112.33 | 3.23                 | 0.233%  |
| OTs 7 Anos 15            | 2022-10-17 | 9,492                               | 4    | 11            | 2.200% | 107.34 | 4.71                 | 0.682%  |
| OTs 15 Anos 08           | 2023-10-25 | 8,558                               | 5    | 11            | 4.950% | 122.47 | 5.32                 | 1.039%  |
| Ots 10 Anos 13           | 2024-02-15 | 12,711                              | 6    | 3             | 5.650% | 126.72 | 5.32                 | 1.197%  |
| Ots 10 anos 15           | 2025-10-15 | 12,613                              | 7    | 11            | 2.875% | 109.17 | 7.12                 | 1.632%  |
| Ots 10 anos 16           | 2026-01-21 | 7,983                               | 8    | 2             | 2.875% | 108.48 | 7.18                 | 1.811%  |
| Ots 10 anos 17           | 2027-04-14 | 7,092                               | 9    | 5             | 4.125% | 118.08 | 7.83                 | 2.000%  |
| Ots 15 anos 14           | 2030-02-15 | 4,915                               | 12   | 3             | 3.875% | 113.99 | 9.67                 | 2.533%  |
| OTs 30 Anos 06           | 2037-04-15 | 8,604                               | 19   | 5             | 4.100% | 114.67 | 13.49                | 3.084%  |
| OTs 30 Anos 15           | 2045-02-15 | 3,359                               | 27   | 3             | 4.100% | 112.86 | 16.54                | 3.371%  |

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

## Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações

|                        | 03.11.2017 | Var. % 1m | Var. % 6m | Var. % Ytd | Var. % face Mínimo 52semanas | Data Mínimo 52 semanas | Var. % face Máximo 52semanas | Data Máximo 52semanas | Var. % 1ano | Ind. Geral PER Estimado |
|------------------------|------------|-----------|-----------|------------|------------------------------|------------------------|------------------------------|-----------------------|-------------|-------------------------|
| DJ EURO STOXX 50       | 3,690.0    | 2.2       | 0.6       | 11.9       | 25.3                         | 2016-11-09             | -0.7                         | 2017-11-01            | 24.6        | 15.9                    |
| DJ EURO STOXX          | 400.0      | 2.5       | 1.9       | 14.1       | 26.6                         | 2016-11-09             | -0.5                         | 2017-11-01            | 25.7        | 16.2                    |
| DJ EUROPE STOXX 50     | 3,237.1    | 1.5       | -0.3      | 7.5        | 19.0                         | 2016-11-04             | -1.3                         | 2017-05-16            | 18.5        | 16.2                    |
| DJ EUROPE STOXX        | 396.1      | 1.7       | 0.4       | 9.6        | 21.1                         | 2016-11-09             | -0.5                         | 2017-11-01            | 20.5        | 16.4                    |
| MSCI EUROPE            | 1,642.9    | 1.7       | 2.8       | 11.8       | 19.4                         | 2016-12-02             | 18.0                         | 2016-11-25            | 21.4        | 16.4                    |
| FTSE 100               | 7,560.4    | 0.5       | 3.6       | 5.9        | 13.2                         | 2016-11-04             | -0.5                         | 2017-06-02            | 13.0        | 15.2                    |
| DAX                    | 13,478.9   | 4.0       | 5.9       | 17.3       | 32.4                         | 2016-11-09             | -0.3                         | 2017-11-03            | 31.3        | 15.1                    |
| CAC 40                 | 5,518.0    | 2.8       | 1.4       | 13.3       | 26.8                         | 2016-11-09             | -0.5                         | 2017-11-01            | 25.9        | 16.1                    |
| PSI-20                 | 5,368.6    | -0.5      | 2.2       | 14.7       | 23.2                         | 2016-11-14             | -2.3                         | 2017-10-31            | 19.9        | 17.2                    |
| IBEX 35                | 10,357.8   | 1.4       | -7.2      | 10.4       | 21.3                         | 2016-12-05             | -7.7                         | 2017-05-08            | 17.5        | 14.5                    |
| DOW JONES INDUSTRI.    | 23,539.2   | 3.4       | 12.1      | 19.1       | 31.6                         | 2016-11-04             | -0.1                         | 2017-11-03            | 31.6        | 18.7                    |
| S&P 500                | 2,587.8    | 1.5       | 7.9       | 15.6       | 24.2                         | 2016-11-04             | -0.0                         | 2017-11-03            | 24.1        | 19.4                    |
| NASDAQ COMPOSITE INDEX | 6,764.4    | 2.6       | 10.9      | 25.7       | 34.4                         | 2016-11-04             | -0.0                         | 2017-11-03            | 34.0        | 24.0                    |
| S&P UTILITIES          | 607.6      | -0.8      | 5.8       | 12.9       | 24.9                         | 2016-11-04             | -2.1                         | 2017-10-24            | 24.5        | 20.1                    |
| S&P FINANCIALS INDEX   | 444.0      | 1.6       | 12.3      | 14.9       | 38.0                         | 2016-11-04             | -0.6                         | 2017-10-26            | 37.5        | 16.5                    |
| NIKKEI 225             | 22,548.4   | 9.4       | 16.0      | 18.0       | 39.9                         | 2016-11-09             | -0.4                         | 2017-11-06            | 31.6        | 19.2                    |
| BOVESPA                | 73,915.4   | -2.8      | 12.5      | 22.7       | 30.1                         | 2016-12-22             | -5.3                         | 2017-10-05            | 20.0        | 14.2                    |
| MSCI WORLD             | 1,558.1    | 2.0       | 6.8       | 14.2       | 18.8                         | 2016-11-16             | 16.7                         | 2016-11-25            | 23.1        | 18.0                    |

Fonte: Bloomberg.

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

|                                | 03.11.2017 | 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              | 283.8      | -1.4      | -7.1      | -3.5       | 5.0                          | 2016-12-02            | -10.3                        | 2017-05-31            | 0.6         | 16.7                    |
| DJ EUROPE BANK                 | 184.2      | -2.7      | -3.8      | 7.6        | 26.4                         | 2016-11-04            | -4.4                         | 2017-05-08            | 25.3        | 12.6                    |
| DJ EUROPE TECHNOLOGY           | 463.5      | 6.1       | 8.1       | 26.6       | 42.7                         | 2016-11-09            | -0.1                         | 2017-11-01            | 40.4        | 24.8                    |
| DJ EUROPE INDUSTRIAL           | 551.6      | 3.8       | 4.3       | 18.6       | 33.2                         | 2016-11-09            | -0.4                         | 2017-11-01            | 31.4        | 19.9                    |
| DJ EUROPE INSURANCE            | 292.4      | 2.1       | 3.1       | 8.2        | 27.0                         | 2016-11-09            | -1.4                         | 2017-11-01            | 25.8        | 13.1                    |
| DJ EUROPE MEDIA                | 270.5      | -0.2      | -7.5      | -4.3       | 7.8                          | 2016-11-09            | -8.7                         | 2017-06-02            | 5.2         | 16.3                    |
| DJ EUROPE FINANCIAL            | 489.3      | 0.7       | 0.9       | 18.1       | 30.7                         | 2016-11-09            | -0.7                         | 2017-10-16            | 28.6        | 17.2                    |
| DJ EUROPE OIL&GAS              | 323.4      | 6.1       | 3.7       | 0.7        | 18.0                         | 2016-11-09            | -1.8                         | 2017-01-03            | 16.4        | 17.9                    |
| DJ EUROPE UTILITY              | 308.2      | 4.5       | 4.0       | 11.9       | 22.0                         | 2016-11-21            | -0.7                         | 2017-06-09            | 14.0        | 15.1                    |
| DJ EUROPE AUTO                 | 631.9      | 5.0       | 8.7       | 16.7       | 36.3                         | 2016-11-09            | -0.4                         | 2017-11-03            | 33.1        | 9.0                     |
| DJ EUROPE CONSTRUCT            | 470.2      | 2.0       | -2.9      | 10.5       | 20.2                         | 2016-11-04            | -3.0                         | 2017-05-08            | 19.8        | 19.0                    |
| DJ EUROPE HEALTHCARE           | 739.6      | -2.7      | -5.2      | 4.0        | 13.7                         | 2016-11-04            | -7.9                         | 2017-06-22            | 12.9        | 17.3                    |
| DJ EUROPE PR & HO GOODS        | 868.8      | 2.5       | -2.8      | 12.5       | 21.6                         | 2016-11-10            | -4.2                         | 2017-06-02            | n.a.        | 19.6                    |
| DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE       | 260.7      | 3.3       | -0.8      | 10.0       | 22.5                         | 2016-11-09            | -4.0                         | 2017-06-02            | n.a.        | 14.9                    |
| DJ EUROPE BAS.RESR             | 457.3      | 5.0       | 17.8      | 16.9       | 37.3                         | 2016-11-04            | -0.1                         | 2017-11-06            | 36.1        | 12.9                    |
| DJ EUROPE FOOD&BEV             | 682.8      | 2.2       | 2.4       | 12.0       | 20.4                         | 2016-12-02            | -0.2                         | 2017-10-18            | 14.8        | 23.2                    |
| DJ EUROPE CHEMICAL             | 996.9      | 4.4       | 5.0       | 16.1       | 28.5                         | 2016-11-09            | -0.2                         | 2017-11-06            | n.a.        | 19.3                    |
| DJ EUROPE RETAIL               | 304.1      | 0.3       | -6.2      | -3.4       | 5.4                          | 2017-09-06            | -8.2                         | 2017-05-23            | n.a.        | n.a.                    |
| S&P AUTOMOBILES                | 138.5      | -2.9      | 12.9      | 14.1       | 26.4                         | 2016-11-09            | -4.6                         | 2017-10-24            | 23.5        | 8.1                     |
| S&P INFORMATION TECHNOLOGY     | 1,107.7    | 7.2       | 17.7      | 37.1       | 43.6                         | 2016-11-14            | -0.1                         | 2017-11-03            | 42.4        | 19.5                    |
| S&P CONSUMER DISCRETIONARY     | 729.5      | -0.1      | 1.7       | 12.6       | 19.9                         | 2016-11-04            | -1.0                         | 2017-11-01            | 19.8        | 20.5                    |
| S&P CONSUMER STAPLES           | 547.3      | -1.2      | -3.5      | 2.9        | 7.1                          | 2016-12-01            | -7.0                         | 2017-06-05            | 3.4         | 19.8                    |
| S&P ENERGY                     | 508.1      | 0.9       | 2.6       | -8.4       | 12.1                         | 2017-08-21            | -11.4                        | 2016-12-13            | 1.7         | 35.2                    |
| S&P HEALTH CARE                | 943.8      | -1.7      | 7.5       | 18.4       | 23.7                         | 2016-11-04            | -3.2                         | 2017-10-23            | 22.7        | 17.4                    |
| S&P MATERIALS                  | 368.6      | 1.5       | 9.9       | 18.1       | 27.2                         | 2016-11-04            | -1.4                         | 2017-10-26            | 26.6        | 20.8                    |
| S&P TELECOMMUNICATION SERVICES | 146.0      | -9.1      | -7.9      | -17.4      | 0.6                          | 2017-11-03            | -19.0                        | 2017-01-04            | -5.4        | 11.8                    |
| S&P MATERIALS                  | 328.3      | 5.2       | 8.5       | 5.2        | 36.1                         | 2016-02-02            | -1.9                         | 2017-01-26            | 34.6        | 18.2                    |
| S&P TELECOMMUNICATION SERVICES | 169.2      | -4.2      | -6.0      | -4.2       | 10.9                         | 2016-11-14            | -8.7                         | 2016-07-05            | 7.3         | 13.8                    |

Fonte: Bloomberg.

**Índices CRB de Preços de Futuros de Commodities**

|                             | Peso | Preços    |        |         |         |          |           | Variação |         |         |          |        |
|-----------------------------|------|-----------|--------|---------|---------|----------|-----------|----------|---------|---------|----------|--------|
|                             |      | 08.Nov.17 | 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% | 182.0     | 176.5  | 181.9   | 194.8   | 178.2    | 193.7     | 3.4%     | 3.7%    | 4.1%    | 2.7%     | -2.2%  |
| <b>CRB Energia</b>          |      |           |        |         |         |          |           |          |         |         |          |        |
| Petróleo                    |      | 49.8      | 47.9   | 47.9    | 47.9    | 47.9     | 47.9      | 17.0%    | 17.0%   | 17.0%   | 17.0%    | 17.0%  |
| Heating oil                 |      | 166.1     | 150.4  | 150.4   | 150.4   | 150.4    | 150.4     | 26.0%    | 26.0%   | 26.0%   | 26.0%    | 26.0%  |
| Gas natural                 |      | 2.8       | 2.3    | 2.3     | 2.3     | 2.3      | 2.3       | 35.9%    | 35.9%   | 35.9%   | 35.9%    | 35.9%  |
| <b>CRB Metais Preciosos</b> |      |           |        |         |         |          |           |          |         |         |          |        |
| Ouro                        |      | 1261.2    | 1219.2 | 1248.5  | 1218.5  | 1356.1   | 1151.7    | -0.1%    | 0.9%    | 3.5%    | -2.7%    | 10.3%  |
| Platina                     |      | 952.2     | 903.8  | 904.4   | 1006.7  | 1169.6   | 901.6     | 1.2%     | -4.7%   | 1.5%    | -8.1%    | 2.4%   |
| Prata                       |      | 16.5      | 16.0   | 16.5    | 17.5    | 20.5     | 16.0      | 0.6%     | 3.9%    | 4.1%    | -8.1%    | 5.6%   |
| <b>CRB Agrícola</b>         |      |           |        |         |         |          |           |          |         |         |          |        |
| Milho                       |      | 363.3     | 379.0  | 379.0   | 379.0   | 379.0    | 379.0     | -7.7%    | -7.7%   | -7.7%   | -7.7%    | -7.7%  |
| Sementes de soja            |      | 955.5     | 910.5  | 910.5   | 910.5   | 910.5    | 910.5     | 7.2%     | 7.2%    | 7.2%    | 7.2%     | 7.2%   |
| Trigo                       |      | 457.8     | 519.0  | 519.0   | 519.0   | 519.0    | 519.0     | -17.2%   | -17.2%  | -17.2%  | -17.2%   | -17.2% |
| <b>CRB Alimentares</b>      |      |           |        |         |         |          |           |          |         |         |          |        |
| Cacau                       |      | 2074.0    | 3366.0 | 3366.0  | 3366.0  | 3366.0   | 3366.0    | -38.8%   | -38.8%  | -38.8%  | -38.8%   | -38.8% |
| Café                        |      | 140.1     | 114.3  | 114.3   | 114.3   | 114.3    | 114.3     | 8.5%     | 8.5%    | 8.5%    | 8.5%     | 8.5%   |
| Sumo de laranja             |      | 133.9     | 106.8  | 106.8   | 106.8   | 106.8    | 106.8     | 47.8%    | 47.8%   | 47.8%   | 47.8%    | 47.8%  |
| Açúcar                      |      | 14.8      | 14.8   | 14.8    | 14.8    | 14.8     | 14.8      | -2.5%    | -2.5%   | -2.5%   | -2.5%    | -2.5%  |
| <b>CRB Industriais</b>      |      |           |        |         |         |          |           |          |         |         |          |        |
| Cobre                       |      | 287.4     | 233.1  | 233.1   | 233.1   | 233.1    | 233.1     | 35.4%    | 35.4%   | 35.4%   | 35.4%    | 35.4%  |
| Algodão                     |      | 74.5      | 61.6   | 61.6    | 61.6    | 61.6     | 61.6      | 11.3%    | 11.3%   | 11.3%   | 11.3%    | 11.3%  |
| <b>CRB Gado</b>             |      |           |        |         |         |          |           |          |         |         |          |        |
| Bovino                      |      | 114.5     | 115.8  | 130.1   | 116.9   | 116.8    | 119.0     | 14.7%    | 10.3%   | -0.8%   | 23.9%    | 7.0%   |
| Suíno                       |      | 82.0      | 90.7   | 68.0    | 70.3    | 68.4     | 66.2      | 10.0%    | -21.8%  | -6.2%   | 41.1%    | -1.6%  |

Fonte: Bloomberg, IGCP.



"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.

**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