Análise Mensal

07 de Julho de 2017

Mercados Financeiros

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

Um final de ciclo complicado de gerir

- Mantém-se a nossa expectativa de gradual aceleração da actividade económica mundial, reflectindo desempenhos favoráveis no grupo de economias desenvolvidas e também nas emergentes. Destacam-se pela positiva, as economias que compõem a União Económica e Monetária, onde os diversos indicadores parcelares de actividade e também de confiança têm alcançado, e por vezes superado, máximos anteriores à crise financeira internacional, confirmando o cenário de crescimento robusto no segundo trimestre. Neste contexto, evidenciam-se os indicadores sectoriais de sentimento económico da Comissão Europeia e os indicadores de actividade PMI, que confirmam a aceleração de actividade partilhada praticamente por todas as economias da região. No grupo das economias emergentes, a China destaca-se também favoravelmente, pois todos os indicadores de actividade apontam para um crescimento sustentado.

- Numa nota mais cautelosa porém, recordamos a recente revisão em baixa da previsão de crescimento para os EUA pelo Fundo Monetário Internacional em resposta à turbulência política e aparente incapacidade da nova Administração de implementar o prometido estímulo orçamental. O FMI reviu em baixa significativa o PIB em 2017 e 2018 para 2.1% (ambos), que compara com 2.3% e 2.5% anteriormente. Este é um factor que poderá efectivamente traduzir-se numa menor pujança da economia norte-americana e colocar alguma moderação no cenário de crescimento global, a médio prazo.

- Em Portugal, os indicadores de actividade e sentimento continuam a evoluir favoravelmente, de forma transversal em todos os sectores de actividade, sugerindo que a economia terá mantido uma dinâmica significativa no segundo trimestre. Neste contexto, têm pontuado as revisões em alta do cenário de crescimento esperado para 2017-18 por diversas entidades, destacando-se recentemente o Banco de Portugal e o FMI, coincidindo na previsão de crescimento esperada este ano de 2.5%, igual à projecção do BPI. O mercado de trabalho continua a evoluir favoravelmente, tendo a taxa de desemprego de Abril recuado para 9.5%, segundo a estimativa mensal do INE, conferindo suporte ao andamento esperado do consumo privado. Entretanto, destacam-se os progressos conseguidos a nível da redução da dívida externa, evidentes também no avanço do processo interno de desalavancagem que progride a bom ritmo no sector privado. Estes são dois dos temas que analisamos de forma mais detalhada em artigos de opinião nesta publicação.

- As alterações de sentimento relativamente ao andamento da política monetária e sobretudo a gestão do processo de saída das políticas de *quantitative easing* continuam a constituir os principais factores de movimentação das principais variáveis financeiras, sobretudo no mercado cambial e monetário. Recentemente, na reunião anual de bancos centrais realizado em Sintra, o Presidente do Conselho de Governadores do BCE reforçou o discurso mais positivo quanto ao andamento da economia na Zona Euro, mostrando-se, ao mesmo tempo, mais optimista quanto à evolução da inflação. Com efeito, Draghi referiu que a ameaça de deflação desapareceu e que os factores de suporte a um movimento de aceleração dos preços se estão a consolidar, afirmando ainda que para a permanência do actual grau de acomodação da política monetária poderão ter de se efectuar alguns ajustes nos instrumentos de política, caso contrário, o grau de acomodação reforçar-se-ia. Estas declarações dão suporte à expectativa de que o BCE anunciará em breve o início do processo de redução do montante de compra de activos de longo prazo.

- O sinal relativamente à proximidade de inversão de política monetária na Zona Euro justificou uma alteração significativa das valorizações dos títulos de dívida pública na região, induzindo o aumento das taxas de rendibilidade do *Bund* de 10 anos para cima de 0.50% e reforçando a inclinação da curva de rendimentos do euro. Este reposicionamento do mercado vai ao encontro dos níveis que consideramos mais adequados na actual fase do ciclo, sinalizando o afastamento definitivo de um cenário de deflação. Acresce referir que esta alteração de sentimento dos investidores foi acompanhada pela manutenção ou estreitamento dos prémios de risco dos soberanos periféricos, economias consideradas mais vulneráveis e que se temia poderem ser alvo de alguma especulação perante a perspectiva de redução do Programa de Compra de Activos do BCE. Em concreto, o *spread* das OT's encolheu cerca de 40 p.b. desde a média observada em Maio, sinalizando também o bom momento económico e a perspectiva futura de melhoria da classificação de risco do soberano, para a classe de investimento, embora esta alteração não deva concretizar-se antes de 2018.

Um final de ciclo complicado de gerir

A robustez dos indicadores de actividade e confiança na Zona Euro, as leituras recentes da inflação, e a percepção de uma alteração de postura por parte do Banco Central Europeu têm justificado oscilações significativas nos preços dos activos financeiros, com destaque para as taxas de juro de referência de longo prazo (*Bund*) e também no câmbio do euro face ao dólar. Trata-se de mais um episódio de ajuste de comunicação por parte da autoridade monetária que, perante melhorias do cenário de crescimento e inflação, se prepara para anunciar (possivelmente em Setembro) que dará início à redução do seu programa de compra de activos a partir do próximo ano. Será sempre uma retirada muito gradual de estímulos, em que os movimentos nas taxas de juro directoras serão deixados para mais tarde. Também nos EUA, a Reserva Federal continua a preparar os mercados para a fase de redução do seu balanço, podendo surgir novidades nos próximos meses. As recentes oscilações dos preços dos activos financeiros exemplificam a dificuldade dos bancos centrais das economias desenvolvidas na gestão deste final de ciclo. Esta dificuldade deriva não só da dose elevada de estímulos implementados e respectiva habituação do mercado, mas também pelo facto da viragem ocorrer num ambiente de crescimento económico pouco expressivo e inflação bastante contida. Neste contexto, perspectiva-se a manutenção de alguma instabilidade nos próximos meses.

DEPARTAMENTO DE
ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS

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

Análise Técnica
Agostinho Leal Alves

Tel.: 351 21 310 11 86 Fax: 351 21 353 56 94
Email: deef@bancobpi.pt **www.bancobpi.pt** **http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-publicacoes-bpi**

ÍNDICE

	Pág.
Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	05
Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco	07
Temas em Destaque	
A inflação *core* na Europa mantém-se resiliente	09
Portugal – Perspectivas económicas em franca melhoria	10
Portugal - Capacidade de financiamento permanece positiva	13
Portugal – o défice comercial de bens agravou-se em Abril	15
Economias	
Estados Unidos - Retoma do investimento não impede desaceleração da economia no 1T2017	19
Zona Euro - Indicadores de actividade e de sentimento em trajectória positiva	20
Portugal - Mercado de trabalho segue em franca melhoria, boas perspectivas para 2T	21
Angola – Inflação volta a abrandar em Maio, reservas continuam em queda	22
Moçambique – Contexto económico e financeiro melhora gradualmente	23
Mercados	
Mercado Cambial	
EUR/USD alcançou novo máximo do ano	25
Mercado Monetário	
Fed cumpriu expectativas, embora outros bancos centrais sigam políticas expansionistas	26
Mercado de Dívida Pública	
Será desta que as yields sobem?	28
Mercados Accionistas	
Semestre positivo mas futuro contém riscos	30
Mercado de *Commodities*	
O acordo da OPEP está a resultar?	31
Previsões	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas BPI - EUA&UEM	
Previsões Económicas BPI - Portugal	33
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	34
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	35
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e *Spreads* dos Mercados Emergentes	36
Opinião	
Portugal – Será sustentável a tendência de queda da dívida externa?	37
Portugal – Processo de desalavancagem prossegue a bom ritmo	41
Portugal - Contas Públicas sob controlo nos primeiros meses de 2017	47
Bases de Dados	53

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perpectivas Globais	Factores de Risco
Global	Os indicadores económicos globais confirmam a manutenção de um cenário de recuperação gradual da actividade económica mundial, devido a melhorias registadas nas economias avançadas e emergentes, afastando-se o receio de deflação e de possível novo abrandamento do comércio internacional. Considerando os principais blocos económicos, o destaque vai para a Zona Euro, onde os indicadores de sentimento e clima económicos apontam para um cenário de recuperação mais acelerado do que o inicialmente previsto. Nos EUA, porém, recordamos a recente revisão em baixa da previsão de crescimento pelo FMI, em resposta à turbulência política e aparente incapacidade da nova Administração de implementar o prometido estímulo orçamental. No grupo das economias emergentes, a China destaca-se favoravelmente, com os indicadores de actividade a apontar para um crescimento sustentado. . O ritmo de crescimento dos preços tem vindo a normalizar nos países desenvolvidos, de forma muito gradual mas sustentada. Os riscos de deflação, que marcaram as agendas e preocupações dos bancos centrais nos últimos tempos, parecem ter desaparecido; os últimos dados apontam agora para um ritmo de crescimento dos preços mais suportado, ainda que, nalguns casos, esteja longe do objectivo das instituições monetárias. A melhoria registada nos mercados de trabalho e o estreitamento das folgas produtivas, ao qual se aliam também alguns progressos em termos de crescimento salarial, contribuem para este cenário de normalização. . Em termos globais, as expectativas para 2017 são elevadas, na medida em que se está a incorporar o regresso a tendências de uma maior normalidade: lenta elevação da inflação; inversão do ciclo das *commodities* ou pelo menos, estabilização dos preços em patamares menos penalizadores para as economias exportadoras; taxas de juro mais elevadas. Dado o contexto, o potencial de desilusão poderá também ser significativo.	Os riscos continuam enviesados em sentido descendente, embora estejam mais equilibrados: . **Brexit -** consequências poderão ser mais gravosas se o processo conduzir ao reforço dos níveis de proteccionismo, perturbações políticas e contágio a outros países europeus. . **Eleições na Europa -** Alemanha (Setembro) e 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. . **Sector bancário -** apresenta-se ainda frágil, com destaque para Itália e Portugal, embora a nível doméstico se tenham registados progressos notórios nos últimos meses. . **China -** abrandamento pode surpreender, dados alguns desequilíbrios (endividamento interno, em particular das entidades públicas locais e recurso a *shadow-banking*). . **Economias emergentes -** o processo de normalização dos juros nos EUA poderá despoletar ajustamentos mais fortes nestas economias, estimulando fuga de capitais; nova queda dos preços de algumas *commodities*.
EUA	. A eleição de Donald Trump levou a uma relativamente inesperada reacção positiva por parte dos investidores e a um aumento da confiança dos consumidores, antecipando um maior nível de crescimento económico, devido aos planos de uma política orçamental expansionista. Todavia, prevalece a incerteza quanto ao que serão as políticas concretas, havendo já alguma desilusão quanto à capacidade de implementação de políticas, face à não aprovação da reforma dos cuidados de saúde, e também ao pouco detalhe apresentado até agora sobre a reforma da política fiscal. A dificuldade de negociação e complexidade das matérias fiscais deverá implicar um processo demorado, o que atira qualquer plano de expansão orçamental baseada em infra-estruturas para 2018, seguramente. . A actividade económica deverá continuar a ser suportada por uma evolução favorável do consumo, já que a criação de emprego se tem vindo a manter. Todavia, os ganhos salariais apresentam-se tímidos e prevalecem sinais de maior cautela por parte do consumidor, evidente no reforço da taxa de poupança das famílias, pelo que o consumo destas deverá manter-se positivo mas moderado. Por outro lado, este ano deverá ser marcado por uma recuperação do investimento privado. Considerando a turbulência política e aparente incapacidade da nova Administração de implementar o prometido estímulo orçamental, o FMI reviu recentemente as suas previsões para o PIB norte-americano, estimando que cresça 2.1% este ano e no próximo, uma revisão em baixa de 0.2 e 0.4 p.p., respectivamente.	. **Proteccionismo -** 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. . **Estímulo orçamental -** 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. . **Fed -** 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. O risco de fortalecimento do dólar, actualmente mais esbatido, poderá prejudicar igualmente o desempenho das exportações americanas.
Japão	. A Comissão Europeia estima que o PIB cresça 1.2% em 2017, beneficiando do fortalecimento da procura global, suporte da política monetária e política fiscal expansionista. Todavia, em 2018 o crescimento poderá abrandar de forma significativa, reflectindo a diminuição dos estímulos fiscais. . As perspectivas para o 2T17 são positivas, realçando-se a melhoria do indicador Tankan, que avalia a confiança no sector manufactureiro e serviços. Também a informação relativa ao consumo privado se apresentou positiva nos meses que constituem o 2T, sugerindo bom desempenho da despesa privada nesse período. A inflação global manteve-se em 0.4% em Maio, mas a subjacente acelerou para 0.4%, o nível mais elevado desde Março de 2015.	. Os riscos estão enviesados em sentido descendente e relacionam-se com incerteza quanto à evolução das relações comerciais ao abrigo do acordo trans-pacífico. Também aumentos das tensões geopolíticas em algumas zonas da Ásia poderão ter impacto negativo no sentimento económico, investimento e comércio externo.
Zona Euro	. **Economia em 2017 -** 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 do mercado laboral. A este dinamismo, é esperado que se junte a melhoria da confiança dos agentes económicos, em linha com um contexto em que os riscos para o crescimento económico são agora mais equilibrados. . **Inflação -** A inflação 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; ainda assim, deverá registar para o total do ano níveis mais altos do que os registados no passado recente. O comportamento dos preços será determinante para moldar as expectativas de mercado relativamente à política do BCE.	. **Questões de ordem política interna:** eventual incerteza política na Europa, em linha com a possibilidade de eleições antecipadas em Itália; possibilidade de alastramento do apoio a movimentos mais extremistas e isolacionistas; eleições na Alemanha; negociações e efeitos do referendo britânico. . Factores de incerteza global: Administração Trump; normalização monetária nos EUA; desaceleração da actividade económica na China; instabilidade política na Turquia. . Questão dos refugiados. . Intensificar das preocupações relativas à segurança. . Adiamento na resolução de questões relacionadas com o sector bancário. . Eventual início do processo de retirada dos estímulos do BCE, com impacto nos mercados de dívida soberana. . Pela positiva: efeitos do programa do QE.

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco (cont.)

	Perpectivas Globais	Factores de Risco
Reino Unido	. A Comissão Europeia estima que a economia avance 1.8% este ano, reflectindo um menor crescimento do consumo privado num ambiente de inflação mais elevada e crescimento de salários mais baixo. Também o investimento deverá quase estagnar durante o ano, reflectindo ambiente de maior incerteza. O menor contributo da procura interna será compensado pelo melhor desempenho da procura externa, que beneficiará do menor crescimento das importações e bom comportamento das exportações num ambiente de procura global mais forte e libra mais fraca. . Entretanto, no 1T17 o crescimento desacelerou para 0.2% qoq vs 0.7% no 4T16, em grande parte devido ao contributo de -0.8 p.p. da procura externa. O investimento avançou 1% qoq, principalmente por via do crescimento do investimento imobiliário.	. **Brexit -** As perspectivas apresentam-se enviesadas em sentido negativo. O início da negociação da saída do Reino Unido da UE e a perspectiva de que esta negociação não será "fácil" poderá ser um factor a "paralisar" a actividade nos próximos meses.
Portugal	. **1º trimestre -** O PIB registou um crescimento bastante acima da tendência recente, ao aumentar 2.8% yoy (ritmo mais rápido desde o final de 2007). Em termos trimestrais, a actividade económica aumentou 1.0%, 0.3 p.p. a mais do que nos 3 meses anteriores. O desempenho foi resultado, por um lado, de um sólido crescimento do investimento - 8.9% yoy, o mais elevado desde 1998 -, suportado em particular por uma recuperação da construção. Por outro lado, foi também fundamental a subida bastante sólida das exportações, acima da subida das importações: se, por um lado, há factores negativos a deixar de influenciar a venda de produtos ao exterior (exportações de combustíveis e para Angola), a dinâmica na Zona Euro, em particular de Espanha, e o turismo, estão a dar bastante fôlego às exportações nacionais de bens e serviços; estas contribuíram com 4.2 p.p. para o crescimento homólogo, sendo assim a procura externa líquida responsável por 0.5 p.p., depois de retirada a influência das importações. . **Economia em 2017 -** Esperamos que a expansão do PIB seja de cerca de 2.5%, beneficiando em parte dos efeitos de base bastante favoráveis em várias componentes da procura agregada. Mais ainda, para além da influência positiva da evolução cíclica, numa fase mais benéfica neste momento, consideramos que se há efeitos estruturais a suportar esta dinâmica algo mais sólida da economia portuguesa. Por outro lado, é expectável que, apesar da continuação do aumento de rendimentos (e também do aumento do emprego), a ainda alta dívida das famílias e a baixa taxa de poupança condicionem o crescimento do consumo, pelo que é esperado que este continue moderado. Assim, a evolução mais positiva será sustentada essencialmente pela robustez das exportações e por uma recuperação do investimento.	. ***Tapering* pelo BCE -** 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 mais de 60% das colocações de nova dívida pelo Estado, em 2016. . **Investimento -** Depois dos sinais de recuperação no final de 2016, procura-se agora confirmar essa tendência mais positiva. Este é um dos principais factores de preocupação a médio prazo, dado o fraco crescimento potencial que, a par dos baixos níveis de produtividade, é apontado pelos investidores como principal condicionante da avaliação de risco da economia portuguesa. . **Envolvente externa -** 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. . **Pela positiva -** Uma eventual alteração da notação de *rating* ou das perspectivas da sua evolução 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 dos problemas na banca, excedente externo sustentado, superavit público primário, maior robustez no crescimento económico).
América Latina	. Em 2017 antecipa-se o retorno a cenários de crescimento. Em Abril, o FMI reviu o ritmo de expansão esperado para 2017 para 1.1%, menos 0.1 pontos percentuais do que o previsto em Janeiro. Para 2018, antecipa um crescimento de 2.0%. Os cenários traçados estão sujeitos a elevado grau de incerteza, estando os riscos especialmente enviesados em sentido descendente. . **Brasil -** Beneficiando da aceleração das exportações a economia avançou 1.0% qoq no 1T17, pondo termo a 2 anos de recessão. A procura interna continua a contrair por via das suas três componentes. Os primeiros dados para o 2T apontam para uma consolidação da tendência. Mas a actividade económica está mais uma vez ensombrada com o surgimento de escândalos políticos que se poderão traduzir em adiamento de reformas estruturais, limitando as perspectivas de crescimento no médio-longo prazo. Neste ambiente, a S&P e a Moodys reviram em baixa as perspectivas de evolução do *rating* do país, de estável para negativa.	. **Fed -** Possibilidade de regresso da volatilidade aos mercados financeiros e saídas de capitais externos na sequência da inversão da política monetária dos EUA, e de uma recessão prolongada no Brasil. . O Brexit poderá influenciar negativamente, via queda da confiança dos agentes económicos. . **Política monetária de suporte -** 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.
África Subsariana	. **Economia em 2017 -** Tendo em consideração as projecções económicas para as duas principais economias (Nigéria e África do Sul que, no conjunto, têm um peso de cerca de 50% do PIB da região), o FMI prevê que o crescimento na África Subsariana atinja 2.6% em 2017, uma revisão em baixa de 0.2 p.p. face a Janeiro. Ainda assim, este ritmo de crescimento mascara dinâmicas de crescimento distintas, reflectindo estruturas diferenciadas da economia dos vários países da região subsariana (exportadores vs. importadores de petróleo; intensivos em recursos naturais vs. não intensivos). . Angola, 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 caíram pelo terceiro mês consecutivo para USD 18 mil milhões em Maio. O FMI projecta uma taxa de crescimento do PIB de 1.3% em 2017, após uma estagnação em 2016.	. Ajustamento face à nova normalidade de preços baixos das *commodities* - 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. . **China -** Ritmo e implicações do ajustamento do modelo de crescimento económico chinês; lento crescimento económico em economias avançadas. . **Ciclo eleitoral -** Ajustamento lento das reformas necessárias ao crescimento económico, num cenário de aproximação de eleições nalguns países. . **Clima -** Possibilidade de condições climatéricas adversas. . Possibilidade de aumento da aversão global ao risco e turbulência nos mercados financeiros. . **Fed -** Aumento das taxas de juro nos EUA e fuga de capitais da região subsariana. . Ameaça de actividades extremistas, como o terrorismo.

Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

	Recomendações	Factores de Risco
Mercado Cambial	. **USD & EUR -** Perante a perspectiva de continuação da normalização das taxas de juro por parte da Fed - prevê-se mais uma subida dos juros de referência até final do ano e mais três em 2018 - o diferencial dos juros e *yields* é favorável ao dólar. No entanto, o mercado tem dúvidas acerca de tal evolução. Do lado do euro, a evolução favorável da actividade económica e da inflação poderá levar à apresentação, pelo BCE, do calendário de remoção das medidas monetárias extraordinárias. Esta possibilidade está a levar à maior procura de euros. Entre estes dois importantes factores, acredita-se que o mercado poderá alcançar um maior equilíbrio do câmbio âncora à volta de 1.12. . **CHF & GBP -** O CHF mantém-se controlado pelo banco central, que persiste em referir que será actuante no mercado para retirar pressão de apreciação da moeda. O EUR/CHF foi recentemente recolocado no patamar 1.09, depois de ter estado perto de 1.0650. Na GBP, a tendência deverá ser de pressão de depreciação com o avançar do processo de Brexit. As questões mais importantes ainda não foram debatidas, nomeadamente as novas relações comerciais entre o Reino Unido e os parceiros europeus e a especulada factura de saída. Também ainda não há certezas quanto à situação da *City* no novo contexto, apesar de ser previsível uma perda de importância como principal praça financeira.	. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais. . Decepção ou surpresas positivas com a evolução económica em alguns blocos. . Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais. . A questão do Brexit deverá ter consequências mais vastas (e incertas), para além do espaço do Reino Unido, embora o processo se mostre longo e imprevisível. . A política da Administração Trump acarreta incerteza. . Colocam-se ainda questões ao nível do crescimento mundial, do comércio, da evolução da inflação, do comportamento dos preços das matérias-primas, etc..
Mercado Monetário	. **BCE -** 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 durante o ano. As taxas de juro implícitas nos futuros da Euribor a 3 meses apontam para que estas se situem em torno de -0.30% no final de 2017. . **Fed -** na reunião de Junho aumentou em 25 p.b., para 1-1.25%, o intervalo da taxa dos *fed-funds*. Até ao final do ano, poderá ocorrer outra subida da mesma dimensão. Na mesma reunião foi sinalizada a intenção de iniciar ainda este ano a redução do balanço (de forma muito gradual).	. 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. . Nos EUA, a expectativa de um segundo aumento da taxa directora ainda este ano tem vindo a perder força, mas ainda é considerado provável.
Dívida Pública	. **Dívida *benchmark* -** O mercado de taxa fixa registou perdas no final de Junho, primeiros dias de Julho, em reacção às posturas mais firmes por parte dos bancos centrais no sentido de reduzir alguns estímulos de PM num ambiente mais positivo para o crescimento e menores riscos de evolução desfavorável da inflação. Os factores fundamentais continuam a suportar um cenário de perda de valor no mercado de taxa fixa, mas é preciso que este cenário ganhe tracção. Para já mantemos as previsões para o final do ano em torno de 2.5% no caso do UST 10 anos e em torno de 0.65% no caso do *Bund* 10 anos. .**Mercados periféricos -** o ambiente de menor aversão ao risco e baixas níveis de rentabilidade continua a reflectir-se em maior apetência pela tomada de risco, favorecendo o recuo das *yields* dos países da periferia do euro, com destaque para a dívida portuguesa que registou níveis inferiores a 3.0%.	. Existem riscos em ambos os sentidos, embora estes possam 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. . Nos países da periferia, o risco de agravamento dos prémios de risco exigidos mantém-se, sobretudo se se observar algum evento desfavorável, 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.
Dívida Diversa	. **Emissões ainda elevadas -** Por agora, as emissões estão em níveis bastante elevados, na perspectiva de custos de financiamento mais elevados no futuro, e aproveitando um nível bastante baixo de volatilidade nos mercados. Ao mesmo tempo, verifica-se uma tendência de menores *spreads*, consistente com um cenário *risk-on*, embora este cenário esteja agora um pouco em questão, nomeadamente nos EUA, devido a alguma hesitação quanto à capacidade de implementação de políticas da Administração Trump. Depois de uma subida inicial dos *yields* nos EUA, devido ao ambiente de maior crescimento e subida dos juros, estas encontram-se agora numa tendência de estabilização e ligeira quebra, por agora. . ***Defaults* em quebra -** Os *defaults* continuam a um nível baixo na Europa, estando mesmo perto de mínimos de cerca de 5 anos, enquanto nos Estados Unidos a taxa de incumprimento desce bastante, estando em Maio de 2017 já em níveis abaixo dos 4%, o que não acontecia desde Janeiro de 2016 - no pico, em Janeiro deste ano, a taxa era de 5.94%.	. Potencial para renovado aumento dos *spreads* num cenário de desapontamento com as políticas implementadas por Donald Trump. . Um ritmo mais acelerado do que o expectável no rumo de subida dos juros da Reserva Federal. . Incerteza em relação ao processo de saída do Reino Unido da União Europeia. . Aumento dos *defaults* com maiores custos de financiamento, em particular no segmento *high yield*. . Potenciais problemas a médio prazo na dívida europeia com a redução de compra de dívida diversa por parte do BCE. . Eventuais picos de volatilidade na negociação de dívida empresarial, em especial no caso de quebras para o segmento *high yield*.

Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

	Recomendações	Factores de Risco
Acções	. As bolsas europeias aproximam-se dos máximos de 2015, considerando as expectativas de que a dinâmica da actividade económica pode surpreender este ano; ao mesmo tempo, os mercados bolsistas europeus parecem beneficiar do cenário de menores riscos políticos, especialmente com a vitória de Macron nas presidenciais francesas, reflectido também nos indicadores de volatilidade. Contudo, apesar do momento positivo, há factores que podem contribuir para movimentos de correcção. . A *performance* americana está condicionada pelas expectativas em torno do plano económico de Trump, que parece assentar no investimento em infra-estruturas, na expansão fiscal, diminuição dos impostos sob as empresas e alívio da regulação. Os sectores mais tradicionais deverão ser os mais beneficiados, incluindo indústria mineira e serviços financeiros. No entanto, a aplicação de medidas de orientação proteccionista pode limitar a valorização das bolsas americanas.	. O processo de normalização da política monetária por parte da Fed pode levar os investidores a afastarem-se para outros mercados. . Questões políticas e geopolíticas, com destaque para a incerteza política nalguns países europeus, processo de negociação para a saída do Reino Unido da União Europeia, medidas proteccionistas. Estas questões podem aumentar a volatilidade e a aversão ao risco. . Desenvolvimentos no sector bancário europeu. . Desaceleração económica na China. . Actuação dos bancos centrais mundiais. . Perspectivas positivas para os resultados empresariais. . Cenário de novas quedas dos preços das matérias-primas.
Commodities	. A perspectiva é de consolidação da recuperação dos preços, suportada num maior consumo 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. . No mercado do petróleo, os preços mais estáveis foram alcançados através do acordo efectuado entre os países da OPEP mais a Rússia, com vista à redução da produção diária. Acordo que foi recentemente prolongado até Março de 2018. A OPEP terá de efectuar um corte na produção de 1.2 milhões de barris por dia (mb/d), a partir de Janeiro de 2017, e assegurar uma redução de 558 mil barris por dia (kb/d) nos países não-OPEP (a Rússia é o mais representativo). . O aumento das expectativas de mais inflação pode inverter o interesse dos investidores e fazer regressar a procura em ouro, nomeadamente o nível de operações de carácter mais especulativo. . Também os preços dos produtos agrícolas estão sujeitos ao regresso dos especuladores, caso se comece a desenhar uma tendência de subida dos preços.	. 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. . 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 compravada (existem dúvidas por parte do mercado). . Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes, geradores de volatilidade nos preços. . No Reino Unido, o Brexit acrescentou incerteza e indefinição aos mercados.

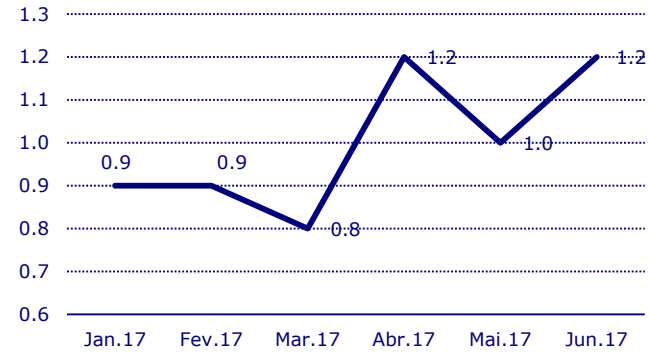
A INFLAÇÃO *CORE* NA EUROPA MANTÉM-SE RESILIENTE

▫ Após as recentes palavras de Mario Draghi a mostrar satisfação em relação ao crescimento na Europa e ao mérito da política expansionista conduzida pelo BCE, confirma-se que a inflação, embora menos exuberante que o previsto, está a evoluir favoravelmente em direcção ao objectivo dos 2.0%. De facto, segundo os dados de Junho do Eurostat, o IPC *core* na Zona Euro (que exclui dois dos componentes mais voláteis do cabaz, a alimentação e a energia) voltou a fixar-se em 1.2%, em termos homólogos, acima dos 1.0% de Maio e igual ao valor de Abril. Estes níveis são só comparáveis aos de Junho de 2013 (período que antecede a queda abrupta dos preços das matérias-primas e um subsequente período de abrandamento económico). Por outro lado, se não tivesse ocorrido a distorção causada pelos efeitos sazonais da Páscoa, estes valores teriam sido ainda mais expressivos. O mercado quer agora ver a confirmação da tendência de subida da inflação *core* (que deverá puxar pela inflação total no sentido ascendente), podendo ser o dado que falta para o BCE poder anunciar dentro de alguns meses (a nossa previsão aponta para Setembro) o calendário da remoção gradual dos estímulos monetários. A *yield* do *Bund* a 10 anos já regressou a valores máximos do ano (0.51% registado em Março), assim como o EUR/USD já alcançou os 1.14, ambos a acentuarem tendências de subida.

Na Zona Euro, em Junho, ocorreu um abrandamento dos preços, devido à evolução mais moderada dos preços da energia, mas o movimento foi menor que o esperado pelos analistas. De facto, a taxa homóloga do IPC de Junho fixou-se em 1.3%, que compara com 1.4% em Maio e 1.9% em Abril, quando a média das previsões batia nos 1.2%. Já o IPC *core* teve uma evolução diferente, justificando que há actualmente pressões geradas pela actividade económica, não dependente dos preços da alimentação e da energia, nomeadamente ao nível dos serviços e dos bens industriais não energéticos. O IPC *core* registou a seguinte variação homóloga: 1.2% em Abril; 1.0% em Maio; 1.2% em Junho.

Zona Euro - evolução do IPC *core*

(var. homóloga; %)

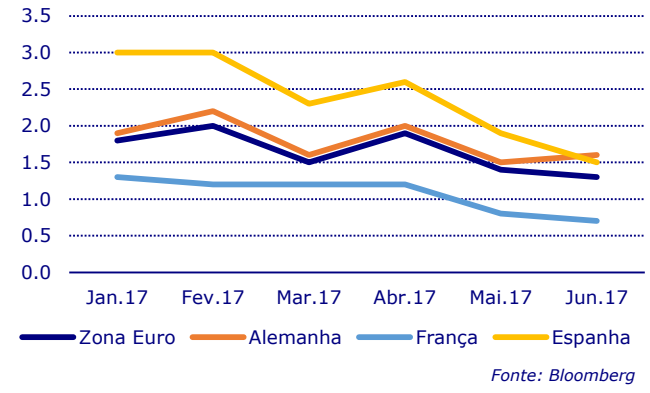


Fonte: Bloomberg

Na Alemanha a inflação em Junho acelerou de forma inesperada, suportada pelo agravamento dos custos da alimentação e dos serviços. De facto, o IPC total registou uma taxa homóloga de 1.6% em Junho, que compara com 1.5% em Maio e 2.0% em Abril, quando a previsão dos analistas era de 1.3%. Por classes, os preços da energia mantiveram-se inalterados em Junho, enquanto os preços da alimentação e dos serviços subiram.

Evolução do IPC total

(var. homóloga; %)



Fonte: Bloomberg

Em França, o IPC verificou variações nulas em Maio e Junho, sugerindo uma aparente estagnação dos preços. Em termos homólogos, a taxa de inflação baixou de 0.8% para 0.7%. Os produtos manufacturados verificaram declínios em Maio e Junho, nomeadamente no caso do vestuário e dos serviços de telecomunicações enquanto existem ligeiras pressões de subida do lado do tabaco e da energia.

A evolução da inflação em Espanha, a taxa homóloga do IPC baixou de 1.9% em Maio para 1.5% em Junho, em resultado da descida do preço dos combustíveis (gasolina e gasóleo) face à subida do preço destes produtos no mesmo período no ano passado. Também o preço da electricidade aumentou menos face ao período homólogo. Facto importante é a queda do IPC em dois meses consecutivos, recordando-se que em Janeiro registou-se a taxa máxima de 3.0%.

Entretanto, o mercado começa a incorporar que o banco central já está a equacionar a remoção cautelosa dos estímulos monetários não convencionais em 2018. **Em recentes declarações, Mario Draghi referiu que o BCE tem de ser persistente e manter a actual política monetária acomodatícia de modo a garantir a recuperação do crescimento e o regresso da inflação a níveis desejáveis. Já a retirada dos estímulos, segundo Draghi, tem de ser prudente para não pôr em causa os resultados conseguidos.** Adicionalmente, o Presidente do BCE acrescentou argumentos a favor de uma retirada, preparando o mercado para o seu anúncio próximo, ao referir que a política monetária poderia ter de ser ajustada para manter o mesmo grau de expansionismo, em resposta à actividade económica mais forte. Em consequência, o mercado já está a incorporar o anúncio do possível calendário do *tapering*, ainda que este esteja condicionado pela reacção dos mercados financeiros à alteração percepcionada da postura da autoridade monetária.

Agostinho Leal Alves

Temas em Destaque

Portugal – Perspectivas económicas em franca melhoria

▫ Várias entidades melhoraram as previsões económicas para Portugal, enquanto a Fitch subiu o *outlook*

As perspectivas sobre a economia portuguesa têm vindo a sofrer alterações bastante positivas, especialmente depois da confirmação da aceleração do crescimento no 1º trimestre do ano, suportadas também pela melhoria significativa no mercado de trabalho. O Banco de Portugal e o FMI reviram as suas previsões em alta, esperando ambas uma expansão de 2.5% este ano, seguida de uma desaceleração em 2018. Estas previsões estão em linha com as nossas, e com outros *benchmarks* relevantes, tais como a EIU.

Ao mesmo tempo, a melhoria confirmada na dinâmica económica, aliada com a confirmação do percurso de consolidação orçamental em 2016 (e esperado em 2017), foram razões suficientes para haver uma revisão do *outlook* da Fitch para positivo, antevendo um regresso no médio-prazo ao grau de investimento para a dívida da República, condicionado a uma trajectória de clara redução da dívida pública. As avaliações das outras duas agências mais reputadas apontam para um caminho semelhante, embora não necessariamente à mesma velocidade.

1. Previsões tornam-se mais optimistas, para 2017 e anos seguintes

Nos últimos tempos, tem havido um gradual reconhecimento da dinâmica mais positiva da economia portuguesa depois de meados de 2016, levando a uma melhoria das perspectivas para este ano.

Previsões

	2016	BPI		BdP Jun 17		EIU Jun 17		FMI Jun 2017	
		2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P
PIB real	**1.4**	**2.5**	**1.8**	**2.5**	**2.0**	**2.4**	**1.7**	**2.5**	**2.0**
Consumo privado	2.3	2.5	1.6	2.3	1.7	2.6	1.8	2.2	1.8
Consumo público	0.5	0.0	0.3	0.4	0.6	0.2	0.8	0.6	0.5
Investimento	0.1	9.5	4.5	8.8	5.3	7.2	2.9	6.9	5.7
Exportações	4.4	8.2	3.3	9.6	6.8	8.2	3.0	7.6	5.2
Importações	4.5	7.7	3.3	9.5	6.9	8.3	3.6	7.3	5.1
Procura interna	**1.5**	**2.4**	**1.9**	**2.7**	**2.2**	**2.6**	**2.1**	**2.6**	**2.1**
Procura externa liq.	**-0.1**	**0.1**	**-0.1**	**-0.2**	**-0.2**	**-0.2**	**-0.4**	**-0.1**	**-0.1**
Inflação (IPC)	0.6	1.6	1.5	1.6	1.4	1.8	1.4	1.6	2.0
Taxa de desemprego	11.1	9.5	8.7	9.4	8.2	9.6	8.7	9.7	9.0
Saldo orçamental (% do PIB)	-2.0	-1.6	-1.7	-	-	-1.8	-1.6	-1.5	-1.4
Dívida pública (% do PIB)	130.4	127.7	126.2	-	-	127.5	125.3	125.8	122.6
B. corrente + B. de capital (% PIB)	**1.7**	**1.2**	**1.3**	**2.1**	**2.4**	**2.2**	**1.8**	**1.9**	**1.6**

Fonte: INE, Banco de Portugal, Comissão Europeia, FMI, BPI, EIU.

O Banco de Portugal reviu em alta as projecções para o crescimento da economia portuguesa, esperando um crescimento de 2.5% em 2017 (previsão de 1.8% em Março). No seu boletim económico de Junho, o banco central refere que a economia, que no ano passado registou uma expansão de 1.4%, deverá crescer 2.5% este ano, 2.0% em 2018 e 1.8% em 2019, o que compara com a sua avaliação anterior (em Março), de 1.8%, 1.7% e 1.6%, respectivamente.

O banco central espera que as exportações cresçam quase 10% este ano, aumentando posteriormente 6.8% em 2018 e 4.8% no ano seguinte, com crescimentos similares das importações nesses anos, o que denota uma perspectiva bastante mais positiva para 2017 e, em menor grau, para 2018. É de relevar também uma revisão em alta do comportamento do investimento em 2017, de 6.8% na previsão anterior para 8.9% agora, esperando-se um crescimento na ordem dos 5% nos dois anos seguintes.

Finalmente, houve igualmente uma revisão significativa da taxa de desemprego, que se espera agora ficar em 9.4% em 2017, terminando o período de previsão em 7.0%, 0.9 p.p. abaixo do que era esperado em Março. As previsões para o consumo privado foram revistas em ligeira alta, em 0.2 p.p. para 2.3% em 2017.

De maneira similar, também o Fundo Monetário Internacional apresenta agora um olhar mais confiante no desempenho da economia portuguesa. No âmbito da revisão anual ao abrigo do Artigo IV, a instituição refere que

PORTUGAL – PERSPECTIVAS ECONÓMICAS EM FRANCA MELHORIA (cont.)

as perspectivas face ao futuro da economia lusa tornaram-se significativamente mais robustas, com maior investimento, crescimento continuado das exportações, aproveitando a dinâmica da Zona Euro. Além disso, o Fundo sublinhou também que o país fez progressos relativamente aos riscos no curto-prazo: em particular, o FMI menciona a consolidação orçamental e saída do PDE e a estabilização do sistema bancário.

No resumo do seu relatório, a organização refere a influência do turismo e do investimento em construção relacionado com o sector. Assim, o FMI agora prevê uma aceleração para 2.5% de crescimento em 2017, 0.8 p.p. acima do esperado em Abril deste ano. Além disso, também a previsão para 2018 foi revista, prevendo-se uma desaceleração para 2.0%, em vez dos 1.5% esperados antes. Esta mudança em particular pode ser relativamente significativa, podendo sinalizar uma perspectiva diferente do Fundo para o cenário de médio-prazo do país, que só será actualizado em Outubro: as actuais previsões para 2019 a 2022 (que não estão contempladas no horizonte de previsão revelado agora) apontam para um crescimento em torno de 1%, bastante mais modesto e pouco consistente com a alteração recente do cenário.

Toma igualmente relevância a previsão do FMI para o défice orçamental, de 1.5% este ano, em linha com a expectativa do Executivo. Além disso, não existe desconfiança manifesta face à sustentabilidade da consolidação orçamental, já que a instituição espera um défice de 1.4% em 2018. De facto, o Fundo menciona que o crescimento mais sustentado facilita a tarefa durante este ano e também em 2018. Para tal contribui a influência, não só do crescimento real, mas do crescimento do PIB nominal, superior a 4% em 2017.

Estas previsões estão em linha com as nossas expectativas para Portugal, em 2017 e 2018. A nossa expectativa é de uma expansão de 2.5% este ano, com uma desaceleração para 1.8% em 2018. Há algum consenso nesta melhoria significativa do cenário, ilustrado também pelas previsões da Economist Intelligence Unit, que espera 2.4% de crescimento em 2017 e 1.7% em 2018. **É de notar que as várias previsões apontam para uma desaceleração em 2018, embora a um ritmo superior do que o verificado em 2016 (e ligeiramente superior a 2015).**

2. Fitch melhorou o *outlook* da notação da República para positivo

Ao mesmo tempo, a agência de notação Fitch reviu o mês passado o *outlook* do *rating* português para positivo, fazendo antecipar uma possível subida da notação num futuro relativamente próximo. A agência relevou vários aspectos da evolução recente da situação portuguesa. Em primeiro lugar, mencionou a evolução das contas públicas portuguesas, sobretudo o défice de 2.0% em 2016, menos 2.4 p.p. do que o verificado em 2015, levando assim à saída do Procedimento por Défices Excessivos, que havia sido determinado em 2009: a avaliação considera que esta consolidação foi permitida por uma contenção na despesa corrente e por um maior crescimento do PIB a partir de meados de 2016; espera-se, além disso, que estes factores se mantenham, levando a uma diminuição do défice para 1.4% até 2018. Assim, a agência espera que esta consolidação permita uma descida da dívida pública para 126% até 2018, e para 111% até 2026.

Classificação Risco País - Portugal

	Rating LP	Classe de Invest.	*Outlook*	Última alteração		Último Movimento		Próxima revisão
				Rating	*Outlook*	*Rating*	*Outlook*	
Moodys	Ba1	Não investimento	Estável	2014-07-25	2014-07-25	↑	-	2017-09-01
Fitch	BB+	Não investimento	Positivo	2014-07-08	2017-06-16	↑	↑	2017-12-15
S&P	BB+ unsolicited	Não investimento	Estável	2015-09-18	2015-09-18	↑	-	2017-09-15
DBRS	BBB low	Investimento	Estável	2012-12-01	2014-05-23	↑	-	2017-10-20

Fonte: Bloomberg

Parece-nos bastante importante que nesta análise haja dois factores que parecem ter perdido importância. Por um lado, é dado como previsível e expectável que haja uma diminuição da dívida pública, passando este a ser o cenário central, ainda que com riscos (a agência refere potenciais pressões orçamentais por parte dos partidos que suportam o governo e também a possibilidade latente de mais gastos com recapitalizações bancárias suportadas pelo Estado). Além disso, a questão da banca é encarada como um problema solúvel, destacando-se o aumento da solvência do sector depois dos aumentos de capital dos dois maiores bancos (CGD e BCP) no início de 2017; de facto, apesar de se mencionar que um declínio mais rápido dos NPL's exigirá uma mudança no contexto institucional das insolvências, e que este é um processo que deverá demorar, este factor e outros relacionados com a banca deixaram de figurar no destaque das preocupações da Fitch.

Temas em Destaque

Portugal – Perspectivas económicas em franca melhoria (cont.)

Ainda assim, parece-nos prematuro esperar uma subida de *rating* já na próxima avaliação da agência. Esta ocorrerá a 15 de Dezembro de 2017 e, havendo já uma perspectiva sobre os números da dívida pública neste ano, não deverá ainda haver certezas sobre o desempenho da mesma. No entanto, dado que esta data é já posterior às eleições autárquicas e poderá já estar aprovado o Orçamento de Estado para 2018, não é de descartar totalmente esta hipótese.

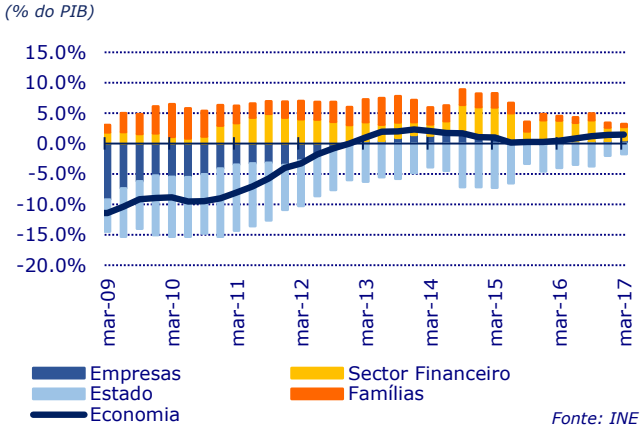
Analisando a avaliação actual das outras duas "*big three*", é provável que estas se sigam à Fitch numa melhoria do *outlook*. Em relação à Moody's, esta mencionou que o que pode levar a uma subida do *rating* é a noção de uma trajectória clara de descida da dívida pública, o que, nas palavras da agência, poderá acontecer caso haja uma consolidação orçamental e/ou crescimento económico maiores do que o esperado. Tendo em conta que a previsão desta agência é de 1.7% de crescimento em 2017 e um défice de 1.8%, é possível que isto aconteça, mas não é linear que esta trajectória seja clara já na próxima avaliação, a 1 de Setembro deste ano. O caso da S&P é semelhante, embora esta agência refira outros 2 factores que também poderiam elevar o *rating*: a aplicação de medidas que resultassem na diminuição dos NPL's; uma aceleração na redução da dívida externa/necessidades de financiamento do país. Olhando igualmente para a previsão actual de crescimento da S&P (1.6%) e para a expectativa do défice (1.8%), parece-nos também haver espaço para uma subida do *outlook*. Porém, de igual forma, não é certo que essas melhores perspectivas se afigurem de tal maneira definitivas por altura de 15 de Setembro, a data da próxima revisão de *rating*.

Portugal - Capacidade de financiamento permanece positiva

▫ Equilíbrio externo da economia portuguesa continua a dar sinais de consistência e possível melhoria

Portugal continua a apresentar capacidade de financiamento da economia desde há algum tempo, e com possibilidades de alargamento da mesma no futuro próximo. Apesar do sector financeiro ser aquele que apresenta maior capacidade de financiamento, esta melhoria tem sido sustentada pela consolidação orçamental no sector público, e por uma manutenção da situação das empresas não financeiras, não obstante o fardo da constante desalavancagem financeira. Apesar de alguma preocupação com a situação das famílias, com a taxa de poupança em mínimos, é importante lembrar que também estas se encontram num processo de desendividamento, o que condiciona as suas opções financeiras. O reflexo desta capacidade financeira é a manutenção de um saldo positivo na balança corrente. Olhando para as várias tendências, sobretudo no Estado e no comércio internacional, parece-nos bastante possível a manutenção da capacidade de financiamento e de um saldo positivo na troca de bens e serviços.

Capacidade/Necessidade de financiamento externo



Fonte: INE

A economia portuguesa continua a registar capacidade de financiamento positiva, o que acontece já desde o último trimestre de 2012. No ano terminado em Março de 2017 (excepto quando indicado, todas as estatísticas se referem à média-móvel de 4 trimestres), a economia registou uma capacidade de financiamento de EUR 2.76 mil milhões, o que equivale a 1.48% do PIB. Além do facto já mencionado sobre a persistência do equilíbrio externo da economia, vale a pena mencionar que o saldo tem seguido uma tendência de alargamento. Depois do máximo de 2.32% do PIB no último trimestre de 2013, a capacidade de financiamento foi diminuindo até ao 2T de 2015, onde se fixou em apenas 0.13% do PIB. Porém, desde essa altura tem observado uma tendência de aumento que se confirma no início de 2017. Esta evolução é tanto mais significativa dado que ocorre num contexto de recuperação da procura interna e aumento das importações ao contrário de 2013, em que a capacidade de financiamento sinalizava sobretudo a falta da procura interna e a fragilidade económica. Além disso, é possível que este trajecto se prolongue, já que, considerando apenas o 1T de 2017, registou-se a maior capacidade de financiamento da economia em toda a série histórica, analisando apenas o mesmo trimestre em anos anteriores: mais ainda, a capacidade de financiamento positiva em 0.2% do PIB foi apenas a segunda vez na série histórica em que um 1º trimestre do ano não registou necessidades de financiamento na economia portuguesa.

Em termos sectoriais, o sector que regista a maior capacidade de financiamento é o das Sociedades Financeiras, com 2.2% do PIB. A evolução recente tem sido muito volátil, mas desde 2011 que esta tem variado dentro de uma banda entre os 1.9% e os 4.8% do PIB, o que contrasta com o período anterior, em que o máximo tinha sido 2.8% no 2T de 2008 e os mínimos chegaram a apresentar valores negativos.

Por outro lado, os 2 sectores com evoluções mais positivas nos últimos tempos, o Estado e as Sociedades Não Financeiras, seguem tendências relativamente tranquilizadoras sobre o futuro da economia portuguesa. Da parte do Estado, regista-se a continuação de um processo de melhoria constante (apenas interrompido temporariamente em 2014 devido à intervenção no BES, agora Novo Banco) que teve início em 2011: do nível mais elevado de necessidade de financiamento do Estado no último trimestre de 2010, em 11.2%, passou-se para o nível mínimo de necessidade de financiamento na série histórica, em 1.7%. **Este resultado demonstra a consistência do caminho de consolidação orçamental feito nos últimos anos.** Da parte das empresas, observa-se uma relativa estabilidade na capacidade de financiamento, que desde o 2T de 2013 tem vindo a oscilar entre um máximo de 1.9% e valores apenas ligeiramente positivos (ou ligeiramente negativos), tendo-se fixado em 0.6% do PIB no 1T de 2017. Em relação a este facto, **é de notar a manutenção da uma capacidade de financiamento ligeiramente positiva (o que nunca tinha acontecido na série histórica) ao mesmo tempo que se tem vindo a reduzir de maneira consistente o endividamento das empresas** – a dívida das empresas, que chegou a totalizar 170.8% do PIB no último trimestre de 2012, somou no 1T de 2017 142.5% do PIB, o que sendo elevado, ilustra um período de significativa e consistente redução, de quase 30 pontos percentuais do PIB em pouco mais de 4 anos. É de realçar também o aumento da taxa de investimento para 21.5%, um máximo desde 2012.

O único sector com um comportamento mais preocupante nos últimos tempos é o das famílias (e instituições sem fins lucrativos), cuja capacidade de financiamento tem vindo a diminuir. Esta registou 0.5% do PIB no 1T de 2017, o mínimo desde o 3T de 2008, altura em apresentava valores negativos. Esta tendência ilustra, por um lado, a contribuição das famílias para o processo de ajustamento orçamental do Estado (através de impostos), e por outro, uma maior confiança

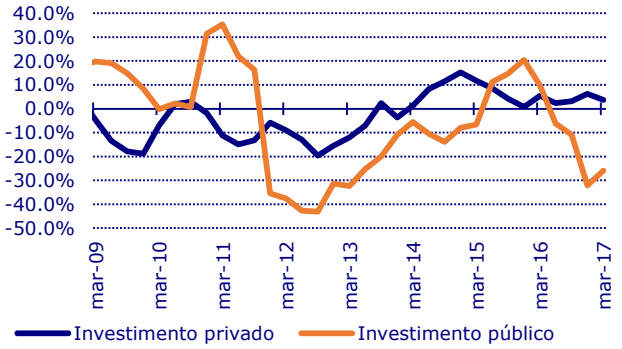
TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL - CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO PERMANECE POSITIVA (cont.)

nos últimos tempos, que tem permitido um aumento sustentado do consumo. Além disso, vale a pena referir que, tal como no caso das empresas, também nas famílias tem ocorrido um processo consistente de redução da dívida, que condiciona as escolhas financeiras dos particulares. Porém, mesmo assim, trata-se de um factor de vulnerabilidade, que se manifesta de maneira particular no **valor mínimo de sempre da taxa de poupança das famílias, em 3.8% do PIB.**

Investimento

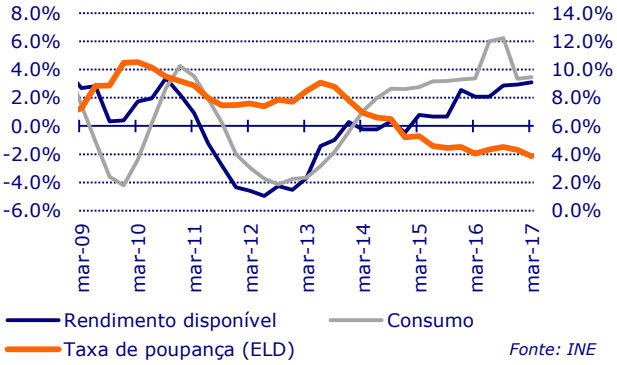
(variação homóloga em %)



Fonte: INE

Rendimento, consumo e poupança

(variação homóloga em %; %)



Fonte: INE

Em conclusão, estes dados mostram a consistência do equilíbrio externo da economia portuguesa. Vale a pena notar que esta perspectiva não esteve de todo garantida, tendo havido a séria possibilidade (defendida, entre outros, pelo FMI) de que o desequilíbrio voltasse assim que o crescimento retomasse, e com ele, as importações. Assim, também toma especial relevância a manutenção do saldo externo positivo da balança de bens e serviços, que foi de 1.0% do PIB, menos duas décimas do que no trimestre anterior, mas mantendo-se assim positivo em todos os trimestres já desde o início de 2013. **Olhando para os dados dos vários sectores, nomeadamente no Estado e nas empresas não financeiras, e também para a perspectiva de continuação de aumento das exportações, parece-nos bastante provável que este equilíbrio se mantenha, ainda que com um saldo apenas ligeiramente positivo.** Este cenário surge reforçado perante a perspectiva de estabilização (ou apenas lenta elevação) dos preços do petróleo num patamar não muito distante do actual. Recorde-se que em 2011-13, o saldo da balança energética excedia -4% do PIB, que contrasta com apenas -1.7% estimados em 2016.

PORTUGAL – O DÉFICE COMERCIAL DE BENS AGRAVOU-SE EM ABRIL

▫ O défice de 1 239 milhões de euros representa um agravamento de 509 milhões em relação a Março

O défice comercial de bens agravou-se em 509 milhões de Março para Abril, para 1 239 milhões de euros (ME), enquanto que o défice total excluindo combustíveis e lubrificantes aumentou em 367 ME, para 900 ME, concluindo-se que o comércio de combustíveis e lubrificantes está a pesar de forma negativa na balança portuguesa. Em termos globais, em Abril, as exportações e as importações de bens registaram variações homólogas nominais de +0.4% e 10.8%, respectivamente (em Março as variações foram bem diferentes, +23.8% para as exportações e +14.9% para as importações). Contudo, a análise ao detalhe, nomeadamente corrigindo os efeitos de calendário, permite concluir que a tendência subjacente às exportações de bens permanece favorável. Em termos acumulados, de Janeiro a Abril, as exportações de bens cresceram 12.8% face ao mesmo período do ano passado. Quanto aos serviços, a evolução da sua balança no 1ºT2017 foi bastante positiva, reflexo das importantes prestações dos subsectores de viagens e turismo e dos transportes.

Recorrendo ao saldo total acumulado de Janeiro a Abril de 2017 comparativamente ao período homólogo, o agravamento é de 682 ME, tendo o défice passado de 3 168 ME para 3 850 ME, o que pode ser considerado um sinal negativo para a evolução das contas externas nestes primeiros meses do ano. Sem considerar os combustíveis e lubrificantes o agravamento é menor, de 287 ME, tendo o saldo acumulado aumentado de 2 321 ME para 2 608 ME.

Em Abril, as exportações totais de bens registaram uma variação mensal de -20.9% e homóloga de +0.4% (em Março os valores foram de +20.2% e +23.8%, respectivamente), mostrando uma grande volatilidade, desta feita com carácter negativo. Já as exportações totais sem contemplar combustíveis e lubrificantes verificaram uma variação mensal de -21.7% e homóloga de -2.3% (os valores de Março foram de +22.1% e +21.1%, respectivamente), confirmando a tendência aparentemente negativa.

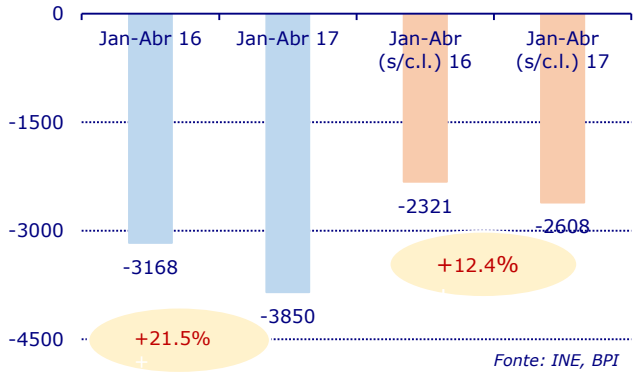
Quanto às importações totais de bens registaram em Abril registaram uma variação mensal de -11.5% e homóloga de +10.8% (os valores de Março foram de +18.2% e +14.9%, respectivamente), mostrando igualmente uma desaceleração. Sem contabilizar os combustíveis e lubrificantes, as variações mensal e homóloga foram de -14.3% e de +6.1%, respectivamente (em Março esses valores foram de +22.7% e +15.0%, pela mesma ordem).

De facto, em Abril, tanto nas exportações como nas importações totais destacam-se claramente os aumentos registados na classe dos combustíveis e lubrificantes, decorrente em grande parte do impacto do aumento dos preços destes produtos. As exportações e importações desta classe de produtos sofreram variações homólogas de +55.1% e 63.7%, respectivamente.

De referir que a desaceleração das exportações e das importações está em parte associada a efeitos de calendário, já que a Páscoa, em 2017, ocorreu no mês de Abril enquanto que em 2016 aconteceu em Março.

Saldo da Bal. Comercial de bens (total e s/combustíveis e lubrif.), Janeiro a Abril e período homólogo

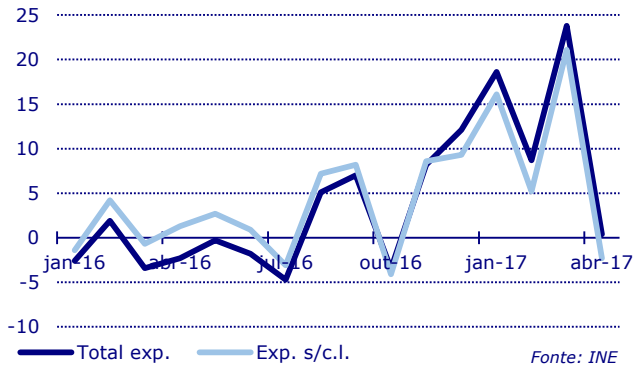
(milhões de euros)



Fonte: INE, BPI

Evolução das exportações, totais e sem combustíveis e lubrificantes

(tx. variação homóloga; %)



Fonte: INE

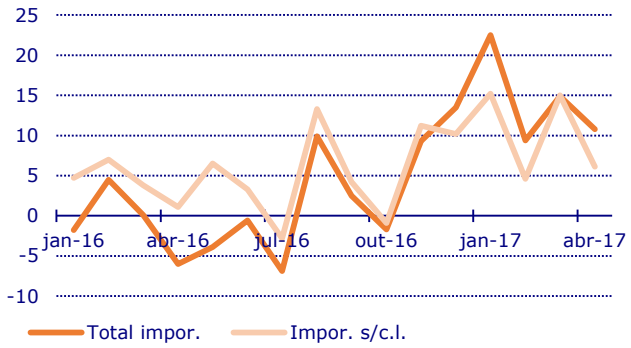
Se analisarmos a evolução mensal do valor das exportações e das importações totais de bens por dia útil, podemos concluir que: a tendência do custo/valor das importações acentuou-se nos primeiros meses do ano; no caso das exportações existe igualmente uma tendência positiva só que, nos últimos meses, assiste-se a uma estagnação contrariando a ideia de pioria traduzida nas comparações anuais e em cadeia; refira-se, contudo, que a notória divergência de comportamentos entre exportações e importações confirma o agravamento do défice comercial.

TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL – O DÉFICE COMERCIAL DE BENS AGRAVOU-SE EM ABRIL (cont.)

Evolução das importações, totais e sem combustíveis e lubrificantes

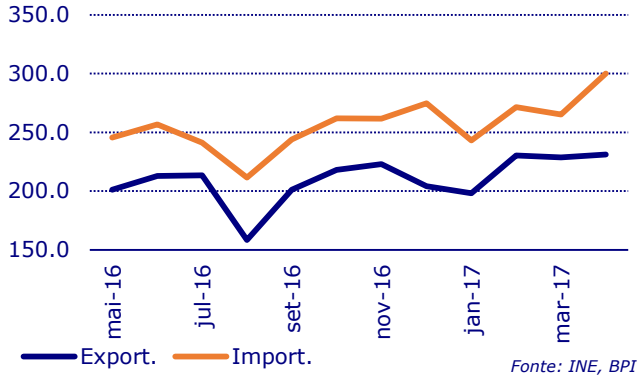
(tx. variação homóloga; %)



Fonte: INE

Valor das exportações e das importações totais mensais por dia útil

(milhões de euros)



Fonte: INE, BPI

Exportações e importações de bens por país e zonas económicas

(milhões de euros)

Exportações	Jan-Abr 17	Peso %	Jan-Abr 16	var. %
Espanha	4702	25.9%	4271	10.1%
França	2291	12.6%	2157	6.2%
Alemanha	2039	11.2%	1933	5.5%
Reino Unido	1204	6.6%	1186	1.5%
EUA	973	5.4%	705	38.0%
Holanda	713	3.9%	635	12.3%
Itália	663	3.7%	566	17.1%
Angola	579	3.2%	395	46.6%
Bélgica	502	2.8%	452	11.1%
Marrocos	276	1.5%	205	34.6%
Total UE28	13538	74.6%	12480	8.5%
Total extra-UE28	4619	25.4%	3615	27.8%
Total	18157	100.0%	16095	12.8%

Importações	Jan-Abr 17	Peso %	Jan-Abr 16	var. %
Espanha	6891	31.3%	6311	9.2%
Alemanha	3045	13.8%	2647	15.0%
França	1665	7.6%	1571	6.0%
Itália	1183	5.4%	1077	9.8%
Holanda	1138	5.2%	975	16.7%
China	622	2.8%	583	6.7%
Reino Unido	622	2.8%	617	0.8%
Bélgica	600	2.7%	555	8.1%
Rússia	580	2.6%	126	360.3%
Brasil	384	1.7%	375	2.4%
Total UE28	16663	75.7%	15155	10.0%
Total extra-UE28	5343	24.3%	4109	30.0%
Total	22006	100.0%	19264	14.2%

Fonte: INE, BPI

Nos movimentos comerciais mais significativos, que compara o período acumulado de Janeiro a Abril de 2017 em relação a idêntico espaço temporal em 2016, podemos igualmente destacar o seguinte: nas exportações registou-se um aumento de 8.5% no comércio intra-europeu, largamente superado pelo aumento de 27.8% no comércio extra-UE28 (no total as exportações aumentaram 12.8%), mas em termos globais a dimensão não é idêntica; as exportações portuguesas intra-UE28 valeram em Janeiro-Abril 75% enquanto que extra-UE28 a quota foi de 25%; o comportamento dos principais parceiros manteve-se bastante positivo – Espanha (+10.1%), França (+6.2%), Alemanha (+5.5%) e Reino Unido (+1.5%) - estes países representam cerca de 60% das exportações nacionais; os restantes principais, mas com quotas inferiores, destacam-se os EUA (+38.0%), Angola (+46.6%) e Marrocos (+34.6%); nas importações, Portugal comprou mais entre Janeiro e Abril a Espanha (+9.2%), Alemanha (+15.0%) e França (6.0%) – estes países conjuntamente fornecem perto de 53% do total de bens a Portugal; houve ainda mais compras a Itália (+9.8%) e à Holanda (+16.7%); a Rússia (+360.3%) e a China (+6.7%) destacaram-se, embora com importâncias relativas bem menores; também nas importações, cresceu significativamente o comércio extra-UE28, +30%, enquanto intra-UE28 a subida foi de 10.0%, o que confirma o actual processo de diversificação de mercados (no total as importações aumentaram 14.2%).

Balança de serviços

milhões de euros

	Exportações				Importações				Saldo			
	1ºT16	1ºT17	Peso %	var.%	1ºT16	1ºT17	Peso %	var.%	1ºT16	1ºT17	Peso %	var.%
Total Serviços	5144	5709	100.0%	11.0%	3013	3414	100.0%	13.3%	2131	2295	100.0%	7.7%
Transportes	1246	1491	26.1%	19.7%	693	821	24.0%	18.5%	553	670	29.2%	21.2%
Viagens e Turismo	1967	2212	38.7%	12.5%	857	943	27.6%	10.0%	1110	1269	55.3%	14.3%
Resto	1931	2006	35.1%	3.9%	1463	1650	48.3%	12.8%	468	356	15.5%	-23.9%

Fonte: Banco de Portugal, BPI.

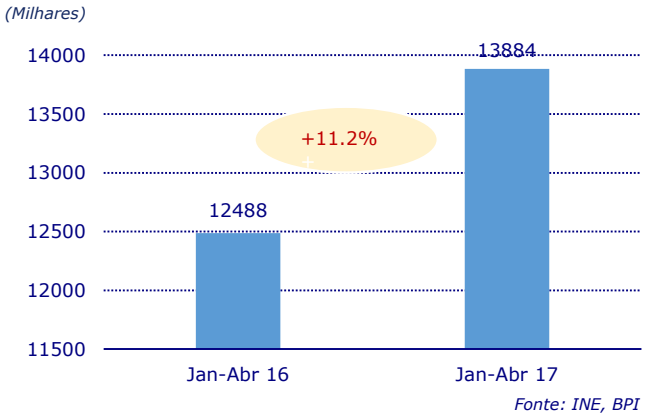
PORTUGAL – O DÉFICE COMERCIAL DE BENS AGRAVOU-SE EM ABRIL (cont.)

Comportamento dos serviços

A evolução da balança dos serviços no 1ºT17 foi bastante positiva, reflexo do comportamento dos subsectores de viagens e turismo e dos transportes. O peso das viagens e turismo e dos transportes no total é de 39% e 26%, respectivamente (juntos representam 65%). Em termos homólogos, o total dos serviços exportados registou um aumento de 11.0% (as importações aumentaram 13.3%), tendo o saldo crescido 7.7%, para 2 395 ME. O subsector dos transportes registou a maior variação positiva das exportações, +19.7% (as importações verificaram +18.5%), de onde resultou uma subida do saldo em 21.2%, para 670 ME. As viagens e turismo arrecadaram no período em análise +12.5% de serviços exportados (10.0% importados), subindo o saldo para 1 269 ME (+14.3%). Os restantes serviços agrupados tiveram uma prestação negativa em termos de saldo, tendo caído para 356 ME (-23.9%).

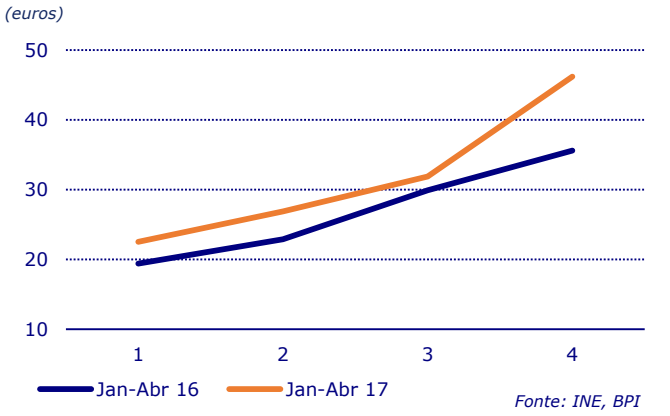
De facto tem sido evidente o expressivo crescimento do turismo, com benefícios directos e indirectos no crescimento económico global do país e na melhoria das contas externas. Para além da evolução positiva ao nível da balança de serviços, confirma-se igualmente a subida das dormidas acumuladas no período de Janeiro a Abril de 2017, comparativamente ao mesmo período homólogo (uma variação de mais 1.4 milhões de dormidas ou +11.2%). Se a análise incidir sobre o rendimento médio por quarto disponível em estabelecimentos hoteleiros (RevPAR) existe um nítido aumento nestes primeiros quatro meses do ano em comparação com o mesmo período de 2016. Com efeito, existe um valor acrescentado superior que faz prever novos recordes de sempre das receitas obtidas este ano, no seguimento da tendência crescente dos últimos anos.

Dormidas acumuladas nos estabelecimentos hoteleiros em Portugal



Fonte: INE, BPI

Rendimento médio por quarto disponível em estabelecimentos hoteleiros (RevPAR)



Fonte: INE, BPI

Agostinho Leal Alves

ESTADOS UNIDOS - RETOMA DO INVESTIMENTO NÃO IMPEDE DESACELERAÇÃO DA ECONOMIA NO 1T2017

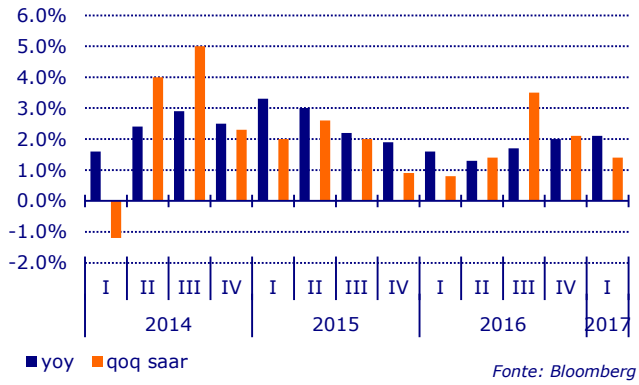
▫ **A terceira estimativa do PIB norte-americano para o 1T de 2017 apontou para um avanço trimestral anualizado de 1.4%, o que representa uma desaceleração face aos últimos três meses de 2016 (2.1%).** No entanto, a comparação com o período homólogo aponta, pelo contrário, para uma ligeira aceleração, de 2.0% no 4T16 para 2.1% no 1T17. A contribuir para este desempenho esteve o consumo privado, com um crescimento homólogo semelhante ao trimestre anterior (3.0%) e o investimento, que acelerou em 1.8 p.p. para 1.9% yoy; por outro lado, as exportações aceleraram consideravelmente (3.4%, 1.5% no trimestre anterior), acompanhado por um aumento ligeiramente superior das importações (3.8%). No mercado de trabalho, a taxa de desemprego atingiu o mínimo da década em 4.3% em Maio, confirmando-se o cenário de pleno emprego da economia norte-americana. A taxa de inflação diminuiu em 0.3 p.p. em Maio, para 1.9%, com o crescimento homólogo dos preços da energia a diminuir neste mês.

▫ **Para o resto do ano, espera-se que a actividade económica mantenha um ritmo de crescimento semelhante ao do 1T, suportado por uma evolução favorável do consumo, já que a criação de emprego se tem vindo a manter.** Todavia, os ganhos salariais apresentam-se tímidos e prevalecem sinais de maior cautela por parte do consumidor, evidente no reforço da taxa de poupança das famílias, pelo que o consumo privado deverá manter-se positivo, mas moderado. Por outro lado, este ano deverá ser marcado por uma recuperação do investimento privado. Considerando a turbulência política e aparente incapacidade da nova Administração de implementar o prometido estímulo orçamental, o FMI reviu recentemente as suas previsões para o PIB norte-americano, estimando que cresça 2.1% este ano e no próximo, uma revisão em baixa de 0.2 e 0.4 p.p., respectivamente.

▫ **O PMI compósito registou uma subida de 0.3 pontos em Junho, com a média do 2º trimestre a apontar para um ritmo de crescimento contido, ainda que robusto, sendo possível uma desaceleração face aos primeiros 3 meses de 2017.** Segundo a Markit, os números são consistentes com um crescimento trimestral anualizado ligeiramente acima de 2%. Por outro lado, o sentimento dos consumidores tem-se mantido em alta: em Junho, o índice de confiança do consumidor do Conference Board subiu para os 118.9 pontos, bastante acima da média histórica (91 pontos). De maneira similar, o índice de sentimento empresarial da indústria de manufacturas, publicado pela Reserva Federal de Richmond, subiu igualmente em Junho.

Manutenção do ritmo homólogo da evolução do PIB aponta para factores sazonais

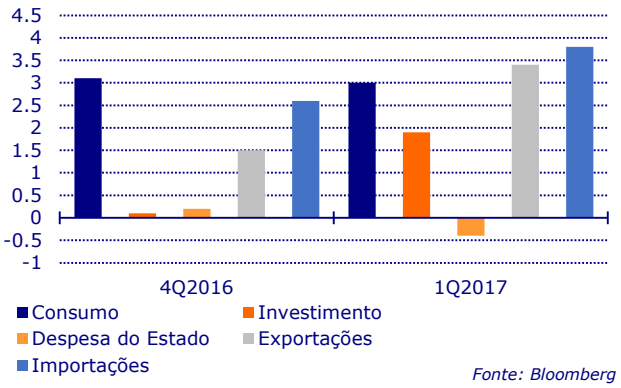
(variação homóloga, variação trimestral anualizada)



Fonte: Bloomberg

Comércio internacional e investimento não compensaram desaceleração do consumo

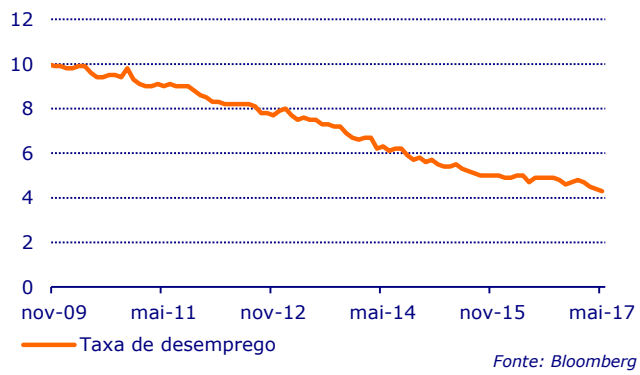
(taxa de variação homóloga)



Fonte: Bloomberg

Taxa de desemprego em mínimos de 10 anos

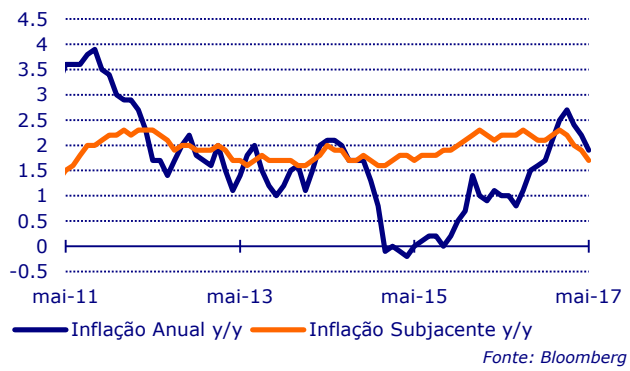
(percentagem da população activa)



Fonte: Bloomberg

IPC e inflação *core* aliviaram ligeiramente em Maio

(taxa de variação homóloga)



Fonte: Bloomberg

José Miguel Cerdeira

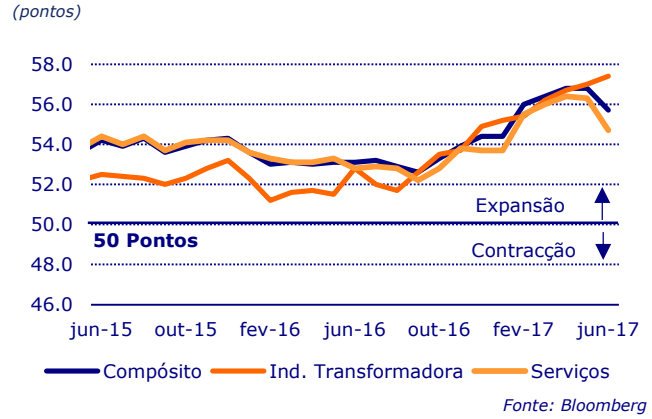
Economias

Zona Euro - Indicadores de actividade e de sentimento em trajectória positiva

▫ **O indicador PMI compósito diminuiu no mês de Junho, devido ao desempenho do sector dos serviços, mantendo-se, ainda assim, claramente em terreno positivo.** Apesar da redução de 0.5 pontos para 56.3 em Junho, o indicador compósito mantém-se substancialmente acima da marca dos 50 pontos. Adicionalmente, o indicador aponta para o facto de os fluxos de novas encomendas e o elevado nível de confiança dos empresários sustentarem a criação de emprego, que se manteve a um dos ritmos mais elevados na última década, de acordo com a Markit. O sector dos serviços revelou uma desaceleração face ao mês anterior, -0.9 pontos para 55.4, enquanto o indicador para a indústria transformadora aumentou 0.4 pontos para 57.4. Há ainda que mencionar a diminuição das pressões inflacionistas, considerando que os preços dos *inputs* reduziram em linha com os preços mais baixos das *commodities*. A primeira estimativa para a taxa de inflação anual confirma esta desaceleração do ritmo de crescimento dos preços, atingindo 1.3% em Junho, menos uma décima do que o registado no mês anterior. Apesar de algum abrandamento revelado pelos indicadores compósitos para a Alemanha e França, ambos mantêm uma trajectória favorável, acima dos 50 pontos (56.1 e 55.3 pontos, respectivamente).

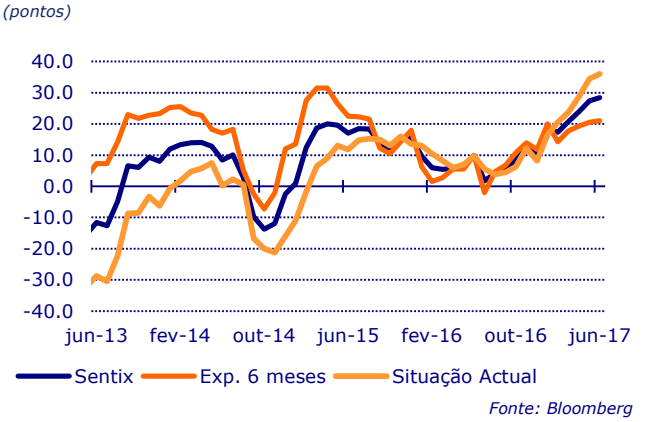
▫ **Os indicadores de clima económico continuam a apontar para um contexto muito favorável ao crescimento económico na área do euro.** O indicador de sentimento económico da Comissão Europeia aumentou para 111.1 pontos em Junho, de 109.2 em Maio, confirmando a actual tendência crescente que levou este índice para valores máximos dos últimos 10 anos. Já o indicador de clima empresarial também subiu para 1.15 em Junho, de 0.9 em Maio, o valor mais alto desde Abril de 2011, quando registou 1.36. O optimismo tanto na indústria transformadora como nos serviços é bastante evidente nos valores divulgados: no primeiro caso, o índice subiu de 2.8 para 4.5; no segundo, a subida foi de 12.8 para 13.4. Também os consumidores têm-se mostrado optimistas quanto à actividade económica, tendo o índice subido de -3.3 para -1.3. O indicador Ifo, que avalia o clima de negócio na Alemanha, subiu de 114.6 para 115.1 pontos de Abril para Maio. O consumo privado foi um dos principais factores para esta *performance*, havendo ainda espaço para o crescimento das exportações. Tanto a avaliação dos gerentes de compras das empresas em relação à situação actual do negócio, como as perspectivas para os próximos seis meses, melhoraram.

Indicadores PMI continuam a apontar para uma dinâmica favorável da economia da região



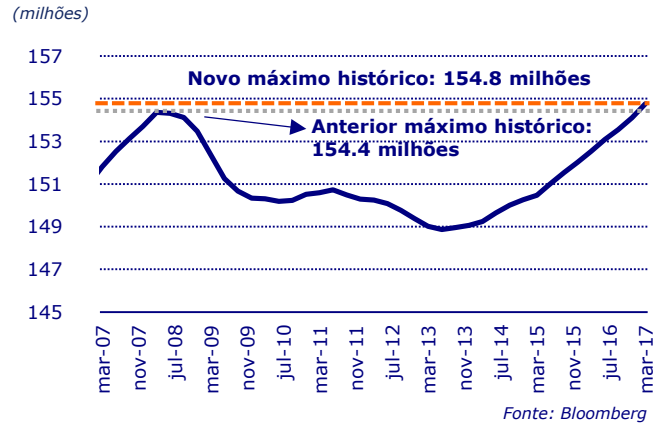
Fonte: Bloomberg

Indicadores de Sentimento Económico apontam para um contexto mais favorável



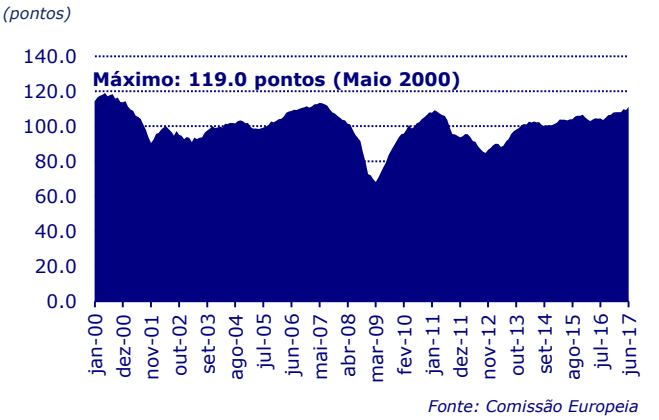
Fonte: Bloomberg

Nº. de pessoas empregadas ultrapassou, no 1T17, o nível máximo anteriormente registado em 2008



Fonte: Bloomberg

Indicador de Sentimento Económico tem vindo a aproximar-se do nível máximo da série



Fonte: Comissão Europeia

Vânia Patrícia Duarte

Economias

Portugal - Mercado de trabalho segue em franca melhoria, boas perspectivas para 2T

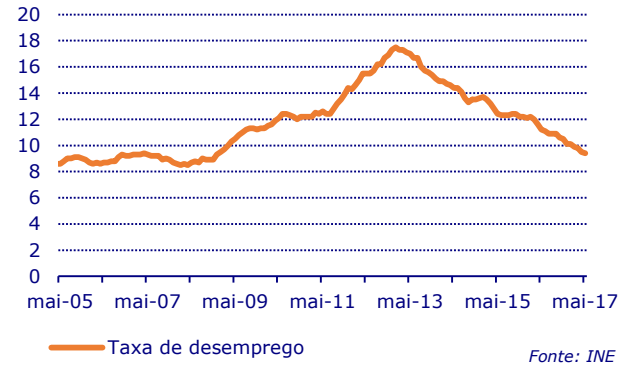
▫ **No mercado de trabalho, os últimos números continuam a mostrar uma evolução bastante positiva.** A taxa de desemprego mensal em Abril (valor definitivo) foi de 9.5%, 2.1 p.p. abaixo do verificado um ano antes, depois de uma revisão de menos 0.3 p.p. face à estimativa inicial. Em relação a Março, registou-se uma diminuição de 0.3 p.p.. A taxa provisória de Maio fixou-se em 9.4%. Ao mesmo tempo, a taxa de emprego tem aumentado: em Abril, foi de 59.8%, mais 2.0 p.p. do que em Abril de 2016. A taxa de desemprego jovem está a ter uma evolução bastante positiva, sendo em Abril de 23.8%, uma redução significativa quando comparada com os 29.4% registados no mesmo mês do ano anterior. **Estes números mostram uma evolução para o 2º trimestre ligeiramente mais positiva do que a nossa expectativa, fazendo antecipar uma redução assinalável na taxa de desemprego.** Comparando apenas os números provisórios para Maio (não ajustados de sazonalidade) com os de Fevereiro, é expectável uma redução trimestral do desemprego na ordem das 50 mil pessoas, e um aumento da população empregada de cerca de 80 mil pessoas.

▫ **Em Portugal, o ritmo de crescimento dos preços do consumidor desacelerou no mês de Maio.** De acordo com a informação publicada pelo INE, a taxa de inflação anual passou de 2.0% em Abril para 1.5% em Maio. Em causa para este desempenho estiveram as classes "Transportes" e "Restaurantes e Hotéis", onde se registaram taxas de crescimento de 1.1% y/y e 4.9% y/y, respectivamente (-3.5 pontos percentuais (p.p.) e -0.8p.p. na comparação com o mês anterior, em cada um dos casos). No entanto, importa destacar que, em Abril, os preços destas categorias de bens reflectiram o efeito calendário: a Páscoa em 2017 foi celebrada em Abril, e em 2016 tinha sido celebrada em Março, o que levou a que os ritmos de crescimento fossem superiores no mês anterior. Excluindo os produtos alimentares não transformados e os bens energéticos, a taxa de inflação homóloga situou-se em 1.2% (-0.5 p.p. face a Abril). A variação média dos últimos 12 meses foi de 1.0% no mês de Maio, o que se consubstancia num aumento de 0.1 p.p. face ao mês precedente.

▫ **Os indicadores de alta frequência tornam a perspectiva para o 2º trimestre ainda mais optimista do que nos primeiros três meses do ano.** Em particular, o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia para Portugal esteve em Maio no nível mais elevado desde Julho de 2000, em 113.8 pontos, baixando para 112.4 em Junho; ao mesmo tempo, o indicador coincidente do Banco de Portugal para a actividade económica mostra uma variação de 3.0% yoy, igualmente o mais elevado desde 2000.

Taxa de desemprego mensal (ajustada)

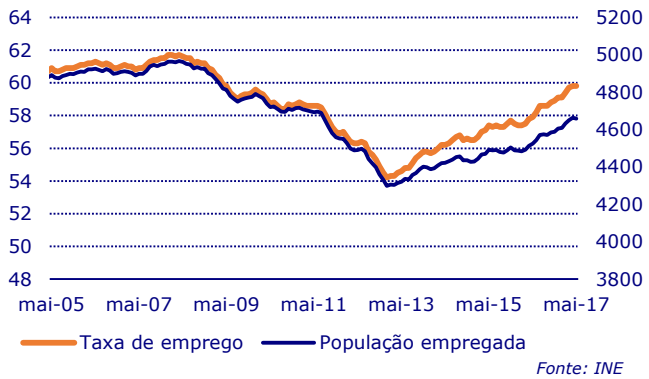
(Percentagem da população activa)



Fonte: INE

Taxa de emprego mensal (ajustada)

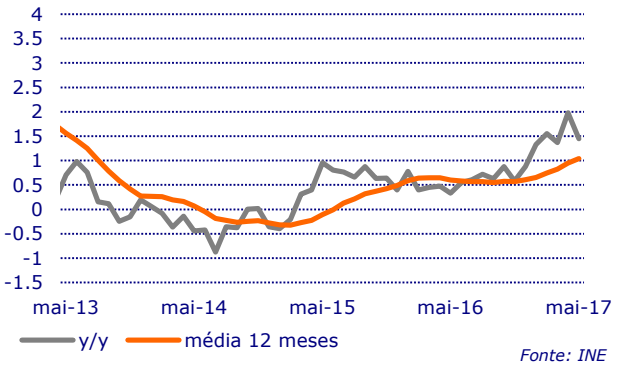
(Percentagem da população em idade laboral; milhares)



Fonte: INE

A inflação continua em recuperação gradual

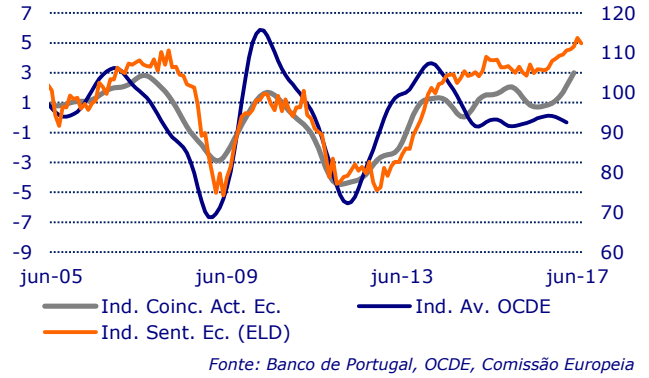
(percentagem)



Fonte: INE

Indicadores da actividade económica

(variação homóloga em %)



Fonte: Banco de Portugal, OCDE, Comissão Europeia

José Miguel Cerdeira

Economias

Angola – Inflação volta a abrandar em Maio, reservas continuam em queda

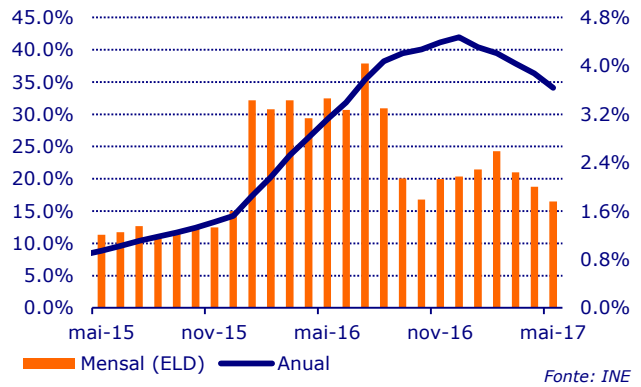
▫ **A inflação voltou a abrandar no mês de Maio, sendo este o 5º mês consecutivo de desaceleração da inflação homóloga.** De acordo com o INE, o aumento homólogo dos preços, medido pelo Índice de Preços no Consumidor de Luanda, foi de 34.08%, menos 2.15 pontos percentuais (p.p.) do que no mês de Abril. Em termos mensais, os preços aumentaram 1.76%, menos 0.14 p.p. do que no mês anterior, e a menor variação registada desde Dezembro de 2015. A inflação nacional sofreu também um novo abrandamento, registando 32.58% em termos homólogos, menos 2.32 p.p. do que em Abril. Em termos nacionais, a categoria de bens com maior aumento de preços foi o Vestuário e Calçado, onde se registaram aumentos de 3.41%, contribuindo com 0.22 p.p. A maior contribuição foi da Alimentação e Bebidas não alcoólicas, devido ao peso destes bens no consumo nacional, em 0.68 p.p..

▫ **O Banco Nacional de Angola decidiu manter a taxa de juro de referência da política monetária inalterada na reunião da Comissão de Política Monetária de 30 de Junho.** A taxa BNA permanece assim em 16%; porém, a taxa de absorção de liquidez foi reduzida pela 2ª vez consecutiva, desta feita de 5.25% para 3.25%. As restantes taxas mantiveram-se com os mesmos valores. **Em sentido negativo, as reservas internacionais líquidas voltaram a sofrer uma quebra em Maio para USD 18.0 mil milhões, o nível mais baixo desde Março de 2011, USD 400 milhões abaixo do mês anterior.** Se as reservas continuarem a cair ao ritmo verificado desde o início do ano (as reservas totalizavam USD 21.4 mil milhões em Dezembro de 2016), ver-se-á renovada a pressão para uma nova desvalorização da moeda angolana. É de notar que o Governador do BNA descartou uma possível desvalorização da moeda nacional num futuro próximo. Segundo o Governador, a desaceleração recente da inflação é um factor importante, sublinhando a estabilidade dos instrumentos de política monetária. De facto, uma possível desvalorização teria certamente um efeito prejudicial a este percurso de normalização da inflação.

▫ **Segundo dados revelados pelo Governador do BNA, o crédito malparado subiu significativamente em 2016, fixando-se em AOA 639.1 mil milhões, o que representa 17.6% do crédito total concedido à economia angolana.** Em 2015, o crédito malparado era bastante menor, de AOA 355.6 mil milhões, representando 13% do crédito concedido nesse ano.

Inflação desacelerou de novo em Maio

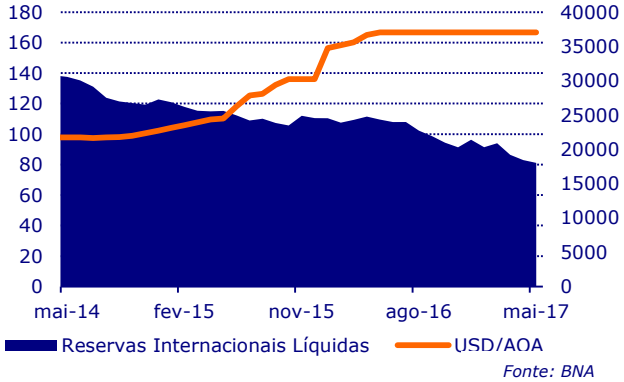
(yoy%; mom%)



Fonte: INE

Reservas voltaram a descer em Maio para os USD 18 mil milhões

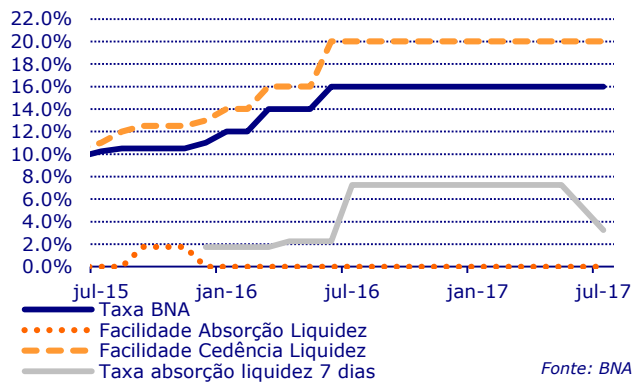
(x kwanzas por USD ; milhões USD)



Fonte: BNA

A taxa BNA continua estável em 16%

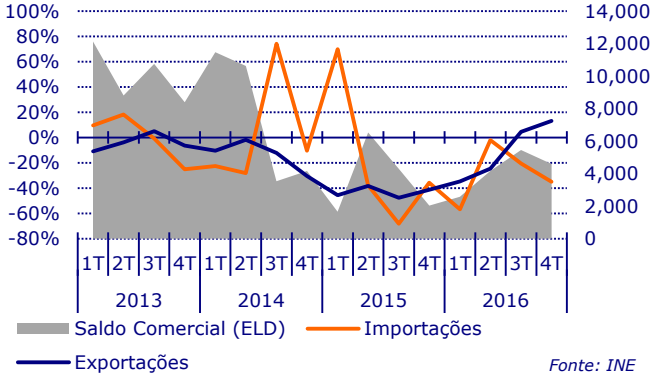
(percentagem)



Fonte: BNA

Saldo melhorou no final de 2016, com exportações a subir e importações em quebra

(y-o-y%; milhões USD)



Fonte: INE

José Miguel Cerdeira

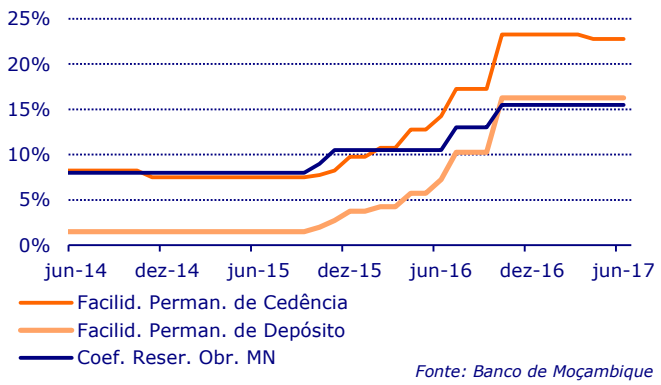
Moçambique – Contexto económico e financeiro melhora gradualmente

▫ **Banco de Moçambique optou por manter inalteradas as taxas de juro de política monetária na reunião de Junho.** Assim, a taxa de juro MIMO manteve-se em 21.75%, a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez permaneceu em 22.75% e a de depósitos em 16.25%; os coeficientes de reservas obrigatórias, em moeda nacional e moeda estrangeira, mantiveram-se em 15.5%. A manutenção da orientação da política monetária tem por base o ambiente económico e financeiro do país, nomeadamente a evolução do índice de preços do consumidor. **Em Maio, a taxa de inflação anual diminuiu em 0.82 pontos percentuais para 20.45%,** beneficiando do contexto de paz (circulação de bens e pessoas normalizada) e da apreciação do Metical. No entanto, de acordo com o Banco de Moçambique, estes efeitos estão a ser limitados pelo aumento dos preços administrados e que impede uma redução mais célere da taxa de inflação. **Outro indicador positivo tem sido a recuperação das reservas internacionais líquidas, que, no mês de Maio, atingiram USD 2.05 mil milhões**, o correspondente a 6.1 meses de importações de bens e de serviços excluindo os megaprojectos e 4.3 meses incluindo os grandes projectos.

▫ **O relatório da Kroll sobre a auditoria independente relativa às dívidas ocultas das três empresas públicas, EMATUM, MAM e Proindicus, foi publicado no final do mês de Junho.** O relatório aponta para acordos de financiamento de natureza menos transparente, com o envolvimento do Grupo Privinvest no pagamento de juros aos credores, no fornecimento de bens e serviços às três empresas moçambicanas e no recebimento de taxas. A Kroll revela a existência de bens fornecidos (como embarcações diversas) pelo Grupo Privinvest, tal como contratado, embora tenha verificado que estes equipamentos não estavam operacionais. Ainda que as três empresas tenham adquirido estes bens, a auditora aponta para a falta de infra-estruturas necessárias para que estes bens fossem operacionais, e de pessoal técnico para manusear os equipamentos adquiridos. A análise aos planos de actividade das três empresas aponta para empresas não viáveis, sem capacidade de cumprir com as obrigações financeiras e geridas de forma débil. Apesar da publicação do relatório, a Kroll revela que enfrentou problemas de falta de documentos e informações, demora na entrega ou informação incompleta, ou o argumento de não entrega de documentos por razões de segurança interna. Após a publicação da auditoria independente, o FMI revelou que iria estar em Moçambique de 10 a 19 de Julho, eventualmente para tecer considerações sobre as conclusões da auditoria e reavaliar a situação macroeconómica do país.

Banco Central mantém a orientação de política monetária

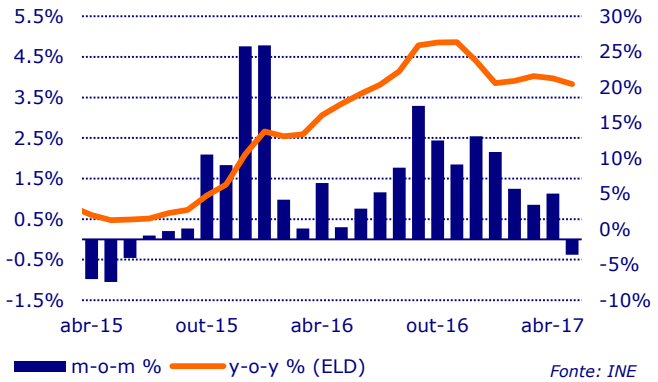
(percentagem)



Fonte: Banco de Moçambique

Taxa de inflação homóloga diminui em Maio, pelo segundo mês consecutivo

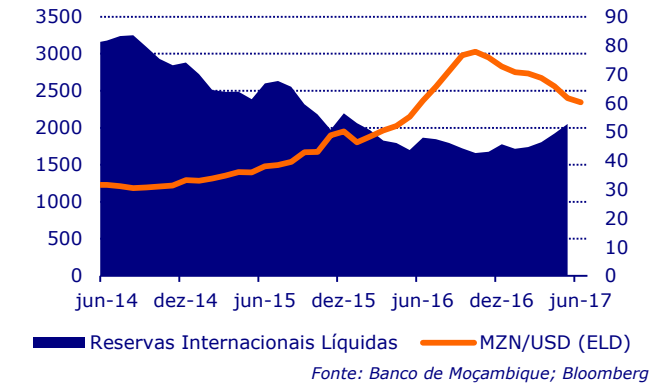
(mom%; yoy%)



Fonte: INE

Reservas têm recuperado nos últimos meses, impulso dado pelas exportações e pela política monetária

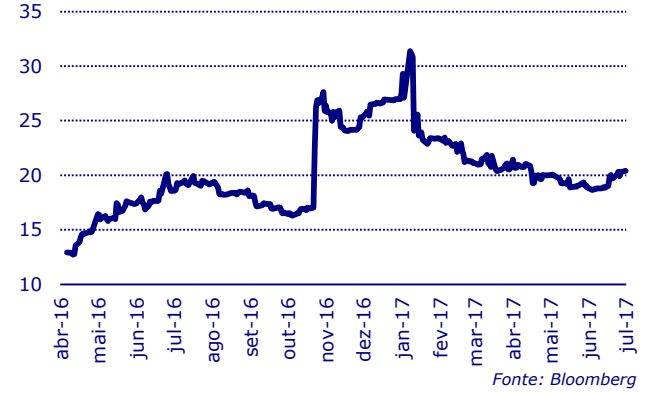
(milhões USD; x Meticais por USD)



Fonte: Banco de Moçambique; Bloomberg

***Yield* da emissão reestruturada da EMATUM registou ligeiros aumentos nos últimos dias de Junho**

(yield da emissão reestruturada da EMATUM, %)



Fonte: Bloomberg

Vânia Patrícia Duarte

› **Mercado Cambial** **Mercados**

EUR/USD alcançou novo máximo do ano

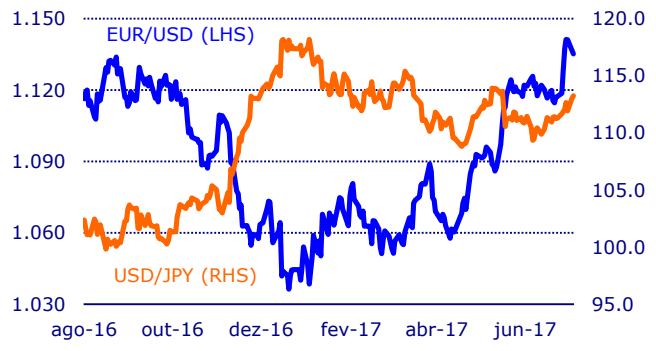
▫ **No final de Junho, o EUR/USD progrediu até 1.1445 (novo máximo desde Maio de 2016), prosseguindo a tendência de subida que marcou o primeiro semestre do ano.** Perante a divergência de política monetária nos dois lados do Atlântico, com expressão no diferencial de juros/*yields* favorável ao dólar, esta situação parece incongruente. Só que surgiram e ganharam força dois tipos de expectativas que podem explicar porque é que o mercado tem favorecido o euro em relação ao dólar: do lado do dólar, o mercado desconfia da capacidade da Fed em implementar a trajectória implícita às suas previsões macroeconómicas e de taxas de juro (divulgadas na reunião de Junho) que parece indicar mais uma subida do intervalo de variação das taxas dos *fed funds* até final do ano (primeiro esperava-se que fosse em Setembro, mas agora tudo aponta para Dezembro) e mais três em 2018. Perante os dados económicos mais recentes divulgados, surgiram dúvidas na manutenção do actual ritmo de crescimento económico forte, embora seja evidente a pujança do mercado de trabalho (muito próximo do pleno emprego); do lado do euro, a evolução bastante positiva do ambiente económico na Europa e as recentes palavras de Mario Draghi, que falou pela primeira vez e claramente acerca da remoção gradual das actuais condições monetárias, sugerindo que poderá ser divulgado com antecedência (prevê-se em Setembro) o calendário de actuação de modo a limitar potenciais turbulências nos mercados, levaram à maior procura de euros. É sabido que ainda levará tempo para se iniciar o *tapering* (possivelmente no início de 2018) e que as taxas de juro deverão permanecer negativas até 2019, mas é desta forma antecipatória e volátil que reagem os investidores e operadores de mercado.

▫ **Acrescente-se que, apesar de no semestre o EUR se ter apreciado cerca de 10% contra o USD, este movimento expressivo não deverá ser do interesse das autoridades europeias, que se debatem pelo aumento da inflação** (nomeadamente a inflação *core* – excluindo do cabaz a energia e a alimentação – que regressou ao valor máximo dos últimos meses, 1.2%, e que se deveria aproximar do objectivo conhecido dos 2%). Já do lado das autoridades norte-americanas, a diminuição da pressão de apreciação do dólar, ocorrida em 2016, é bem-vinda dados os notórios ganhos competitivos, sendo um importante instrumento de suporte do actual topo do ciclo económico norte-americano. Num relatório recente acerca da situação da economia dos EUA, o FMI considerou que existem desequilíbrios externos que poderiam ser atenuados com uma moeda mais fraca. Prosseguindo com esta constatação, o FMI considera que o dólar se encontra genericamente sobrevalorizado em cerca de 10% a 20%.

▫ **Em termos técnicos, o EUR/USD não está longe de uma importante área de resistência existente entre 1.16 e 1.17 (para além do valor psicológico dos 1.15).** Para já não parece provável que essa zona seja testada, devendo mesmo ocorrer uma correcção. A médio prazo, acreditamos que a Fed irá prosseguir com a sua política de normalização das taxas de juro (ampliando-se ainda mais o diferencial dos juros para o euro) e o EUR/USD poderá regressar a níveis mais equilibrados, entre 1.12 e 1.13.

Prossegue a tendência de subida do EUR/USD; o JPY deixou de se apreciar face ao USD

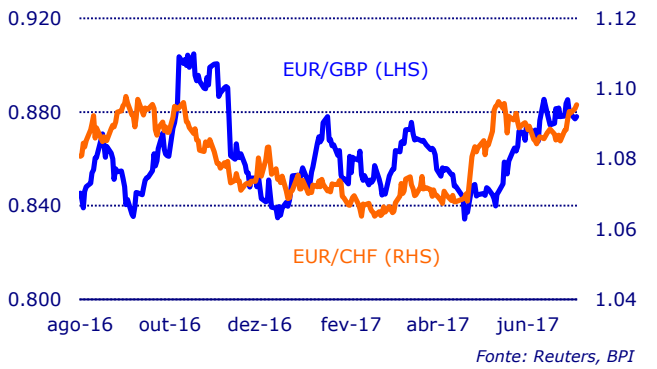
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

EUR ganha firmeza face ao CHF (com conivência do Banco C. helvético) e à GBP (fragilizada pelo Brexit)

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



Fonte: Reuters, BPI

EUR sobrevalorizado em relação às moedas rivais, com destaque para o JPY e GBP

04.Jul.2017

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.1204	1.1353	1.33%
EUR/JPY	113.27	128.57	13.50%
EUR/GBP	0.8523	0.8781	3.02%
EUR/CHF	1.0839	1.0954	1.06%

Fonte: BPI.

Cotações a Prazo

04.Jul.2017

Moedas	3 Meses	6 meses	1 Ano
EUR/USD	1.1401	1.1453	1.1574
EUR/JPY	128.69	128.78	128.97
EUR/GBP	0.8795	0.8814	0.8856
EUR/CHF	1.0964	1.0935	1.0921

Fonte: BPI.

Agostinho Leal Alves

Mercados › **Mercado Monetário**

Fed cumpriu expectativas, embora outros bancos centrais sigam políticas expansionistas

Tal como já estava sobejamente descontado pelos mercados, o comité monetário da Reserva Federal (FOMC) decidiu prosseguir com a normalização das taxas de juro e subiu em mais 0.25% o intervalo de variação da taxa dos *fed-funds*, para 1.00-1.25%, sendo este o principal instrumento indicativo de evolução dos juros de curto prazo nos EUA. No comunicado saído da reunião, o FOMC mostrou-se agradado com o reforço da actividade económica e com a evolução do mercado de trabalho (a taxa de desemprego em Maio chegou a 4.3%, o valor mais baixo desde 2001), já a inflação está a falhar as expectativas iniciais da autoridade monetária norte-americana. Genericamente, o cenário global relativamente às políticas monetárias dos principais espaços económicos é de permanecerem altamente acomodatícias, com taxas de juro perto de zero tanto no Japão como na Zona Euro. Nas últimas reuniões, Banco do Japão, Banco de Inglaterra e Banco da Suíça mantiveram inalteradas as suas políticas/ condições monetárias, confirmando as condições favoráveis à actividade económica.

O mandato da Fed é alcançar o máximo de emprego conjuntamente com a estabilidade dos preços. Quanto ao mercado de trabalho é esperado que se fortaleça ainda mais (nas previsões revistas e anunciadas na reunião, se o valor médio da taxa de desemprego em 2017 é de 4.3%, em 2018 e 2019 é esperado 4.2%), mas a inflação anual deverá permanecer abaixo dos 2.0% durante algum tempo, devendo estabilizar em torno do objectivo de médio prazo de 2.0%. Embora o número de novos empregos criados em Maio tenha sido inferior aos 180 mil que os analistas esperavam (acabaram por ser gerados 138 mil), os EUA adicionaram novos empregos por 80 meses consecutivos. Mas o crescimento salarial manteve-se fraco e o número de pessoas a trabalhar a tempo parcial permaneceu alto. Com o desemprego baixo e o crescimento do emprego permanente, a Fed sinalizou claramente que quer aumentar as taxas. **Nas previsões indicadas para a taxa média dos *fed-funds* foi inscrito 1.4% em 2017, 2.1% em 2018 e 2.9% em 2019, dando espaço para mais um aumento de 25 pontos base este ano e mais três aumentos de dimensão idêntica em 2018, prosseguindo a subida em 2019.** No entanto, segundo a actual mensuração das expectativas de mercado, a probabilidade de a Fed vir a subir de novo os juros em Setembro é de 22%, enquanto que a alteração da política monetária em Dezembro já recolhe uma probabilidade de 55%. A atitude cautelosa da Reserva Federal não é nova, perante a monitorização constante do cenário económico interno e externo, sabendo-se que não há unanimidade dentro do comité monetário acerca dos passos seguintes a seguir.

A autoridade monetária reconhece que os riscos económicos se encontram mais balanceados, mas que a evolução da inflação terá de ser monitorizada em permanência. **Nas previsões divulgadas, a Fed reviu em baixa a taxa de inflação total em 2017 de 1.9% para 1.6% (permanecem os 2.0% em 2018 e 2019), tendo a inflação *core* (não inclui os preços da energia e da alimentação) passado de 1.9% para 1.7%.** Existe, de facto, a confirmação de que os preços não estão a acompanhar a maior pujança económica (a Fed reviu em alta a taxa de crescimento do PIB em 2017 de 2.1% para 2.2%), havendo alguma dificuldade em explicar porquê. Em Maio, a variação mensal foi inesperadamente de -0.1%, tendo a taxa homóloga caído de 2.2% para 1.9%. A descida do preço dos combustíveis esteve na origem desta queda. No entanto, existem factores com carácter "*one-off*" que explicam a falta de solidez da tendência ascendente da inflação: a desaceleração dos preços dos medicamentos; a queda dos custos das comunicações móveis; a pressão de descida dos preços dos automóveis (tem havido grande recurso ao mercado de segunda-mão, mais barato); maior dinamismo concorrencial em vários sectores de vendas; crescimento mais contido do rendimento real das famílias; etc. Por seu turno, do lado do dólar pode ser esperada alguma inflação importada, já que desapareceu a pressão de apreciação desta moeda – o EUR/USD (principal câmbio do mercado) esteve recentemente em torno de 1.14, nível mais alto desde Novembro de 2016.

Na gestão de expectativas, existe outro factor que pode estar a retirar pressão à inflação no cenário de médio prazo: o actual desapontamento dos empresários quanto à política económica da actual Administração norte-americana. Chegou a prever-se uma acção mais rápida e forte por parte do governo, dadas as promessas eleitorais, nomeadamente a nível fiscal e de criação de infra-estruturas. A chamada "Trumplation", que classificava um novo ciclo de expectativas mais altas dos preços, acabou por sucumbir à inacção e ao retorno do cepticismo.

Relativamente ao balanço da Fed, o comunicado refere apenas que durante o ano será implementado o programa de normalização, desde que a economia evolua bem, ie de acordo com o previsto. Este banco central terá de progressivamente ir reduzindo (possivelmente não reinvestindo os montantes vencidos) a carteira de títulos e outros activos de cerca de USD 4.5 biliões que acumulou durante a implementação dos programas de política monetária não-convencional com que enfrentou o período de recessão e os riscos deflacionistas dos últimos anos.

Entretanto, o Banco do Japão (BoJ) decidiu manter a sua política monetária ultra-expansionista. Na reunião de Junho, o BOJ concluiu que embora a economia esteja a reagir melhor (crescem as exportações e o consumo interno), a inflação mantém-se bastante baixa, havendo o risco de retrocesso. O objectivo para a inflação é de permanecer acima dos 2.0%, encontrando-se presentemente em 0%.

Também o banco central helvético não alterou a sua política de taxas de juro negativas e de actuação, sempre que necessário, no mercado cambial de forma a retirar pressão de valorização da sua moeda. Na *assessment* de Junho, o Banco Nacional da Suíça (BNS) manteve a sua taxa de depósitos nos -0.75%, assim como o intervalo da variação da Libor a 3 meses entre -1.25% e -0.25%, embora as expectativas sejam de melhoria do crescimento nas economias avançadas, apesar

› **Mercado Monetário** **Mercados**

Fed cumpriu expectativas, embora outros bancos centrais sigam políticas expansionistas (cont.)

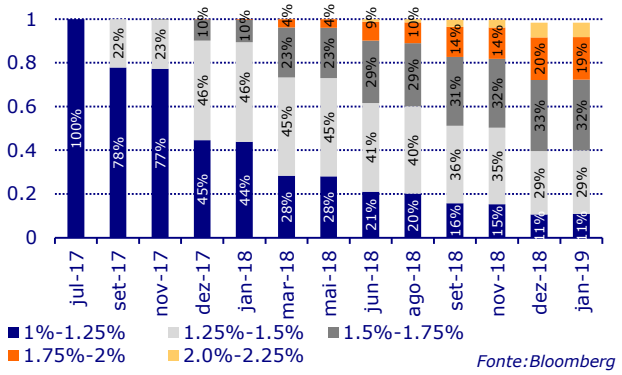
de ainda existirem riscos. O BNS antecipa uma taxa de inflação de 0.3% para o corrente ano. Quanto ao CHF, o banco central helvético mantém-se firme na defesa do interesse nacional (franco suíço estável e sem pressão de apreciação), referindo que permanece activo no mercado, se tal for necessário. Reconhece que a moeda encontra-se significativamente sobreavaliada.

Já o Banco de Inglaterra manteve igualmente a política monetária inalterada por maioria dos votos dos governadores (mas a diferença é agora de 5 contra 3). Existem sinais de alguma pressão inflacionista – via retalho e libra depreciada – que faz antever subidas de taxas no futuro, mas o risco do Brexit leva a que o BoE tenha uma política ainda mais cautelosa e aguarde. De facto, a *bank rate* permaneceu em 0.25%, assim como se manteve o programa de recompra de dívida soberana e de dívida das empresas. Já a inflação pulou para um valor bem acima do objectivo de 2%, encontrando-se bem perto dos 3%, em resultado da depreciação da libra e da sua repercussão nos preços do retalho. Embora possa estar equacionada uma subida dos juros, o banco central tem de antever a evolução futura dos preços (libra acentuará depreciação? a recente queda dos preços do petróleo não terá efeitos futuros? o consumo persistirá em cair? que riscos traz o Brexit?).

Finalmente, o BCE também não alterou a sua política monetária, mas na reunião anual de bancos centrais realizado em Sintra, Draghi reforçou o discurso mais positivo quanto ao andamento da economia na Zona Euro, mostrando-se, ao mesmo tempo mais optimista quanto à evolução da inflação. Com efeito, Draghi referiu que a ameaça de deflação desapareceu e que os factores de suporte a um movimento de aceleração dos preços se estão a consolidar. Neste cenário, Draghi referiu que para a permanência do actual grau de acomodação da política monetária poderão ter de se efectuar alguns ajustes nos instrumentos de política monetária, caso contrário, o grau de acomodação não se manteria, mas reforçar-se-ia. **Estas declarações dão suporte à expectativa de que o BCE anunciará em breve o início do processo de redução do montante de compra de activos de longo prazo.**

Futuros da taxa de juro dos *fed-funds* atribui maior probabilidade a aumento de 25 p.pb. em Dez.

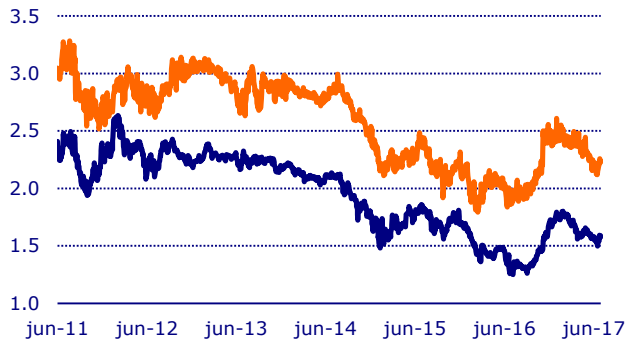
(probabilidades implícitas nos futuros dos fed-funds*)*



Fonte:Bloomberg

Expectativas inflacionistas continuam contidas

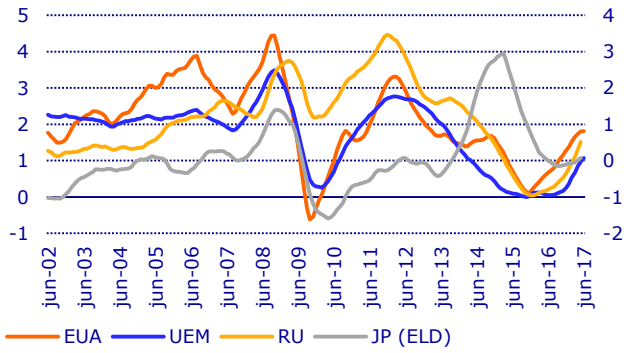
(%)



Fonte: Bloomberg

Inflação média anual: sinais de aceleração

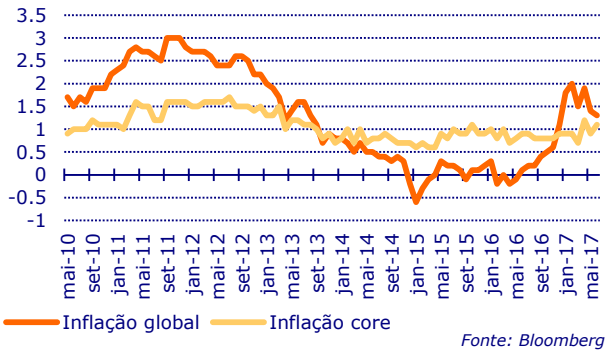
(%,%)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

Taxa de inflação na zona euro: *core* acelera em Junho

(%)



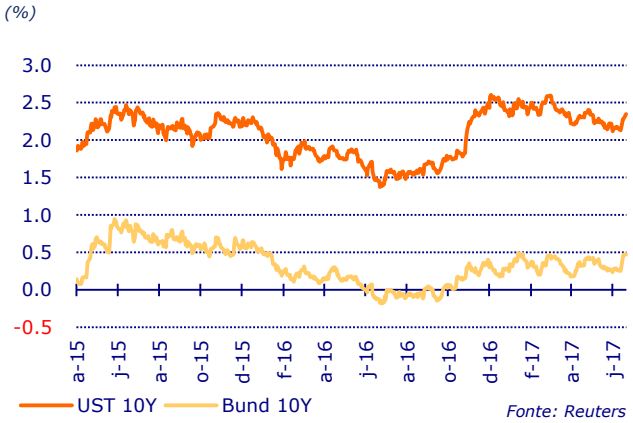
Fonte: Bloomberg

Teresa Gil Pinheiro * Agostinho Leal Alves

Será desta que as *yields* sobem?

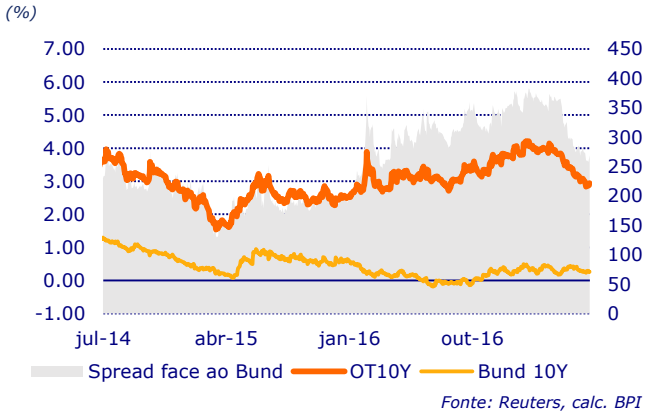
▫ **EUA&UEM:** A decisão da Reserva Federal em aumentar em 25 pontos base a taxa dos *fed-funds*, a sinalização de que o processo de normalização da taxa directora irá continuar e a intenção de iniciar ainda este ano a redução (muito gradual) do seu balanço reflectiu-se em **perdas no mercado de taxa fixa norte-americano, tendo a *yield* do UST a 10 anos aumentado para 2.35% nos primeiros dias de Julho. Movimento semelhante foi observado na Zona Euro**, depois de o Presidente do BCE ter referido que a permanência do grau de acomodação da PM actual implicará ajustamentos nesta, para que o grau de acomodação actual não seja reforçado num ambiente de melhoria da situação económica. Mais, referiu que as ameaças de deflação da UEM já não se verificam e que a reinflação da economia está em andamento. Para já mantemos as nossas previsões para o UST e *Bund* a 10 anos em 2.5% e 0.65%, respectivamente no final do ano.

Mercado de Dívida Pública: US *Treasuries* em níveis máximos de há um ano



Fonte: Reuters

Prémio de risco *Bund* - OT em mínimos desde Março 2016



Fonte: Reuters, calc. BPI

▫ **Portugal: O Tesouro reviu em alta as necessidades brutas de financiamento para 2017 de forma a incorporar a antecipação de um reembolso ao FMI, anteriormente previsto para 2018/2019.** Na sequência da aprovação do reembolso antecipado de 9.3 mil milhões de euros (mme) nos próximos 30 meses, ie 2017-2019, o Tesouro decidiu antecipar a devolução de 3.6 mme ainda para este ano, revendo em baixa os montantes dos reembolsos em 2018 e 2019 em 2.5 e 1.5 mme, respectivamente. De acordo com o Tesouro, as necessidades brutas de financiamento para este ano são agora de 3.9 mme mais altas e serão sobretudo financiadas por um empréstimo de 3.6 mme a 15 anos concedido pelo Banco Santander que será contabilizado da rúbrica "outros fluxos líquidos". Ainda relativamente a **2017, verifica-se que as necessidades líquidas de financiamento já estão totalmente cumpridas,** realçando-se o facto de 2/3 do plano de financiamento através de dívida de médio e longo prazo estar já realizado, pelo que as emissões a efectuar a partir desta data contribuirão essencialmente para o reforço da almofada de liquidez disponível para 2018.

A antecipação do reembolso ao FMI tira partido da queda das *yields* das OT's a 10 anos para níveis em torno de 3.0%, permitindo a redução dos custos com juros. Esta evolução da *yield* da OT de referência resulta de uma reavaliação do risco de Portugal por parte dos investidores estrangeiros após a publicação de informação económica positiva e da revisão do *outlook* do *rating* da república pela Fitch de estável para positivo. Para os seguintes anos – 2018 e 2019 – as necessidades brutas de financiamento foram revistas em baixa, reflectindo essencialmente as alterações ao plano de reembolsos antecipados ao FMI; de notar também que nos anos seguintes houve também ajustes em alta da rúbrica "outras aquisições de activos financeiros" que passa a incorporar os pagamentos relativos aos contractos *swap* assinados entre empresas públicas portuguesas e o Banco Santander.

› Mercado de Dívida Pública

Será desta que as *yields* sobem? (cont.)

Portugal - Necessidades e fontes de financiamento do sector Estado

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Necessidades brutas de financiamento	**22.5**	**25.3**	**16.2**	**17.0**	**14.1**	**20.3**
Necessidades líquidas de financiamento	**8.3**	**12.3**	**5.0**	**5.1**	**2.8**	**1.1**
Défice orçamental[1]	6.2	6.6	2.6	1.6	0.5	-1.5
Outras aquisições de activos financeiros[2]	2.1	5.6	2.4	3.5	2.3	2.6
Reembolsos	**14.2**	**13.0**	**11.2**	**11.9**	**11.2**	**19.2**
Obrigações do Tesouro+MTN	9.7	7.7	7.2	10.2	11.2	13.7
OTRVs	-	-	-	-	-	3.5
PAEF, reembolsos realizados	4.5	1.7	-	-	-	-
PAEF, reembolsos a executar	-	3.6	4.0	1.7	0.0	2.0
p.m. PAEF, reembolsos de acordo maturidade original	-	0.0	0.0	2.4	4.7	4.1
Fontes de financiamento	**22.5**	**25.4**	**16.2**	**17.0**	**14.1**	**20.3**
Utilização de depósitos	-3.6	3.9	0.4	0.5	-4.5	6.0
Financiamento no ano	26.1	21.5	15.8	16.5	18.6	14.3
Executado	**26.1**	**12.2**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
OT+MTN	17.4	9.8	-	-	-	-
OTRV	3.5	1.0	-	-	-	-
Retalho (líq.)	3.5	1.4	-	-	-	-
BT (líq.)	0.1	-	-	-	-	-
Outros fluxos (líq.)	1.7	-	-	-	-	-
Por executar	-	9.3	15.8	16.5	18.6	14.3
OT+MTN	-	5.2	-	-	-	-
Retalho (líq.)	-	1.1	-	-	-	-
BT (líq.)	-	-	-	-	-	-
Outros fluxos (líq.)	-	3.0	-	-	-	-
Disponibilidade de depósitos no final do ano[3]	**10.2**	**6.4**	**6.0**	**5.5**	**10.0**	**4.0**

Fonte: IGCP
Notas:[1] Défice de caixa do estado em 2016-17, projecções para o défice excl. SS em 2018-21, de acordo com o Programa de Estabilidade de Abril 2017.
[2] Inclui refinanc. de outras entidades púb. (SEE e regiões), capitaliz. directa da CGD (EUR2.5MM), Linha de crédito para o Mecanismo Único de Resolução e reembolso de CoCos.
[3] Exclui cash-collateral.

Mercados › **Mercados Accionistas**

Semestre positivo mas futuro contém riscos

▫ **No final do primeiro semestre do ano os principais índices bolsistas fecharam com ganhos, confirmando um sentimento geral positivo.** De facto, tanto os principais índices norte-americanos, como europeus e asiáticos mostram uma *performance* bastante positiva: o Hang Seng da China foi o líder com um ganho acumulado de 17%; seguiu-se o NASDAQ, com uma apreciação de mais de 15% (nítida aposta nas tecnológicas norte-americanas); nos europeus, aparece o IBEX35, o PSI20 e o DAX com ganhos de 12%, 10% e 8%, respectivamente (a recuperação económica nestes países tem pesado na decisão dos investidores); de imediato surgem os norte-americanos S&P500 e DJI com valorizações acima dos 7%; o FOOTSIE200 do Reino Unido é a desilusão da tabela, apresentando um ganho ligeiramente acima dos 2% (o Brexit pesa na decisão de investir, quando existe grande incerteza quanto à *performance* futura das empresas fora do espaço único europeu).

▫ **O segundo semestre repetirá esta *performance*?** O que esta variação referida anteriormente não diz é que em Junho foram alcançados níveis máximos de sempre nos EUA e valores máximos do ano na Europa, encontrando-se o mercado já a realizar um movimento de correcção generalizado. E este movimento de tomada de proveitos, que é normal após uma dinâmica *bullish*, resulta de alguns sinais de risco na perspectiva dos investidores. O factor decisivo será a actuação futura dos principais bancos centrais, havendo a noção que, para além da Fed que já gere uma política monetária menos expansionista, os restantes bancos centrais terão de iniciar gradualmente uma política semelhante. E foi, de facto, o debate que se gerou recentemente em torno da possível inversão na política monetária por parte do BCE que contribuiu para a formação do já referido movimento de correcção, associado a tomada de proveitos após a consolidação da tendência de subida dos últimos meses. Com a inflação *core* na Zona Euro em níveis máximos, acompanhando o maior ritmo da actividade económica, espera-se que em Setembro a autoridade central anuncie o calendário de remoção gradual das actuais condições monetárias. Também, até final do ano (em Dezembro), a Reserva Federal norte-americana deverá voltar a subir os juros. Neste contexto, é previsível que os investidores permaneçam cautelosos e, já que os índices bolsistas se encontram em níveis máximos (de sempre nos EUA e Alemanha; do ano na maioria dos restantes mercados), mostra-se difícil o surgimento de movimentos de compras adicionais ainda mais fortes.

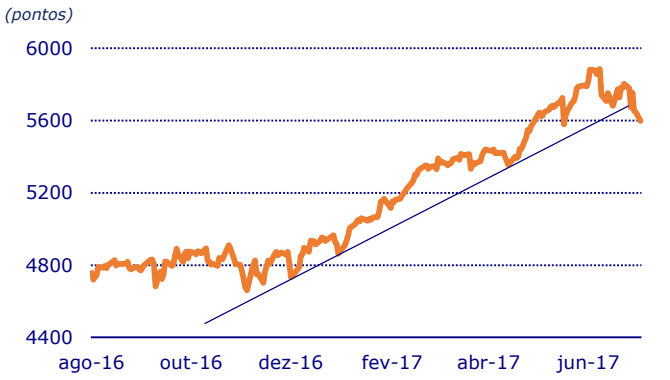
▫ **Interessante é o facto de, no último mês, os investidores no mercado norte-americano terem privilegiado a indústria tradicional (DJI) às tecnológicas (NASDAQ) – desde o início de Junho o DJI valorizou 2.1%, enquanto o NASDAQ perdeu 3.6%.** Poderá estar aqui equacionada uma questão de resiliência a condições económicas e financeiras futuras mais exigentes.

Evolução dos principais índices bolsistas

	02.01.2017 (abertura)	30.06.2017 (fecho)	variação %
DJI (*)	19872.86	21349.63	7.4
S&P500 (*)	2251.57	2423.41	7.6
NASDAQ (*)	4900.854	5646.918	15.2
EUROSTOXX50	3278.84	3441.88	5.0
DAX	11426.38	12325.12	7.9
CAC40	4845.96	5120.68	5.7
FOOTSIE100 (*)	7142.83	7312.72	2.4
IBEX35	9332.6	10444.5	11.9
PSI20	4675.79	5152.96	10.2
NIKKEI225 (*)	19594.16	20033.43	2.2
HANG SENG (*)	21993.36	25764.58	17.1

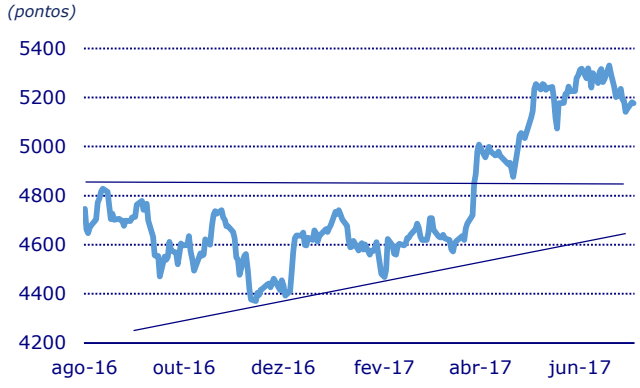
Nota: (*) 03.01.2017

NASDAQ corrige de máximos de sempre



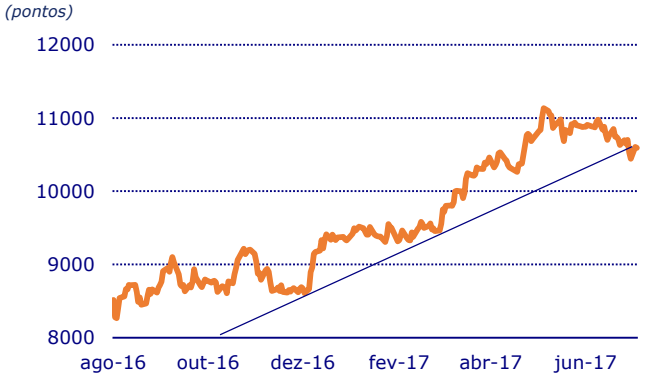
Fonte: Reuters

PSI20, depois da recuperação a estabilização



Fonte: Reuters

IBEX 35 em proccesso de correcção



Fonte: Reuters

Agostinho Leal Alves

O ACORDO DA OPEP ESTÁ A RESULTAR?

▫ **O comportamento dos preços, que resulta do sentimento de mercado formado com base nos factores existentes, tem sido de queda, tendo-se mesmo gerado entre final de Maio e o mês de Junho uma dinâmica acentuada que trouxe o preço do Brent para o patamar dos $44, mínimo do ano (recorde-se que no início de 2017, o preço do barril do Brent chegou a custar $58).** Esta evolução não estava prevista quando os países da OPEP resolveram prolongar até Março de 2018 o acordo de redução de produção, que entrou em vigor no início do ano. De facto, o prolongamento do acordo foi para tornar efectiva e consistente a redução da produção de quem domina perto de 55% do mercado (OPEP mais Rússia = 40%+14%). Contudo, o mercado não se compadeceu com a extensão do acordo pois os seus efeitos na produção podem estar a resultar nalguns casos, mas não em todos os países, para além de que existe aumento da produção em países concorrentes.

▫ **Analisando (dados disponíveis) o que efectivamente tem acontecido ao nível da produção de crude na OPEP, no geral e comparativamente aos valores médios diários de referência de 2016, até aos níveis de Maio a redução foi de pouco mais de 1%.** Se a Arábia Saudita (o produtor individual com o maior peso) se encontra perto da redução pretendida de quota em cerca de 5%, assim como o Kuwait, Angola e Argélia, outros países ainda estão aquém. Mas o que se destaca com mais evidência é o aumento de produção de países que ficaram à margem do acordo devido às situações de conflito interno e/ou se encontram com graves problemas económicos. Assim, face a 2016, a Líbia está a produzir diariamente mais 90%, o Irão mais 7%, a Nigéria mais 2% e o Iraque mais cerca de 1% (ver tabela). Em termos gerais, o mercado considera este esforço muito curto, sabendo-se que ainda existe excesso de oferta.

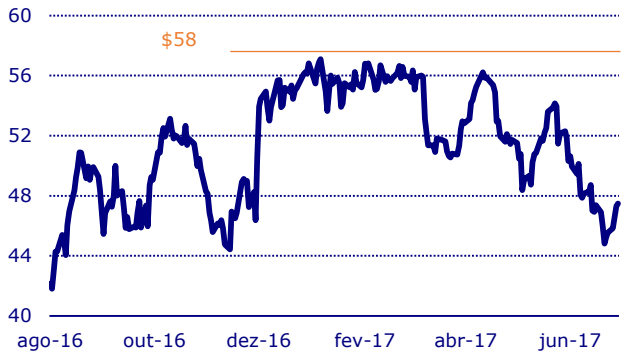
▫ **Por outro lado, fora da OPEP, existem países que se estão a aproveitar do acordo e do aumento relativo dos preços, estando a produzir acima da sua quota diária/semanal mais habitual dos últimos tempos. Neste caso destacam-se os EUA.** Em reacção à recuperação e estabilização dos preços em 2016, os norte-americanos estão a produzir mais desde o início de 2017, ultrapassando já os níveis máximos semanais ocorridos em 2016 (ver gráfico). É sabido que os custos de produção do petróleo de xisto são agora mais baixos e a subida sustentada dos preços permitiu o ressurgimento deste tipo de extracção mais dispendiosa. Contudo, ao nível dos *stocks* nos EUA tem havido uma redução face aos valores máximos registados no início do ano (ver gráfico). Só que são valores considerados ainda altos comparativamente ao valor padrão dos últimos anos. O Brasil deverá ser outro país a aumentar a produção, dada a capacidade de produção instalada e a instalar nas suas explorações *off-shore*, no caso dos preços ganharem sustentabilidade.

▫ **Do lado da procura de petróleo, a evolução tem sido pouco significativa. E aqui estará o outro lado do problema.** Será que mais crescimento económico provocará efectivamente um consumo acrescido significativo? É que com novas tecnologias, maior eficiência energética e energias alternativas com cada vez maior importância, parece limitado o uso superior de energia de origem fóssil. Mesmo assim, a Agência Internacional de Energia (AIE) mantém a previsão de maior consumo no segundo semestre de 2017 e em 2018, chegando-se ao valor recorde de 99.3 milhões de barris por dia (mb/d). A AIE acredita no impulso a surgir nas economias emergentes, perante a pressão demográfica.

▫ **Quanto a outros preços de referência nas matérias-primas, em contraste com a queda dos preços de energia, surgiram pressões de aumento em alguns produtos alimentares, com destaque para o trigo, e na evolução sustentada dos preços do cobre e do ouro.** Se no caso dos produtos agrícolas, a situação da oferta é fortemente dependente das condições climatéricas, no caso do cobre e do ouro, a recuperação dos preços acompanha de perto o reforço da recuperação económica mundial. Na China, o *soft landing* deverá dar lugar à esperada estabilização do crescimento (é o que transparece dos mais recentes indicadores PMI da indústria). Nos vários blocos que compõem as economias avançadas, o ritmo de crescimento parece agora mais sustentado. O preço do ouro beneficia particularmente do surgimento de pressões inflacionistas.

Preço do Brent

(dólares por barril)



Fonte: Reuters

Preços de matérias-primas de referência

(unidade de cada commodity em dólares)

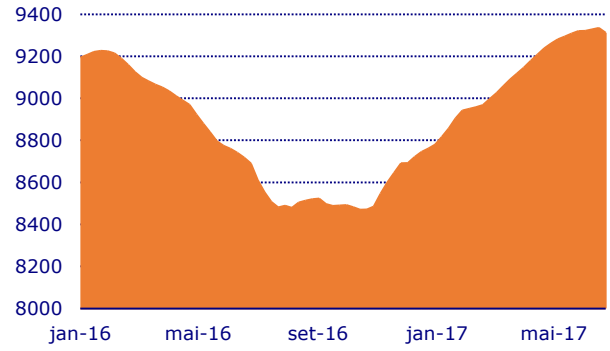
	03.01.2017	30.06.2017	var. %
Brent	56.82	47.92	-15.7%
WTI	52.33	46.04	-12.0%
Gás natural	3.33	2.98	-10.5%
Milho	355.75	370.50	4.1%
Soja	986.75	942.25	-4.5%
Trigo	406.50	511.00	25.7%
Cobre	248.9	269.9	8.4%
Ouro	1162.0	1242.3	6.9%

Fonte: Bloomberg

O ACORDO DA OPEP ESTÁ A RESULTAR? (cont.)

EUA - Produção de Petróleo

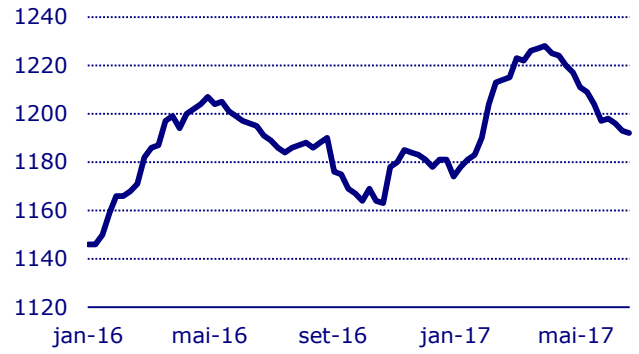
(média de 4 semanas; milhares de barris por dia)



Fonte: EIA - US Energy Information Administration

EUA - *Stocks* de Petróleo

(valores de final de semana; milhões de barris por dia)



Fonte: EIA - US Energy Information Administration

Produção da OPEP

(milhões de barris por dia)

	2016	Peso %	Mai.2017	var. %
Arábia Saudita	10.42	26.5%	9.92	-4.8%
Iraque	4.42	11.2%	4.45	0.7%
Irão	3.55	9.0%	3.78	6.5%
E.A.Unidos	3.03	7.7%	2.92	-3.6%
Kuwait	2.88	7.3%	2.72	-5.6%
Venezuela	2.24	5.7%	2.00	-10.7%
Angola	1.71	4.3%	1.63	-4.7%
Nigéria	1.47	3.7%	1.50	2.0%
Argélia	1.11	2.8%	1.06	-4.5%
Qatar	0.65	1.7%	0.63	-3.1%
Equador	0.55	1.4%	0.53	-3.6%
Líbia	0.39	1.0%	0.74	89.7%
Gabão	0.23	0.6%	0.20	-13.0%
Sub-Total	32.65	83.0%	32.08	-1.7%
Total NLGs (1)	6.69	17.0%	6.78	1.3%
Total	39.34	100.0%	38.86	-1.2%

Fonte: Agência Internacional de Energia
Nota: (1) - produção não convencional (da Venezuela e da Arábia Saudita)

Previsões

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	2.3	2.2	-4.0	-4.0	-4.7	100.0	100.1	100.6	-2.1	-2.1	-2.4	4.9	4.6	4.4	1.6	2.2	2.5
Japão	-0.1	0.7	0.9	-4.7	-4.6	-4.1	242.5	243.5	244.5	3.8	3.8	3.9	3.1	3.0	2.9	1.0	1.3	1.0
UE	0.5	2.0	1.9	-1.7	-1.6	-1.5	85.1	84.8	83.6	2.3	2.1	2.2	8.5	8.0	7.7	1.9	2.0	1.9
UEM	0.2	1.7	1.4	-1.6	-1.4	-1.3	91.0	90.1	89.0	3.4	3.1	3.1	10.0	9.5	9.1	1.7	1.7	1.6
Alemanha	0.4	1.8	1.7	0.7	0.5	0.3	68.2	65.5	62.9	8.4	7.9	7.5	4.7	4.5	4.6	1.8	1.7	1.7
França	0.3	1.3	1.2	-3.4	-3.0	-2.9	96.4	97.1	97.6	-1.2	-1.4	-1.3	10.0	9.6	9.3	1.1	1.4	1.5
Itália	-0.1	1.5	1.3	-2.4	-2.3	-2.1	132.8	132.9	132.3	2.6	2.1	1.9	11.7	11.6	11.3	1.0	0.9	0.8
Espanha	-0.3	2.2	1.4	-4.5	-3.3	-2.8	99.6	99.2	98.8	2.0	1.7	1.7	19.6	17.7	16.3	3.1	2.6	2.1
Holanda	0.1	1.4	1.5	0.0	0.3	0.6	62.6	60.5	58.1	8.4	8.5	8.3	6.2	5.4	5.1	2.1	2.1	1.8
Bélgica	1.8	2.2	1.7	-2.7	-2.1	-2.0	106.1	105.3	104.2	0.5	1.1	1.2	7.9	7.5	7.3	1.2	1.5	1.6
Áustria	1.0	1.9	1.7	-1.6	-1.2	-0.9	84.3	81.9	80.1	2.0	2.0	2.1	6.0	5.9	5.9	1.5	1.7	1.5
Finlândia	0.4	1.2	1.4	-2.0	-2.0	-1.7	63.6	65.0	65.9	-1.1	-1.3	-1.1	8.8	8.5	8.2	1.4	1.6	1.5
Grécia	0.0	1.1	0.9	-0.6	-1.4	-0.8	180.0	178.9	176.2	-0.3	-0.3	-0.2	23.6	22.4	21.3	0.0	1.3	2.2
Irlanda	-0.3	0.8	1.1	-0.7	-0.5	-0.3	75.3	73.8	72.1	4.7	4.7	4.5	7.9	6.8	6.4	5.0	3.8	2.9
Reino Unido	0.6	2.7	2.6	-2.9	-3.1	-2.7	88.0	87.5	91.7	-4.4	-3.2	-2.7	4.9	5.0	5.4	1.8	1.7	1.2
Suécia	1.0	1.6	1.6	0.1	0.2	0.4	41.3	39.7	38.3	4.7	5.1	5.1	6.9	6.7	6.6	3.2	2.7	2.4
Dinamarca	0.1	1.2	1.4	-1.1	-1.2	-0.7	38.0	37.7	37.2	8.1	7.9	7.9	6.1	5.8	5.7	1.2	1.6	1.8
Luxemburgo	0.0	2.0	1.7	1.6	0.4	0.4	20.3	22.3	23.1	4.7	4.7	4.9	6.3	6.0	6.0	4.1	4.1	3.9
Suíça	-0.4	0.5	0.7	0.2	0.2	0.2	40.8	39.6	38.9	10.5	10.3	10.0	3.6	3.2	3.1	1.3	1.4	1.7
Portugal	0.6	1.5	1.4	-1.6	-1.8	-1.6	130.4	128.2	125.8	1.5	1.3	1.4	11.1	9.9	9.2	1.4	2.0	1.6

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	3.8	4.4	4.4	0.5	2.0	2.5	13.3	12.8	12.5	81.2	82.7	83.1	-8.2	-7.4	-5.9	-1.2	-1.7	-1.7	35.3	34.4	33.1
México	5.8	3.8	3.2	1.9	2.2	2.3	3.8	3.8	n.a.	54.8	54.8	54.6	-2.3	-2.5	n.a.	-2.5	-2.2	n.a.	48.0	48.4	48.6
Argentina	24.4	15.6	12.0	2.8	3.0	3.2	8.5	8.0	n.a.	49.4	49.2	47.7	-5.9	-5.2	-4.1	-3.1	-3.2	-3.2	32.5	33.8	34.5
Chile	2.8	3.0	3.3	1.6	2.5	2.8	6.9	6.8	n.a.	24.8	27.4	29.2	-3.1	-2.9	n.a.	-1.4	-1.6	n.a.	68.3	69.0	69.3
R. Checa	2.3	2.1	2.0	2.7	2.6	2.5	4.4	4.2	4.4	35.2	33.2	31.2	-0.3	-0.4	-0.1	1.0	0.7	0.9	84.0	76.9	71.6
Polónia	2.0	2.1	2.5	3.8	3.4	3.3	7.3	6.5	6.0	54.6	54.1	53.6	-2.7	-2.9	-2.8	-0.6	-0.9	-1.0	68.1	64.6	61.4
Hungria	2.5	2.9	3.0	3.5	3.2	3.0	4.2	4.1	3.9	73.1	71.8	70.8	-2.4	-2.4	-2.5	3.5	2.9	2.7	88.2	79.6	72.7
Russia	4.2	4.1	4.2	1.3	1.5	1.6	5.4	5.3	5.2	17.1	17.3	17.8	-2.4	-2.0	-1.0	2.6	2.4	2.7	34.9	34.2	33.6
China	1.9	2.2	2.3	6.6	6.3	6.1	4.0	4.1	4.1	49.3	52.0	54.4	-3.5	-3.5	-3.8	1.8	1.8	1.9	9.6	9.8	10.0

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
EUA	1.6%	2.3%	2.4%	1.3%	2.6%	2.0%
Zona Euro	1.7%	**1.9%**	**1.8%**	0.2%	**1.6%**	**1.5%**

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

Previsões Económicas BPI - Portugal

	2016	2017	2018
Consumo privado	2.3	2.5	1.6
Consumo público	0.5	0.0	0.3
Formação Bruta de Capital	0.1	9.5	4.5
Exportações	4.4	8.2	3.3
Importações	4.5	7.7	3.9
PIB	1.4	2.5	1.8
Défice Orçamental (PDE)	2.0	1.6	1.7
Taxa de inflação média	0.6	1.6	1.5
Taxa média de desemprego	11.1	9.5	8.7

Nota: em 2017, considera medidas incluídas no OE 2017, ponderadas pelo risco. de execução.

Previsões

Taxas de Câmbio

05.Jul.17

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.13	1.12	1.12	1.12	1.13
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.12	1.12	1.13	1.13
USD/JPY	113.26	112.00	114.00	115.00	114.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	111.00	111.00	114.00	116.00
EUR/JPY	128.39	125.00	126.00	127.00	126.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	124.32	124.32	128.82	131.08
EUR/GBP	0.88	0.88	0.88	0.88	0.89
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.88	0.88	0.90	0.92
EUR/CHF	1.09	1.09	1.10	1.10	1.10
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.09	1.09	1.10	1.10

Fonte: BPI, várias instituições de research.
Nota: projecções do BPI em confronto com média de previsões de outras instituições financeiras.

Taxas de Juro

05.Jul.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
Taxas de juro 3 M										
EUR	-0.33%	-0.32%	-0.31%	-0.29%	-0.22%	-163	-175	-192	-208	-240
EUR (Prev. BPI)	-	-0.31%	-0.31%	-0.29%	-0.22%	-	-168	-180	-196	-224
USD	1.30%	1.43%	1.61%	1.79%	2.18%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	1.37%	1.49%	1.67%	2.02%	-	-	-	-	-
JPY	0.00%	0.00%	-0.01%	0.01%	0.01%	-130	-143	-162	-178	-217
JPY (Prev. BPI)	-	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	-	-137	-149	-166	-201
GBP	0.30%	0.34%	0.37%	0.40%	0.45%	-100	-109	-124	-139	-173
GBP (Prev. BPI)	-	0.35%	0.37%	0.40%	0.45%	-	137	149	166	201
CHF	-0.72%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-0.72%	-203	-218	-236	-254	-290
CHF (Prev. BPI)	-	-0.72%	-0.72%	-0.72%	-0.70%	-	102	112	127	157
Taxas de juro 10 A										
POR	2.96%	3.00%	3.24%	3.35%	3.24%	63	52	57	56	24
POR (Prev. BPI)	-	3.00%	3.24%	3.35%	3.24%	-	46	55	43	-10
ALE	0.47%	0.55%	0.69%	0.78%	0.97%	-186	-193	-198	-201	-203
ALE (Prev. BPI)	-	0.50%	0.54%	0.65%	0.79%	-	-204	-215	-227	-255
EUA	2.33%	2.48%	2.67%	2.79%	3.00%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	2.54%	2.69%	2.92%	3.34%	-	-	-	-	-
JAP	0.09%	0.08%	0.08%	0.11%	0.12%	-225	-240	-259	-268	-288
JAP (Prev. BPI)	-	0.08%	0.08%	0.09%	0.12%	-	-246	-261	-283	-322
RU	1.26%	1.32%	1.45%	1.55%	1.76%	-107	-116	-122	-124	-124
RU (Prev. BPI)	-	1.20%	1.25%	1.40%	1.50%	-	246	261	283	322
SUI	-0.02%	-0.02%	0.05%	0.10%	0.25%	-235	-250	-262	-269	-275
SUI (prev. BPI)	-	-0.16%	-0.16%	-0.16%	0.15%	-	270	285	308	319

Fonte: BPI, várias instituições de research.
Nota: projecções do BPI em confronto com média de previsões de outras instituições financeiras.

Previsões

Taxas Directoras dos Principais Bancos Centrais

	Taxa de referência	Nível em 31-Dez-16	Nível actual 06-Jul-17	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
Bancos Centrais G-7						
Reserva Federal dos EUA 1*	*Fed Funds Rate*	0.5%-0.75%	1%-1.25%	14-Jun-17 (+25/+25 pb)	26-jul-17	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	*Minimum Bid Refi Rate*	0.00%	0.00%	10-Mar-16 (-5 pb)	20-jul-17	Sem alteração
Banco do Japão 3*	*Balance Rate*	-0.10%	-0.10%	29-Jan-16 (-10 pb)	20-jul-17	-
Banco do Canadá	*O/N Lending Rate*	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	12-jul-17	-
Banco de Inglaterra	*Repo Rate*	0.25%	0.25%	4-Ago-16 (-25 pb)	03-ago-17	Sem alteração
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	*Libor 3M do CHF*	-0.0075	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	14-set-17	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	*Repo Rate*	0.50%	-0.50%	17-Fev-16 (-15 bp)	07-set-17	-
Norges Bank (Noruega)	*Key Policy Rate*	0.50%	0.50%	17-Mar-16 (+25 pb)	21-set-17	-
Banco Nacional da Dinamarca	*Lending Rate*	0.05%	0.05%	20-Jan-15 (-15 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	*Cash Rate*	1.50%	1.50%	2-Ago-16 (-25 pb)	01-ago-17	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	*Selic*	13.75%	10.25%	31-Mai-17 (-100 bp)	26-jul-17	-
BANXICO (México)	*O/N Interbank Funding Rate*	5.75%	7.00%	22-Jun-17 (+25 pb)	10-ago-17	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	1.50%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	06-set-17	-
NBH (Hungria)	*Repo Rate - 2 semanas*	0.90%	0.90%	25-Mai-16 (-15pb)	18-jul-17	-
CNB (República Checa)	*Repo Rate - 2 semanas*	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	03-ago-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

05.Jul.17

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de câmbio					
USD/BRL	3.31	3.30	3.32	3.39	3.40
USD/MXN	18.31	18.50	18.70	18.75	18.85
USD/ARS	16.89	16.50	17.00	17.63	18.25
EUR/CZK	26.15	26.30	26.05	26.00	25.70
EUR/PLN	4.25	4.20	4.20	4.20	4.20
EUR/HUF	308.02	310.00	310.00	310.00	312.50
USD/RUB	59.01	59.00	59.35	59.00	59.30
USD/CNY	6.80	6.87	6.95	6.98	7.00

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

06.Jul.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
Taxas de juro de curto-prazo										
BRL	10.25%	9.00%	8.65%	8.55%	8.55%	895	757	704	676	637
MXN	7.00%	7.10%	7.15%	7.05%	6.65%	570	567	554	526	447
ARS	18.26%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1696	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CZK	0.30%	0.33%	0.46%	0.52%	0.73%	-100	-110	-115	-127	-145
PLN	1.63%	1.74%	1.76%	1.80%	2.00%	33	31	15	1	-18
HUF	0.90%	0.85%	0.85%	0.90%	1.05%	-40	-58	-76	-89	-113
RUB	10.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	870	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CNY	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	305	292	274	256	217
Taxas de juro 10 A										
BRL	10.54%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	286	-	-	-	-
MXN	6.84%	7.53%	7.57%	7.55%	7.70%	190	-	-	-	-
ARS	7.48%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	430	-	-	-	-
CZK	1.11%	0.99%	1.08%	1.19%	1.39%	64	-	-	-	-
PLN	3.29%	3.54%	3.62%	3.74%	3.95%	282	-	-	-	-
HUF	3.01%	3.35%	3.45%	3.55%	3.43%	254	-	-	-	-
RUB	10.08%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	149	-	-	-	-
CNY	3.59%	3.49%	3.51%	3.50%	3.53%	312	-	-	-	-

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.

Portugal – Será sustentável a tendência de queda da dívida externa?

Análise sumária da tendência recente da PII e Dívida Externa

A leitura dos indicadores de *stock* de endividamento externo, habitualmente feita por comparação com a riqueza gerada no ano respectivo, constitui um dos referenciais de aferição da saúde das economias desenvolvidas. Neste capítulo, apesar dos progressos dos últimos anos, Portugal continua a comparar desfavoravelmente. De facto, o país apresenta um rácio de endividamento externo (medido pela Posição de Investimento Internacional) deficitário superior a 100% do PIB e que apenas é superado no conjunto dos países da UE pela Grécia e Chipre. Este indicador pode interpretar-se como sendo o reflexo de cumulativos défices de poupança interna e recurso sistemático a poupança externa, sendo também o resultado último da falta de competitividade internacional. Ora, nos últimos dois anos, Portugal melhorou o seu desempenho nesta vertente: a PII encolheu 12.6 p.p. do PIB; e a dívida externa líquida reduziu-se 14.5 p.p. do PIB desde o seu máximo. Nesta breve nota fomos aferir os factores que justificaram este comportamento, numa tentativa de melhor compreender as condições para a inversão sustentada da tendência. Concluímos que o factor crescimento económico justificou grande parte da melhoria do rácio, que no entanto também melhorou pela redução da dívida em termos absolutos. Esta, por sua vez, constituiu o reflexo do bom desempenho externo, medido pelos saldos cumulativos positivos da balança corrente e de capital, *performance* a que importa dar continuidade atendendo à relevância das receitas de Turismo e da melhoria da Balança de combustíveis. Refira-se a este propósito que, no seu conjunto, o reforço da capacidade de financiamento face ao exterior no 1T de 2017 constitui um bom sinal neste contexto: 1.5% do PIB no ano terminado em Março de 2017; +0.2% em Jan-Mar 17.

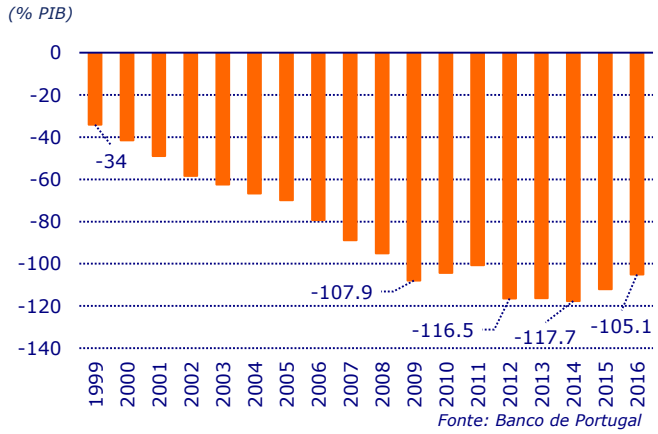
1. PII – Alteração de tendência?

"As estatísticas de posição de investimento internacional traduzem as posições da economia, face ao exterior, de activos e passivos financeiros no final de um determinado período de tempo", definição dada pelo Banco de Portugal.
Entre 1999 e 2009 a PII deteriorou-se de forma ininterrupta, interrompendo a tendência apenas em 2010 sobretudo graças ao efeito do crescimento do PIB nominal.

De acordo com a informação disponibilizada pelo banco de Portugal, em 2014, o rácio PII/PIB registou o nível histórico mais deficitário, 117.7% do PIB. **Nos últimos dois anos, em 2015 e 2016, o rácio encolheu 12.6 p.p. do PIB, dos quais 7.3 p.p. se ficaram a dever ao aumento do PIB nominal (cerca de 58%)**.

O restante – melhoria de 5.2 p.p. – resultou principalmente dos factores que se analisam em seguida.

Posição de Investimento Internacional



Fonte: Banco de Portugal

Posição de Investimento Internacional - Principais efeitos

	PII (%PIB)	Variação anual	Efeito PIB	Restante
1999	-34	-34	-	-
2000	-41.5	-7.5	3.1	-10.6
2001	-49	-7.5	2.8	-10.3
2002	-58.4	-9.4	2.9	-12.3
2003	-62.4	-4	1.5	-5.5
2004	-66.7	-4.3	2.8	-7.1
2005	-69.9	-3.2	2.9	-6.1
2006	-79.3	-9.4	3.8	-13.2
2007	-88.8	-9.5	4.9	-14.4
2008	-95.1	-6.3	1.8	-8.1
2009	-107.9	-12.8	-2.1	-10.7
2010	-104.3	3.6	2.7	0.9
2011	-100.7	3.6	-2.1	5.7
2012	-116.5	-15.8	-5.1	-10.7
2013	-116.3	0.2	1.3	-1.1
2014	-117.7	-1.4	1.9	-3.3
2015	-112	5.7	4.2	1.5
2016	-105.1	6.9	3.2	3.7

Fonte: Banco de Portugal, Cálculos BPI.

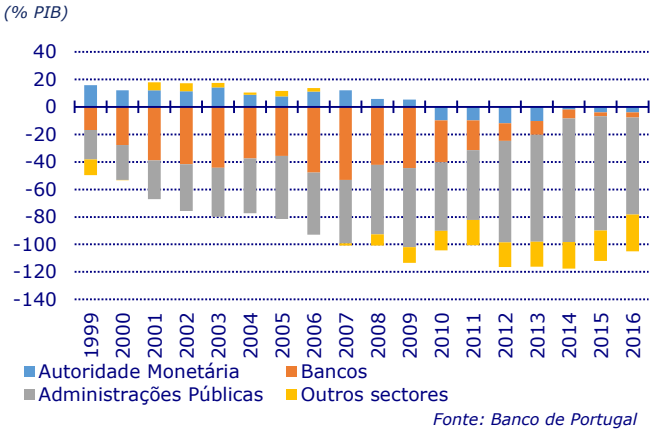
2. Por sector institucional e principais efeitos

A análise por sector institucional indica que a redução do endividamento se concentrou nas Administrações Públicas e nos bancos:

Opinião

• **Administrações Públicas:** melhoria de 24 MME, no conjunto dos dois anos, em particular devido à amortização de empréstimos obtidos no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira: (reembolsos ao FMI: 12.9 MME); estas operações contribuíram para a redução de passivos externos deste sector em 12.5 p.p. do PIB; também reflexo de desinvestimento de não residentes em títulos de dívida pública portugueses num contexto de perda de valor (aumento das taxas de rendibilidade das OT's).
• **OIFM (Bancos):** redução de passivos sob a forma de títulos de dívida (melhoria de 4.6 MM);
• **Restantes sectores:** registou-se agravamento no conjunto dos dois anos, excepto no caso de Soc seguros e Fundos de Pensões, com PII positiva.
• **Maiores agravamentos:** SNF (8.9 MME); IFNM (5.1 MME); Banco Central (4.1 MME), no âmbito da implementação da política monetária da UEM.

Posição de Investimento Internacional - por sectores



Fonte: Banco de Portugal

Em suma, apesar da melhoria geral observada, os sectores das Instituições Financeiras não Monetárias (exclui bancos) e o sector empresarial registaram ambos agravamento do endividamento face ao exterior nos últimos dois anos.

Posição de Investimento Internacional - variação 2014 a 2016

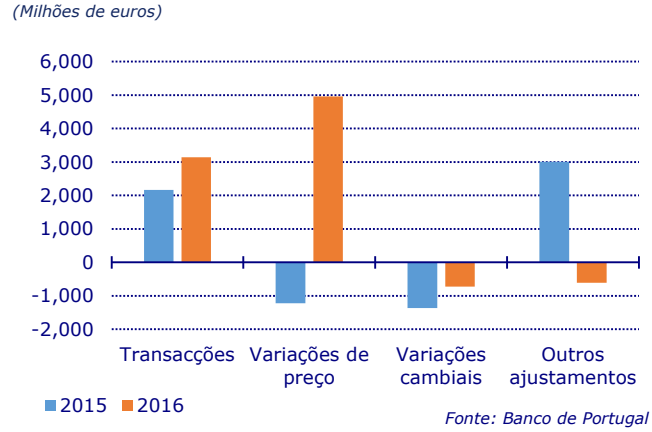
	PII 2014	PII 2015	PII 2016	Variação 2014 a 2016	
	Milhões de euros			Milhões de euros	% PIB (de 2016)
Total da Economia	-203,716	-201,128	-194,358	9,358.2	5.1%
Banco central	-3,161	-7,303	-7,321	-4,160.2	-2.2%
Outras instituições financeiras monetárias	-11,409	-4,795	-6,815	4,593.9	2.5%
Administrações públicas	-155,362	-149,433	-130,577	24,785.0	13.4%
Instituições financeiras não monetárias exceto SSFP	-17,990	-22,914	-23,048	-5,058.1	-2.7%
Sociedades de seguros e fundos de pensões (SSFP)	37,319	39,227	37,416	97.2	0.1%
Sociedades não financeiras	-74,558	-75,746	-83,472	-8,914.5	-4.8%
Particulares	21,445	19,835	19,459	-1,985.1	-1.1%

Fonte: Banco de Portugal; BPI cálc.

Os principais efeitos, com impacto na PII nos anos 2015 e 2016 foram:

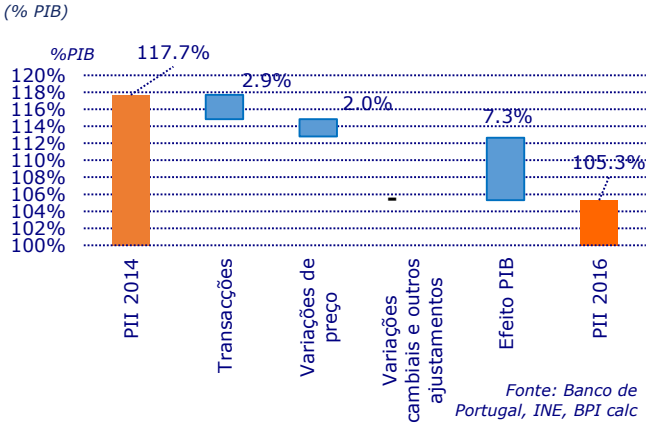
• Em sentido ascendente, **o efeito PIB** destacou-se com um contributo de 7.3 p.p.
• O **efeito preço** também foi significativo, destacando-se por exemplo, o impacto da valorização do ouro em 2016, que ascendeu a +0.9% do PIB, segundo informação do banco de Portugal;
• Os **efeitos derivados das transacções**, ou seja, efectiva redução de passivos financeiros ou aumento de activos financeiros face aos sectores não residentes, corresponderam a 2.9 p.p. do PIB, cerca de ¼ da redução registada na PII global. **Este é o valor equivalente ao saldo acumulado da Balança Financeira nos dois anos (o simétrico do somatório da Balança Corrente e de Capital).**

Posição de Investimento Internacional - efeitos registados em 2015 e 2016



Fonte: Banco de Portugal

PII - O que explica a redução entre 2014 e 2016?



Fonte: Banco de Portugal, INE, BPI calc

3. Por tipo de investimento

A redução do défice da PII nos últimos anos reflecte quer o encolhimento da dívida externa líquida, quer do défice representado por instrumentos de capital. A análise por tipo de Investimento indica que desde 2013 a melhoria registada no saldo da PII reflectiu sobretudo a redução do défice nas rubricas do Investimento de Carteira – curiosamente reflectindo sobretudo o menor interesse de investidores não residentes por posições em activos de dívida pública nacionais – a qual foi praticamente compensada pelo recurso a Outro Investimento – sobretudo endividamento.

Posição de Investimento Internacional por tipo de investimento

Em % do PIB

	2013	2014	2015	2016
Posição de Investimento Internacional	-116.3%	-117.7%	-112.0%	-105.1%
Investimento direto	-27.3%	-31.1%	-30.8%	-32.0%
Investimento direto - Activo	42.1%	42.7%	42.6%	43.5%
Títulos de participação no capital	31.7%	30.9%	31.5%	30.8%
Instrumentos de dívida	10.5%	11.8%	11.2%	12.7%
Investimento direto - Passivo	69.4%	73.9%	73.4%	75.5%
Títulos de participação no capital	49.3%	52.5%	53.5%	53.4%
Instrumentos de dívida	20.1%	21.4%	19.9%	22.0%
Investimento carteira	-10.2%	-10.6%	-9.2%	0.8%
Investimento carteira - Activo	64.8%	68.8%	66.7%	65.9%
Investimento carteira - Passivo	75.0%	79.3%	76.0%	65.1%
Derivados financeiros e opções sobre acções concedidas a empregados	-1.8%	-1.0%	0.1%	-0.1%
Outro investimento	-84.5%	-84.3%	-82.0%	-86.6%
Outro investimento - Activo	68.2%	69.1%	61.9%	58.1%
Outro investimento - Passivo	152.7%	153.4%	143.9%	144.7%
Ativos de Reserva	7.5%	9.3%	9.9%	12.9%

Fonte: Banco de Portugal

Refira-se ainda que a Dívida Externa Líquida representou em 2016 cerca de 90% da Posição de Investimento Internacional. Desde 2015, quando alcançou os valores mais elevados em termos absolutos, a dívida externa encolheu cerca de 14.4 MME, representando sobretudo uma redução do endividamento do sector das Administrações Públicas e dos bancos. Nos restantes sectores, com um aumento significativo, apenas cerca de metade do acréscimo reflecte endividamento de longo prazo.

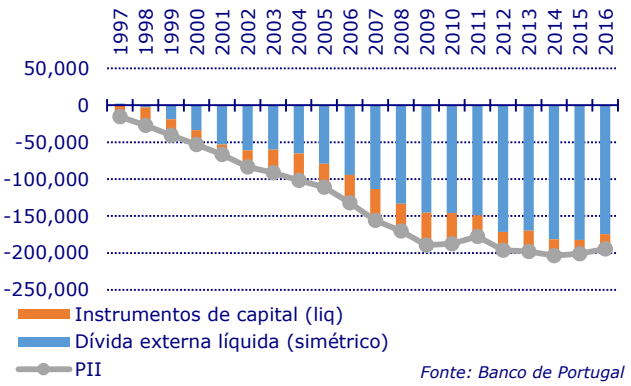
Dívida Externa Líquida

	Milhões EUR	%PIB
Posição final de período em Março 2017	**171,671**	**91.9%**
Variação face Março 2015	-14,410	-14.5%
Dos quais:		
Administrações Publicas	-32,423	
Longo Prazo	-30,287	
Banco Central	6,234	
OIFM (bancos)	-6,573	
Curto prazo	1,513	
Longo Prazo	-8,086	
Outros Sectores	16,578	
Curto Prazo	7,328	
Longo Prazo	9,250	
Numerário e depósitos	1,517	
Títulos de Dívida	7,502	
Investimento Directo	1,774	

Fonte: Banco de Portugal, cálculos BPI

PII - Dívida Externa e Instrumentos de Capital

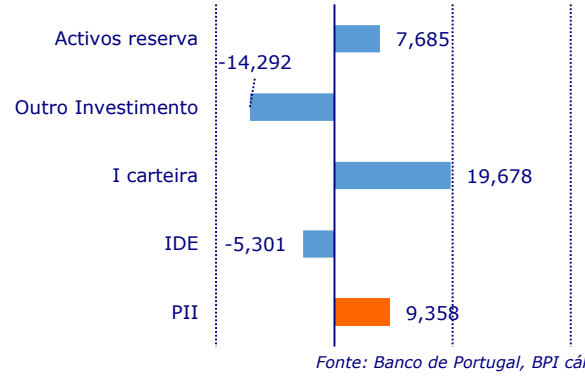
(Milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal

Posição de Investimento Internacional - variação 2013 a 2016

(Milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal, BPI cálc.

Opinião

4. E o Investimento Directo?

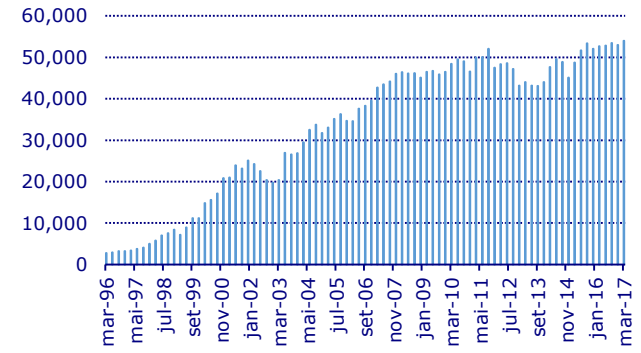
As tendências de evolução do IDE e do IPE têm sido positivas em Portugal, ou seja, ambos os agregados têm registado uma tendência de gradual crescimento. A análise destas subcomponentes da Posição de Investimento Internacional no contexto desta nota deve ter em conta que estas rubricas constituem por um lado, sinal da internacionalização da economia e da sua interligação com economias externas; por outro, a este tipo de investimento está em muitos casos associados a externalidades positivas que não cabem nesta análise – por exemplo, IDE frequentemente associado ao desenvolvimento de clusters sectoriais, dinamização de actividades e formação a montante e a jusante, potenciadora de internacionalização em sectores complementares, etc. Acresce referir que este é um tipo de investimento com características mais estáveis, mais duradouras, menos passível de sofrer fortes oscilações ao sabor da flutuação dos ciclos económicos e financeiros. Neste contexto, o agravamento que se verificou no saldo da componente de Investimento Directo entre 2013 e 2016 – cerca de 5.3 MME – apenas significa que, neste período, houve mais capital com características de investimento directo canalizado para Portugal do que o inverso. Tipicamente o ID é constituído por instrumentos de capital, embora também possa assumir a forma de instrumentos de dívida.

O Investimento de Portugal no Exterior (IPE) representava em Março de 2017 cerca de 29% do PIB, tendo recuperado depois da redução significativa no período de intervenção externa.

O IDE, Investimento do Exterior em Portugal tem mantido uma tendência constante de crescimento, situando-se em torno de 63% do PIB no 1T2017.

IPE - Investimento de Portugal no exterior

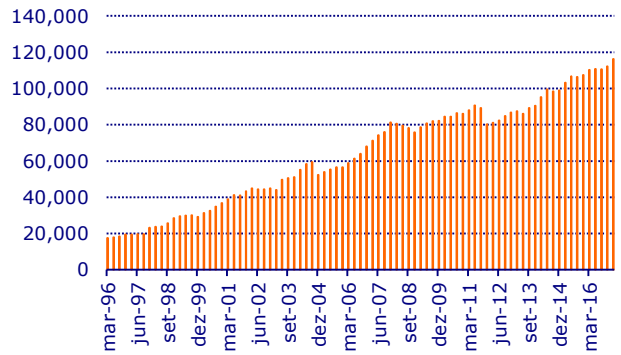
(Milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal

IDE - Investimento do exterior em Portugal

(Milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal

5 Conclusão

A redução do saldo deficitário da Posição de Investimento Internacional e do *stock* de Dívida Externa bruta nestes últimos dois anos foi significativa – respectivamente 12.6 p.p. e 14.3 p.p. do PIB – tendo assentado sobretudo no crescimento do PIB nominal – 58% da melhoria da PII – e na redução das responsabilidades face ao exterior do sector bancário e das Administrações Públicas. Em contrapartida, registou-se agravamento da dívida assumida por Instituições Financeiras não Monetárias (excluindo Seguradoras e Fundos de Pensões) e pelo sector empresarial não financeiro.

A melhoria global dos níveis de endividamento externo e o menor recurso à poupança de não residentes encontra o seu reflexo no registo de saldos excedentários sucessivos das Balanças de Capitais e Corrente, os quais por sua vez são espelho do andamento da Capacidade ou Necessidade de financiamento de cada um dos sectores de actividade económica. No seu conjunto a economia está mais saudável, inclusivé porque esta evolução foi acompanhada pelo regresso de uma tendência positiva do Investimento Directo Estrangeiro.

Finalmente, numa nota mais cautelosa convém recordar que para este equilíbrio têm sido fundamentais dois factores: a queda dos preços do petróleo – cerca de 50% desde o patamar de 2011-14 – e o crescimento muito expressivo das receitas de Turismo. Para tornar a tendência de melhoria na frente externa mais sustentada e duradoura, e reduzir a vulnerabilidade a choques exógenos, seria importante também a redução da dependência de importações, ou seja, reduzir os conteúdos importados do consumo, investimento e também das exportações.

Paula Gonçalves de Carvalho

Portugal – Processo de desalavancagem prossegue a bom ritmo

▫ O aumento do montante da dívida do sector não financeiro da economia para 723.6 mil milhões de euros justifica-se essencialmente pelo crescimento da dívida das Administrações Públicas e, em muito menor escala, pelo aumento da dívida das empresas não financeiras privadas. Todavia, a análise dos indicadores de endividamento continua a evidenciar bons desempenhos, observando-se redução do seu peso no PIB – menos 57 p.b. face a 2012. Neste artigo apresentamos uma breve análise dos factores determinantes da evolução recente do endividamento por sector numa base não consolidada. De destacar a conclusão de que, até Abril, se excluírmos as compras do Banco Central Europeu ao abrigo do cumprimento do programa de compra de activos, o aumento de dívida pública reflete maior exposição de residentes, tendo havido redução da exposição dos restantes não residentes. Numa análise comparativa na UE, recorrendo à informação do Eurostat em base consolidada, é também evidente a necessidade de desalavancagem, surgindo Portugal melhor posicionado que os países nórdicos e a Irlanda, a título de exemplo.

1. Dívida total do sector não financeiro

Em Abril, o *stock* total da dívida do sector não financeiro atingiu os 723.6 mil milhões de euros (mme), mantendo a tendência ascendente observada nos últimos anos. Face ao final de 2016, observou-se uma variação de 5.5 mme, praticamente justificada pelo aumento da dívida das Administrações Públicas, cuja dívida não consolidada ascendeu a 309.3 mme no mês em análise, ou seja 43% do endividamento total. No sector privado, destaca-se um ligeiro aumento, face a 2016, do *stock* de dívida das empresas privadas. Em todos os outros sectores – empresas públicas não incluídas nas AP's e Particulares – observou-se um movimento inverso, ie redução do *stock* de dívida face a 2016.

Mas como se observa no quadro abaixo, os ritmos de crescimento da dívida são inferiores ao do PIB nominal em todos os sectores de actividade, sugerindo a continuação do processo de desalavancagem da economia portuguesa. Com efeito, observa-se um gradual mas contínuo movimento de redução do peso da dívida no PIB em todos os sectores. No sector público, o rácio melhorou em 1 ponto percentual (p.p.) e no privado 7 p.p. desde o final de 2016.

Endividamento da economia portuguesa

	Produto Interno Bruto	Sector Público			Sector Privado			Total Nac. (1) + (2)
		Dívida n/consolidada das AP's	Empresas Púb. n/incluidas nas Administ. Púb.	Total (1)	Empresas n/financeiras	Particulares	Total (2)	
								10^6 euros
2007	175,468	138,060	12,585	150,645	242,311	154,177	396,488	547,133
2008	178,873	148,317	14,734	163,051	262,016	141,673	403,689	566,740
2009	175,448	167,948	16,596	184,544	265,853	167,397	433,250	617,794
2010	179,930	200,049	13,667	213,716	275,714	168,415	444,129	657,845
2011	176,167	231,423	14,409	245,832	274,309	163,941	438,250	684,082
2012	168,398	256,414	9,318	265,732	287,643	158,076	445,719	711,451
2013	170,269	268,042	8,922	276,964	278,452	152,586	431,038	708,002
2014	173,079	282,841	7,842	290,683	272,577	148,344	420,921	711,604
2015	179,504	289,981	7,126	297,107	268,118	144,868	412,986	710,093
2016	184,934	300,958	6,902	307,860	265,213	142,080	407,293	715,153
abr-17	192,187	309,253	6,678	315,931	266,000	141,673	407,673	723,604
								% do PIB
2007	-	79%	7%	86%	138%	88%	226%	312%
2008	-	83%	8%	91%	146%	79%	226%	317%
2009	-	96%	9%	105%	152%	95%	247%	352%
2010	-	111%	8%	119%	153%	94%	247%	366%
2011	-	131%	8%	140%	156%	93%	249%	388%
2012	-	152%	6%	158%	171%	94%	265%	422%
2013	-	157%	5%	163%	164%	90%	253%	416%
2014	-	163%	5%	168%	157%	86%	243%	411%
2015	-	162%	4%	166%	149%	81%	230%	396%
2016	-	163%	4%	166%	143%	77%	220%	387%
abr-17	-	161%	3%	164%	138%	74%	212%	377%

Fonte: INE, Banco de Portugal, cálculos BPI
Nota: Para o cálculo dos rácios de endividamento em 2017 considerou-se a estimativa para o PIB nominal projectada pelo BPI.

2. Sector Público

a) A evolução da dívida pública não consolidada das AP's, mais 8.3 mil milhões em Abril face a 2016, justifica-se praticamente pelo aumento da emissão de dívida de médio e longo prazo, mais 6.5 mme do que no final de 2016. De notar que esta dívida foi tomada maioritariamente por residentes, mais 4.7 mme. Na dívida tomada por não residentes nos primeiros quatro meses do ano, mais 2 mme, sobressaem as compras do BCE ao abrigo do programa de compra de activos de longo prazo, mais 2.5 mme e a redução em 0.58 mme da dívida detida por outros não residentes. Esta redução da

Opinião

exposição de não residentes não oficiais a dívida pública portuguesa reflecte a percepção desfavorável do risco de Portugal nos mercados financeiros internacionais observada no início do ano. Este será um tema importante para acompanhar nos próximos meses, admitindo-se inclusivamente a observação nos meses seguintes de um movimento contrário associado à publicação de bons dados relativos ao crescimento e, mais recentemente, à melhoria do *outlook* de Estável para Positivo pela Fitch.

Ainda assim, os principais financiadores das AP's são externos – 45% do total - sendo que 47% do financiamento externo está relacionado com o Programa de Assistência Económica e Financeira e cerca de 26% com a compra de activos pelo BCE (neste valor assume-se que os títulos detidos ao abrigo do anterior programa SMP se mantêm em 9.2 mme como no final de 2016). O sector financeiro é o segundo com maior exposição à dívida das AP's: 25.6% em Abril vs 24.8% no final de 2016.

Dívida Pública, divisão tipo de dívida, residência do financiador e maturidade
(inclui dívida de Empresas Públicas, incluidas no perímetro orçamental)

	2015	2016	abr-17	Estrutura em Abr-17	ytd
Total	**289,981**	**300,958**	**309,253**	**100%**	**8,295**
Empréstimos	121,473	116,435	113,557	37%	-2,878
Internos	41,071	41,009	40,033	35%	-976
Externos	80,402	75,426	73,524	65%	-1,902
dos quais PAEF	72,455	67,956	66,017	90%	-1,939
Títulos de Dívida	137,288	148,459	156,185	51%	7,726
Detidos por residentes	64,008	83,937	89,709	57%	5,772
até 1 ano	7,761	11,287	12,397	14%	1,110
A mais de 1 ano	56,247	72,650	77,312	86%	4,662
Detidos por não residentes	73,280	64,523	66,475	43%	1,952
até 1 ano	3,690	4,853	4,921	7%	68
A mais de 1 ano	69,590	59,670	61,554	93%	1,884
dos quais detidos pelo BCE	23,320	33,810	36,343	59%	2,533
Certificados de Aforro e do Tesouro	16,550	19,907	20,919	7%	1,012
Outras responsabilidades do Tesouro	10,979	12,080	14,026	5%	1,946
Créditos Comerciais	3,690	4,076	4,566	1%	490

Fonte: Banco de Portugal, IGCP, calc. BPI

b) Neste sector importa ter em conta dois factores na análise do endividamento e que se prendem por um lado com o facto do valor utlizado para cômputo do endividamento total da economia (sector não financeiro) ser o não consolidado, e por outro com o facto de este montante não ser o elegível para cálculo do rácio de dívida pública com base nos critérios de Maastrich.

Factores que justificam a diferença entre a dívida pública das AP's não consolidada e a dívida na óptica de Maastricht

	1. Dívida não consolidada das AP's	2. Dívida entre AP's	3.=(1.-2.) Dívida consolidada das AP's	4. Créditos comerciais obtidos pelas AP's	5.=(3.-4.) Dívida na óptica de Maastricht	6. Dívida na óptica de Maastricht Líq. de depósitos da Adm. Central
						10^6 euros
2007	138,060	13,874	124,186	4,098	120,088	116,197
2008	148,317	16,420	131,897	3,705	128,192	123,951
2009	167,948	15,926	152,022	5,330	146,692	142,761
2010	200,049	20,294	179,755	6,693	173,062	168,564
2011	231,423	28,974	202,449	6,218	196,231	181,292
2012	256,414	38,277	218,137	5,580	212,557	194,794
2013	268,042	43,342	224,700	4,985	219,715	201,628
2014	282,841	52,471	230,370	4,339	226,031	208,460
2015	289,981	54,751	235,230	3,690	231,540	218,269
2016	300,958	55,821	245,137	4,076	241,061	223,881
abr-17	309,253	57,250	252,003	4,566	247,437	227,601
						% do PIB
2007	78.7%	7.9%	70.8%	2.3%	68.4%	66.2%
2008	82.9%	9.2%	73.7%	2.1%	71.7%	69.3%
2009	95.7%	9.1%	86.6%	3.0%	83.6%	81.4%
2010	111.2%	11.3%	99.9%	3.7%	96.2%	93.7%
2011	131.4%	16.4%	114.9%	3.5%	111.4%	102.9%
2012	152.3%	22.7%	129.5%	3.3%	126.2%	115.7%
2013	157.4%	25.5%	132.0%	2.9%	129.0%	118.4%
2014	163.4%	30.3%	133.1%	2.5%	130.6%	120.4%
2015	161.5%	30.5%	131.0%	2.1%	129.0%	121.6%
2016	162.7%	30.2%	132.6%	2.2%	130.3%	121.1%
abr-17	160.9%	29.8%	131.1%	2.4%	128.7%	118.4%

Fonte: INE, Banco de Portugal

Tendo presente os factores que justificam a diferença entre a dívida pública das Administrações Públicas não consolidada e a dívida na óptica de Maastricht, verifica-se uma diferença significativa tanto no montante da dívida pública total, como do seu peso no PIB. De facto, a dívida na óptica de Maastricht é inferior em cerca de 62 mil milhões de euros à dívida não consolidada das AP's e o respectivo rácio é inferior em 32 p.p. Esta diferença justifica-se maioritariamente pela passagem do conceito de dívida não consolidada para o de dívida consolidada e, em menor escala, pelo facto dos créditos comerciais obtidos pelas AP's não serem considerados no cálculo da dívida segundo a óptica de Maastricht. Efectuadas estas correcções verifica-se que até Abril a dívida na óptica de Maastricht tem aumentado a um ritmo ligeiramente inferior ao da dívida total das AP's (2.6% vs 2.8%). Tendo por base as estimativas para o crescimento do PIB nominal em 2017 – 3.9% - observa-se que no mês em análise, o rácio de dívida pública na óptica de Maastricht é de 128.7%, 0.9 p.p. mais alto do que o observado no mesmo período de 2016, mas inferior em 1.6 p.p. ao rácio no final do ano.

3. Sector privado

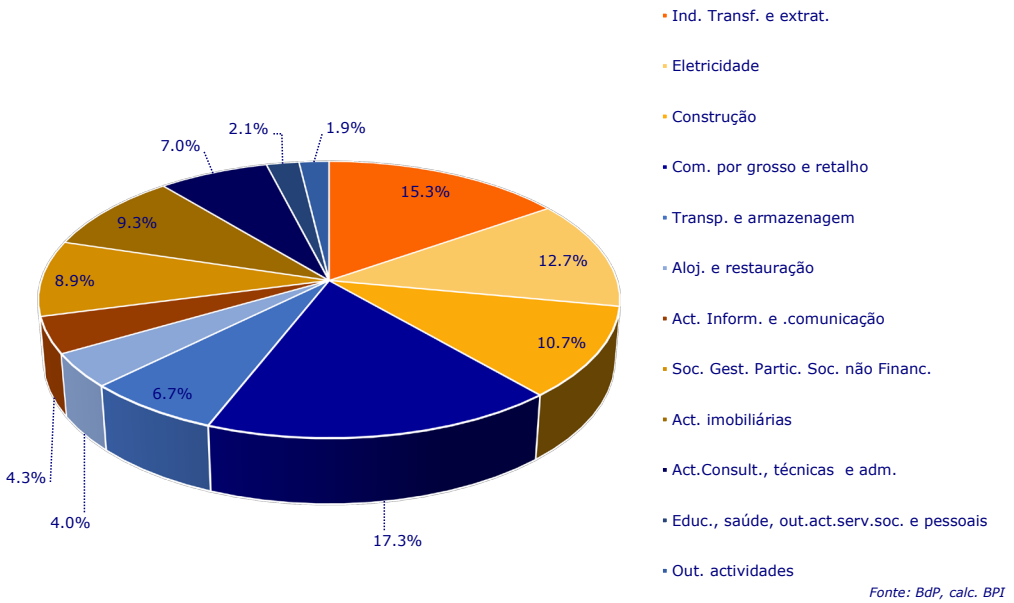
Aqui, o nível de endividamento ascendia a 407.7 mme em Abril (ver quadro 1), mais 0.38 mme do no final de 2016, reflectindo comportamentos opostos entre os particulares e as empresas não financeiras. No caso dos primeiros, assistiu-se à diminuição do nível de dívida em 0.4 mme, enquanto que no caso das empresas não financeiras, a dívida aumentou 0.8 mme, possivelmente associado a um ambiente mais favorável para o investimento. No entanto, quando se analisa o peso do endividamento destes dois sectores no PIB, verifica-se uma melhoria dos respectivos indicadores. Com efeito, no total do sector privado, o rácio de endividamento situou-se em 205% do PIB em Abril, menos 7 p.p. do que no final de 2016, tendo o rácio dos particulares caído para 74%, menos 0.3 p.p., e o das ENF para 138%, menos 4 p.p..

a) Empresas privadas

O aumento do endividamento das empresas privadas não financeiras traduz essencialmente o aumento da dívida junto de não residentes por contraposição à diminuição do financiamento junto de residentes. O financiamento externo aumentou 1.6 mme, enquanto que o financiamento junto do sector financeiro residente caiu 0.9 mme. Esta evolução reflecte também o facto de o aumento da dívida neste sector estar principalmente associado ao aumento da dívida de grandes empresas, mais 0.6 mme do que no final de 2016. Por sectores de actividade, os principais aumentos no endividamento observaram-se nas actividades de consultoria, técnicas e administrativas, mais 0.5 mme, e na indústria transformadora e extractiva, mais 0.3 mme, parcialmente compensado pelas quedas de 0.3 mme no sector da construção e -0.16 mme no caso das Sociedades gestoras de participações sociais não financeiras.

Endividamento das empresas não financeiras por sector

(% do endividamento total das ENF)



Fonte: BdP, calc. BPI

Por sectores, o mais endividado é o do comércio a retalho e por grosso com 17% do total da dívida das ENF's privadas, seguido das indústrias extractivas e transformadoras com 15% do total da dívida.

Opinião

Endividamento da economia portuguesa

	Produto Interno Bruto	Empresas Privadas					Créditos Comerciais
		Total	Detidos por Residentes		Detidos por Não Residentes		
			Até 1 ano	A mais de um ano	Até 1 ano	A mais de um ano	
							10^6 euros
2007	175,468	242,311	49,054	106,171	5,678	17,405	64,002
2008	178,873	262,016	54,597	117,307	6,580	18,614	64,918
2009	175,448	265,853	48,420	127,698	8,426	17,669	63,640
2010	179,930	275,714	44,036	135,275	10,609	20,183	65,611
2011	176,167	274,309	41,086	136,002	11,913	22,126	63,183
2012	168,398	287,643	35,938	150,258	15,202	25,391	60,854
2013	170,269	278,452	31,904	142,539	12,140	32,415	59,454
2014	173,079	272,577	31,003	140,697	9,507	30,403	60,966
2015	179,504	268,118	30,249	136,069	8,197	32,893	60,710
2016	184,934	265,213	28,989	124,856	10,964	36,936	63,468
abr-17	192,187	266,000	28,889	124,160	11,642	37,489	63,819
							% do PIB
2007		138.1%	28.0%	60.5%	3.2%	9.9%	36.5%
2008		146.5%	30.5%	65.6%	3.7%	10.4%	36.3%
2009		151.5%	27.6%	72.8%	4.8%	10.1%	36.3%
2010		153.2%	24.5%	75.2%	5.9%	11.2%	36.5%
2011		155.7%	23.3%	77.2%	6.8%	12.6%	35.9%
2012		170.8%	21.3%	89.2%	9.0%	15.1%	36.1%
2013		163.5%	18.7%	83.7%	7.1%	19.0%	34.9%
2014		157.5%	17.9%	81.3%	5.5%	17.6%	35.2%
2015		149.4%	16.9%	75.8%	4.6%	18.3%	33.8%
2016		143.4%	15.7%	67.5%	5.9%	20.0%	34.3%
abr-17		138.4%	15.0%	64.6%	6.1%	19.5%	33.2%

Fonte: INE, Banco de Portugal.

b) Particulares

Entre os particulares a redução do endividamento surge pelo menor dinamismo no mercado de crédito imobiliário, parcialmente compensado pelo aumento da contratação de dívida para aquisição de bens de consumo. A redução de 0.4 mme da dívida total dos particulares justifica-se pela redução de 0.66 mme nos empréstimos para aquisição de casa, enquanto que os empréstimos para consumo aumentaram 0.31 mme no mesmo período. Entre os particulares, o sector financeiro residente é o principal financiador, detendo cerca de 90% da dívida total.

Sector Privado

	Produto Interno Bruto	Particulares			
		Total	Empréstimos para habitação	Empréstimos para consumo	Financ. à atividade empresarial em nome individual concedido pelo setor financ. residente
					10^6 euros
2007	175,468	154,177	114,512	36,820	2,845
2008	178,873	141,673	102,008	36,820	2,845
2009	175,448	167,397	122,323	38,556	6,518
2010	179,930	168,415	125,191	37,148	6,076
2011	176,167	163,941	123,146	35,604	5,191
2012	168,398	158,076	118,867	34,770	4,439
2013	170,269	152,586	114,411	34,238	3,937
2014	173,079	148,344	109,875	34,894	3,575
2015	179,504	144,868	106,420	35,274	3,174
2016	184,934	142,080	102,666	36,510	2,904
abr-17	192,187	141,673	102,008	36,820	2,845
					% do PIB
2007		87.9%	65.3%	21.0%	1.6%
2008		79.2%	57.0%	20.6%	1.6%
2009		95.4%	69.7%	22.0%	3.7%
2010		93.6%	69.6%	20.6%	3.4%
2011		93.1%	69.9%	20.2%	2.9%
2012		93.9%	70.6%	20.6%	2.6%
2013		89.6%	67.2%	20.1%	2.3%
2014		85.7%	63.5%	20.2%	2.1%
2015		80.7%	59.3%	19.7%	1.8%
2016		76.8%	55.5%	19.7%	1.6%
abr-17		73.7%	53.1%	19.2%	1.5%

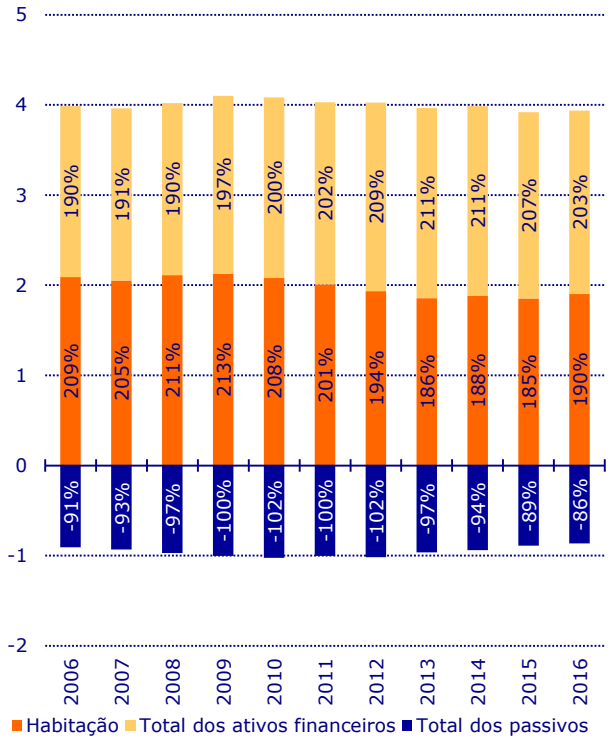
Fonte: INE, Banco de Portugal

4. O património das famílias

No sector das famílias complementa-se a informação relativa ao endividamento com a recente publicação pelo Banco de Portugal da estimativa de património em 2016, observando-se uma evolução positiva do património líquido total, sobretudo por via da valorização do parque habitacional. No último ano, o património líquido total das famílias representava 307% do PIB e 446% do rendimento disponível, ao que correspondem melhorias de 4 p.p. e 5 p.p., respectivamente face a 2015. Em percentagem do PIB, o património habitacional aumentou 5 p.p. face a 2015, situando-se o rácio em 190%. No mesmo período, os activos financeiros das famílias cairam para 203% do PIB e os passivos totais diminuíram 3 p.p., para 86% do PIB.

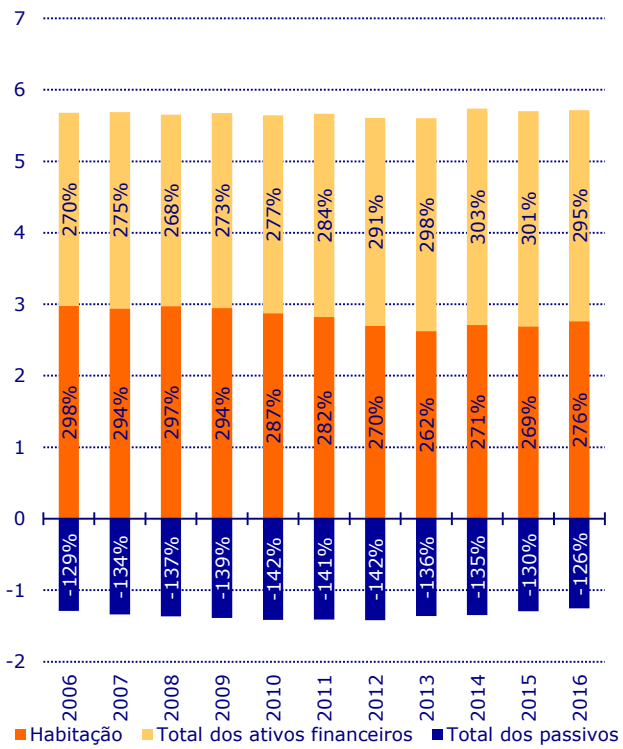
Património das famílias

(% do PIB)



Fonte: BdP, INE, calc. BPI

(% do rendimento disponível)



Fonte: BdP, calc. BPI

5. Endividamento - Comparação internacional

Tendo por base informação relativamente ao nível de endividamento do sector privado em base consolidada e as recomendações no âmbito do Procedimento dos Desequilíbrios Macroeconómicos, verifica-se que Portugal ainda se encontra entre os países que necessitam de prosseguir com os esforços de redução dos rácios de dívida, com especial destaque para o caso do sector empresarial, fundamental para favorecer a recuperação da rentabilidade das empresas e o investimento. O nível de dívida privada, considerado no âmbito do referido Procedimento, não deverá ultrapassar os 133% do PIB, o que no caso de Portugal implicará uma redução de 42 p.p. face aos níveis de 2016.

Todavia, Portugal encontra-se entre os países com correcção mais acentuada do nível de dívida no sector privado: menos 8.2 p.p. em 2016 face ao ano transacto, resultado de uma melhoria de 4.2 p.p. no endividamento das empresas não financeiras e de 4 p.p. no dos particulares. Adicionalmente, e tendo por base a análise da informação mais recente, mas em base não consolidada, é razoável considerar que o processo de redução do endividamento continua, atribuindo-se uma elevada probabilidade a que em 2017 se assista a nova redução destes rácios. Tendo por base esta evolução, a Comissão Europeia considerou não ser necessário empreender qualquer acção no âmbito do Procedimento dos Desequilíbrios Excessivos no que se refere ao endividamento privado.

Opinião

Endividamento do sector privado - em base consolidada.

%PIB

	Empresas não financeiras		Particulares		Sector privado não financeiro Total	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
União Europeia (28 países)	76.9	n.a.	63.2	n.a.	140.1	n.a.
Área do euro (19 países)	79.9	n.a.	58.2	n.a.	138.1	n.a.
Área do euro (18 países)	80.2	n.a.	58.5	n.a.	138.7	n.a.
Alemanha	45.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
França	87.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Hungria	63.1	56.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Roménia	41.8	38.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Chipre	224.6	n.a.	129.2	n.a.	353.8	n.a.
Luxemburgo	284.9	n.a.	58.2	n.a.	343.1	n.a.
Irlanda	244.9	n.a.	58.5	n.a.	303.4	n.a.
Países Baixos	115.5	114	109.6	107.5	225.1	221.5
Dinamarca	78.1	81.5	129.5	129.6	207.6	211.1
Noruega	102.2	99.3	95.2	101.3	197.4	200.6
Suécia	103.6	100.8	83.9	85.6	187.5	186.4
Portugal	103.5	99.3	76.8	72.8	180.3	172.1
Bélgica	116.9	123.3	58.1	58.9	175	182.2
Reino Unido	71.5	73.8	86.2	86.9	157.7	160.7
Espanha	87.7	83	67.8	64.4	155.5	147.4
Finlândia	86.2	81.9	66.7	67.6	152.9	149.5
Malta	76.6	n.a.	55.5	n.a.	132.1	n.a.
Áustria	74.1	n.a.	52.3	n.a.	126.4	n.a.
Grécia	63.9	63.1	62.4	60.2	126.3	123.3
Itália	74.8	n.a.	42.2	n.a.	117	n.a.
Estônia	75.9	n.a.	40.7	n.a.	116.6	n.a.
Croácia	75.9	n.a.	39.1	n.a.	115	n.a.
Bulgária	88.8	n.a.	21.7	n.a.	110.5	n.a.
Letônia	64.3	n.a.	24.5	n.a.	88.8	n.a.
Eslovênia	59.5	53.8	27.8	27.6	87.3	81.4
Eslováquia	46.8	n.a.	34.7	n.a.	81.5	n.a.
Turquia	61.6	n.a.	17.8	n.a.	79.4	n.a.
Polônia	42.7	44.9	36.1	36.8	78.8	81.7
República Checa	38	n.a.	30.6	n.a.	68.6	n.a.
Lituânia	32.8	n.a.	22.2	n.a.	55	n.a.

Fonte: Eurostat
Nota: O threshold indicativo segundo o MIP (Macoeconomic Imbalanvces Procedure) é de 133%.

6. Conclusão

No mês de Abril, apesar do aumento do montante do endividamento do sector não financeiro da economia, observa-se a melhoria dos respectivos rácios de endividamento. No total da economia, o rácio dívida-PIB caiu para 365%, menos 7 p.p. do que no final de 2016 e menos 57 p.p. do que o máximo observado em 2012. Face a 2016, esta melhoria é verificável em ambos os sectores, público e privado, mas face a 2012 verifica-se que a desalavancagem ocorre através da diminuição dos rácios de endividamento do sector privado: menos 37 p.p. no caso das empresas não financeiras e menos 23 p.p. no caso dos particulares. **No sector público, numa base não consolidada, a redução do rácio de endividamento é apenas visível desde 2014 (ano em terminou o programa de assistência financeira a Portugal) com uma melhoria 9 p.p.; avaliada na óptica de Maastricht (retirando à dívida não consolidada a dívida entre AP's e os créditos comerciais), a dívida pública apresenta maior resistência à queda, quando medida em percentagem do PIB, apresentando, no entanto, uma evolução positiva nos primeiros quatro meses do ano: a estimativa é de 128.7% do PIB, menos 1.6 p.p. do que no final de 2016.** No sector público, numa base não consolidada, refere-se que o principal sector financiador continua a ser o externo, reflectindo sobretudo o empréstimo de assistência financeira e a compra de títulos de dívida pública pelo BCE. Mas nos primeiros quatro meses salienta-se o facto do aumento da dívida face a 2016 – mais 8.3 mme – ser sobretudo pela emissão de dívida de médio e longo prazo maioritariamente tomada por residentes, enquanto que a exposição de não residentes não oficiais diminuiu. Esta redução da exposição de não residentes não oficiais a dívida pública portuguesa reflecte a percepção desfavorável do risco de Portugal nos mercados financeiros internacionais. Este será um tema importante para acompanhar nos próximos meses, admitindo-se inclusivamente a observação nos meses seguintes de um movimento contrário associado à publicação de bons dados relativos ao crescimento e, mais recentemente, à melhoria do *outlook* de Estável para Positivo pela Fitch.

O financiamento das AP's pelo sector financeiro residente aumentou para 25.6% em Abril, o que compara com 24.8% no final de 2016. No sector privado, assistiu-se à redução do rácio de endividamento das ENF em 5 p.p. e dos particulares em 3 p.p. Relativamente aos particulares refere-se também que a redução do endividamento em 2016 foi acompanhada pela aumento do património total, sobretudo por via da valorização do parque habitacional mas também pela redução dos passivos financeiros.

Teresa Gil Pinheiro

Portugal - Contas Públicas sob controlo nos primeiros meses de 2017

▫ Défice aumentou EUR 359 milhões até Maio, na óptica de caixa; em contabilidade nacional, os números apontam para um défice de 2.1% no 1T 2017

O défice orçamental registou um agravamento em EUR 359 milhões até Maio, de acordo com os dados publicados em contabilidade pública. As receitas e as despesas aumentaram, ainda que a um ritmo bastante abaixo das expectativas do Governo inscritas no Orçamento de Estado para 2017. No caso das receitas, a débil *performance* reflecte a antecipação do pagamento dos reembolsos em sede de IRS e IVA. Corrigindo este efeito, que é esperado que desapareça nos próximos meses, as receitas fiscais aumentaram 5.4% em termos homólogos até Maio. No caso das despesas, as transferências correntes e os subsídios diminuíram até Maio; por outro lado, as outras rubricas aumentaram em comparação com o mesmo período do ano anterior. Considerando a nossa análise, que recorre à média das taxas de execução históricas e corrige de efeitos *one-off*, é possível que o défice orçamental possa atingir um rácio ligeiramente superior a 2% do PIB em contabilidade pública no final do ano, em linha com o défice estimado pelo Governo (EUR 4.76 mil milhões).

Os dados em contabilidade nacional (que efectivamente importam na análise de Bruxelas) para o 1T mostram um défice de 2.1% do PIB, um pouco acima do objectivo de 1.5%, mas perto o suficiente para não condicionar o seu cumprimento – mais perto ainda quando considerado o objectivo sem medidas *one-off* (1.7%). A consolidação orçamental foi conseguida através da redução da despesa em transferências correntes (principalmente subsídios de desemprego), enquanto os impostos directos tiveram uma contribuição negativa. Estes dados não tomam em conta a recapitalização da Caixa Geral de Depósitos, cujo tratamento estatístico está ainda dependente de discussão entre o INE e o Eurostat. Com esta informação ainda bastante parcial, o défice orçamental não deverá ultrapassar em muito os 2%, devendo mesmo ficar abaixo deste valor.

1. Execução Orçamental – Contabilidade Pública

Execução orçamental (Janeiro-Maio2017)
(Contabilidade Pública)

(milhões EUR)

	Execução Orçamental		Taxa de Variação Homóloga %		Contribuições
	Maio 2016	Maio 2017	Δ Maio 17/16	OE 17	
Receita Corrente	**30,027.4**	**29,913.3**	**-0.4%**	**3.1%**	**-0.4%**
Receita Fiscal	18,065.9	17,459.4	-3.4%	2.1%	-2.0%
Impostos Directos	7,779.8	7,036.4	-9.6%	2.0%	-2.4%
Impostos Indirectos	10,286.1	10,423.0	1.3%	2.2%	0.4%
Contribuições Seg. Social	7,655.6	7,692.0	0.5%	-0.6%	0.1%
Outras Receitas Correntes	4,131.2	4,697.6	13.7%	14.4%	1.9%
Receita de Capital	**562.1**	**744.0**	**32.4%**	**44.6%**	**0.6%**
Receita Efectiva	**30,589.5**	**30,657.4**	**0.2%**	**4.1%**	**0.2%**
Despesa Corrente	**29,332**	**29,575**	**0.8%**	**3.0%**	**0.8%**
Despesas com Pessoal	7,537	7,566	0.4%	0.9%	0.1%
Aquisição Bens e Serviços	4,082	4,335	6.2%	2.4%	0.8%
Juros e outros encargos	3,263	3,398	4.1%	0.0%	0.4%
Transferências Correntes	13,847	13,524	-2.3%	1.7%	-1.0%
Subsídios	317	301	-5.2%	41.5%	-0.1%
Outras Despesas Correntes	281	443	57.5%	90.0%	0.5%
Despesa de Capital	**1,596**	**1,780**	**11.5%**	**27.9%**	**0.6%**
Despesa Efectiva	**30,928**	**31,355**	**1.4%**	**4.5%**	**1.4%**
Saldo Global	**-338.5**	**-697.8**	**106.1%**	**-**	**-**
Saldo Primário	**2,924.5**	**2,700.2**	**-7.7%**	**-**	**-**

Fonte: DGO, calc. BPI.

As contas públicas em óptica de caixa até Maio, publicadas pela DGO, revelaram um agravamento do défice orçamental em cerca de EUR 359 milhões em comparação com igual período de 2016, para EUR 697.8 milhões. Este desempenho é explicado pela deterioração das contas do Governo Central, a par da Administração Local e Regional. Em sentido oposto, a Segurança Social registou um desempenho positivo nos primeiros cinco meses de 2017. **O saldo orçamental primário manteve-se positivo em EUR 2.7 mil milhões até Maio, ainda que, comparando com o período homólogo, este saldo tenha sido inferior.**

Opinião

As receitas aumentaram 0.2% y/y até Maio, substancialmente abaixo das expectativas do Governo (o Executivo projectou um crescimento de 4.1% y/y no Orçamento de Estado para 2017). As receitas correntes diminuíram 0.4% y/y (Orçamento de Estado prevê um crescimento de 3.1% y/y), explicado pelas receitas fiscais; de facto, as receitas com impostos directos diminuíram substancialmente, em linha com o aumento dos reembolsos de IRS (de acordo com a DGO, os reembolsos aumentaram 175.9% nos primeiros 5 meses de 2017, em linha com a redução do prazo médio de reembolso) e diminuição das retenções na fonte dos rendimentos de capitais. Ao mesmo tempo, as receitas com IRC aumentaram consideravelmente (22.1% y/y), reflectindo o aumento das autoliquidações relativas a 2016 e sugerindo melhorias nos balanços do sector empresarial. Adicionalmente, foram também relevantes os reembolsos em sede de IVA (+16% y/y até Maio). Excluindo o efeito da antecipação do pagamento dos reembolsos (IRS e IVA), as receitas fiscais aumentaram 5.4% y/y no período de análise. As outras receitas correntes aumentaram 13.7% y/y, um desempenho explicado pelo aumento das transferências da União Europeia para Portugal, a par do pagamento de dividendos do Banco de Portugal. Tendo em consideração o estimado para o total do ano, as receitas registaram uma taxa de execução de 38% até Maio; as taxas de execução mais elevadas foram registadas nos impostos indirectos e contribuições para a segurança social, 41% e 40%, respectivamente.

Receita Fiscal - Subsector Estado (Janeiro - Maio)

(milhões EUR)

	Execução Acumulada		Taxa de Variação Homóloga %			
			Absoluta		%	
	2016	2017	Abril	Maio	Abril	Maio
Impostos Directos	**6,529.9**	**5,671.6**	**-436.9**	**-858.3**	**-9.2**	**-13.1**
IRS	4,797.8	3,554.2	-308.1	-1,243.6	-7.1	-25.9
IRC	1,730.1	2,113.2	-130.6	383.1	-30.3	22.1
Outros	1.9	4.2	1.8	2.3	120.4	118.3
Impostos Indirectos	**9,295.1**	**9,574.4**	**103.9**	**279.3**	**1.5**	**3.0**
ISP	1,295.1	1,331.9	27.3	36.8	2.7	2.8
IVA	6,362.1	6,579.1	118.9	217.0	2.5	3.4
Veículos	268.6	317.8	37.8	49.2	17.2	18.3
Tabaco	569.2	417.7	-179.6	-151.6	-35.6	-26.6
IABA	70.8	90.9	11.9	20.1	20.5	28.5
Imposto de Selo	571.4	616.4	39.7	44.9	8.5	7.9
Imposto Único de Circulação	128.1	141.4	11.5	13.3	11.7	10.4
Outros	29.8	79.3	49.5	49.5	161.7	166.0
Receita Fiscal	**15,825.0**	**15,246.0**	**-333**	**-579.02**	**-2.8**	**-3.7**

Fonte: DGO

Receita Fiscal - Reembolsos (Janeiro - Maio)

(milhões EUR)

	Execução Acumulada		Taxa de Variação Homóloga %			
			Absoluta		%	
	2016	2017	Abril	Maio	Abril	Maio
Impostos Directos	**801.4**	**2,013.3**	**233.4**	**1,211.9**	**149.9**	**151.2**
IRS	676.3	1,865.9	214.6	1,189.6	496.2	175.9
IRC	124.8	146.7	18.4	21.8	16.4	17.5
Outros	0.2	0.7	0.4	0.5	185.1	189.3
Impostos Indirectos	**2,038.1**	**2,372.7**	**296.9**	**334.6**	**18.7**	**16.4**
ISP	3.4	4.5	2.5	1.1	129.9	32.7
IVA	2,018.5	2,341.8	288.5	323.3	18.3	16.0
Veículos	4.1	3.7	-0.5	-0.4	-18.6	-10.2
Tabaco	5.6	11.9	3	6.3	112.3	113.2
IABA	0.1	0.4	0.3	0.2	273.6	175.8
Imposto de Selo	5.8	10.1	3.5	4.3	77.3	73.5
Imposto Único de Circulação	0.5	0.2	-0.3	-0.3	-62.1	-56.0
Outros	-	-	0	-	-78.1	-
Receita Fiscal	**2,839.5**	**4,386.0**	**530.4**	**1,546.50**	**30.4**	**54.5**

Fonte: DGO

A despesa tem também aumentado a um ritmo inferior ao estimado, 1.4% y/y (o Governo projectou um crescimento de 4.5% para o total do ano). Todas as rubricas de despesa aumentaram, com excepção das transferências correntes (-2.3% y/y), onde os subsídios de desemprego estão incluídos, e os subsídios (-5.2% y/y). O desempenho observado nas transferências correntes ficou a dever-se à contracção da despesa com pensões, relacionado com o pagamento do 13º mês em duas fases: 50% da prestação é paga ao longo do ano, enquanto os restantes 50% são pagos em Novembro (em 2016, a totalidade da prestação era paga em duodécimos). Adicionalmente, foi também relevante a menor contribuição para o Orçamento da União Europeia e o contexto positivo do mercado de trabalho. As despesas com pessoal aumentaram 0.4% y/y, influenciadas por vários factores que contribuíram de maneira distinta para este desempenho. A influenciar em sentido ascendente estiveram: (i) a eliminação gradual da redução remuneratória na Administração Pública em 2016; (ii) o aumento do subsídio de refeição; e (iii) outros relacionados com o carácter sectorial (nomeadamente na área da saúde, como, por exemplo, o aumento dos encargos com horas extraordinárias, e educação). Em sentido descendente esteve o pagamento de 50% do subsídio de Natal em duodécimos e o restante em Novembro, em contraste com 2016, em que a totalidade do subsídio era pago em duodécimos. A despesa com a aquisição de bens e serviços aumentou 6.2% y/y até Maio, ultrapassando o ritmo de crescimento esperado pelo Governo para o total do ano (2.4%), principalmente devido a aquisições feitas no Sistema Nacional de Saúde e outras aquisições também relacionadas com o sector da saúde. Excluindo estas aquisições, esta rubrica de despesa teria aumentado 2.7% y/y, de acordo com a DGO. Ao mesmo tempo, a rubrica de juros e outros encargos aumentou 4.1% y/y, principalmente devido ao pagamento de EUR 136.5 milhões feito pelo Metro do Porto ao Banco Santander Totta S.A., relacionado com os processos judiciais relativos aos contratos *swap*. Por outro lado, os juros relacionados com a dívida directa do Estado diminuíram 2.7% y/y; este desempenho ficou a dever-se à extensão da ma-

turidade do empréstimo ao abrigo do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira e ao pagamento antecipado ao FMI no final de 2016 e início de 2017. Considerando estes dados, a taxa de execução das despesas correntes fixou-se em 38% no período entre Janeiro e Maio deste ano. Relativamente às despesas de capital foi possível observar um incremento de 11.5% y/y até Maio, ainda que a taxa de execução tenha ficado em 28%. A despesa com investimento deveu-se a gastos militares e, ainda que em menor dimensão, a encargos com concessões e subconcessões rodoviárias, relacionadas com a empresa Infraestruturas de Portugal S.A..

De acordo com os nossos cálculos, recorrendo a taxas de execução históricas, aparentemente existem alguns desvios entre o Orçamento de Estado para 2017 e a execução estimada para o final do ano. Considerando esses cálculos e a nossa previsão para o PIB nominal, o défice orçamental poderia atingir um valor próximo de 3.0% do PIB no final do ano, acima do projectado pelo Governo (2.5% em contabilidade pública). De facto, é possível verificar alguns desvios significativos entre a nossa análise e o Orçamento de Estado, que estão a afectar de forma adversa o saldo global: (i) receitas fiscais, especialmente as relacionadas com os impostos directos; (ii) outras receitas correntes; e (iii) juros e outros encargos. Por outro lado, é também possível verificar que alguns desvios estão a contribuir positivamente para o saldo orçamental: (i) transferências correntes; e (ii) despesas de capital. No entanto, como analisado anteriormente, alguns dos desvios têm por base factores temporários; por exemplo, o *gap* entre o OGE e a execução estimada para as receitas com impostos directos deve reduzir-se ao longo do ano, em linha com a eliminação do efeito decorrente da antecipação dos reembolsos de IRS. A despesa com juros e outros encargos deverá normalizar no resto do ano e aproximar-se do estimado pelo Governo; de facto, como vimos anteriormente, o aumento observado nesta rubrica ficou a dever-se a um factor *one-off* relacionado com o Metro do Porto; adicionalmente, não esperamos um aumento das taxas de juro no mercado de dívida pública nos próximos meses que pudesse impulsionar a despesa com juros. Ao mesmo tempo, o Executivo pode acomodar uma execução mais complicada cortando nos gastos com investimento. Ainda que seja provavelmente mais difícil de recorrer em termos políticos, já que foi um instrumento a que o Governo recorreu no ano passado, mantém-se uma possibilidade exequível. Se adoptarmos um conjunto de pressupostos para os próximos meses, corrigindo de efeitos *one-off* e considerando que a despesa com juros e outros encargos, impostos directos e transferências correntes serão semelhantes aos valores projectados pelo Governo, será possível que o défice orçamental possa atingir um rácio ligeiramente superior a 2.0% do PIB em contabilidade pública (ligeiramente superior a 1.0% do PIB em contabilidade nacional). Esta será certamente uma questão a monitorizar nos próximos meses, ainda que um desempenho mais positivo que o esperado para o PIB nominal vá certamente favorecer os resultados finais das contas públicas.

2. Execução Orçamental – Contabilidade Nacional

2017 Execução orçamental (Contabilidade Nacional)

EUR milhões

	Valor		Variação yoy	% PIB	
	1T 2016	1T 2017			Variação
Receita corrente	**17597.8**	**18189.5**	**3.4%**	**39.6%**	**-0.1%**
Receita Fiscal	10345.1	10438.8	0.9%	22.7%	-0.6%
Impostos directos	6450.6	6722.8	4.2%	14.6%	0.1%
Impostos indirectos	3894.5	3716.0	-4.6%	8.1%	-0.7%
Contribuições de Segurança Social	4969.3	5220.6	5.1%	11.4%	0.2%
Vendas	1524.3	1554.3	2.0%	3.4%	-0.1%
Outras receitas correntes	759.1	975.8	28.5%	2.1%	0.4%
Receita de capital	**153.4**	**118.3**	**-22.9%**	**0.3%**	**-0.1%**
Receita efectiva	**17751.2**	**18307.8**	**3.1%**	**39.8%**	**-0.2%**
Despesa corrente	**18574.9**	**18562.1**	**-0.1%**	**40.4%**	**1.5%**
Transferências correntes	8204.0	8090.4	-1.4%	17.6%	0.9%
Despesas com o pessoal	4846.2	4915.4	1.4%	10.7%	0.2%
Juros e outros encargos	1911.1	1830.7	-4.2%	4.0%	0.3%
Consumo intermédio	2284.4	2455.7	7.5%	5.3%	-0.2%
Subsídios	175.9	166.6	-5.3%	0.4%	0.0%
Outras despesas correntes	1153.3	1103.3	-4.3%	2.4%	0.2%
Despesa de capital	**632.1**	**711.3**	**12.5%**	**1.5%**	**-0.1%**
Investimentos	495.6	542.0	9.4%	1.2%	-0.1%
Outras despesas de capital	136.5	169.3	24.0%	0.4%	-0.1%
Despesa efectiva	**19207.0**	**19273.4**	**0.3%**	**41.9%**	**1.4%**
Saldo corrente	**-977.1**	**-372.6**	**-**	**-0.8%**	**1.4%**
Saldo orçamental	**-1455.8**	**-965.6**	**-**	**-2.1%**	**1.2%**

Fontes: INE, cálc. BPI.

No primeiro trimestre de 2017, o défice orçamental ficou em 2.1% do PIB, uma melhoria de 1.2 pontos percentuais (p.p.) em comparação com o mesmo período de 2016. Em termos absolutos, o défice orçamental foi de EUR 965.6 milhões, uma diminuição de EUR 490.2 milhões. Olhando para a taxa de execução, estes números correspondem

Opinião

a 32% do objectivo anual para o défice definido no OE 2017, acima dos 26.2% registados no 1T 2016 – esta é, ainda sim, uma medida muito limitada, dado ser um saldo, e estas taxas de execução variarem bastante nos diferentes anos. Este rácio de execução mais elevado espelha o intervalo entre o défice de 2.1% e o objectivo de 1.5% do Governo. Por outro lado, o saldo corrente foi também negativo, mas de apenas EUR 372.6 milhões (0.8% do PIB), EUR 604.5 milhões a menos do que no mesmo trimestre de 2016 (menos 1.4 p.p.).

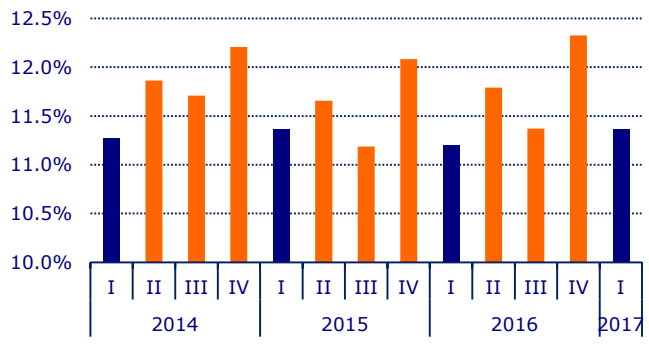
A receita total foi de EUR 18.3 mil milhões, um aumento de 3.1% yoy (EUR 557 milhões). Porém, em termos relativos, a receita representou 39.8% do PIB (menos 0.2 p.p. do que no mesmo período de 2016).

A despesa totalizou EUR 19.3 mil milhões, um aumento de 0.3% (EUR 66 milhões). Em percentagem do PIB, estes números indicam um nível de despesa de 41.9% (menos 1.4 p.p. que no 1T 2016).

Uma parte significativa da consolidação orçamental resultou do desempenho surpreendentemente positivo do mercado de trabalho nos primeiros três meses do ano. Em particular, a diminuição nas despesas em transferências correntes (principalmente no gasto em subsídios de desemprego), em cerca de 1.4%, permitiu poupanças de 0.9% do PIB; mais ainda, o aumento do emprego causou um aumento de 5.1% nas contribuições sociais, acrescentando 0.2% do PIB à receita. As outras contribuições importantes vieram do aumento em outra receita corrente (0.4 p.p.), da diminuição do gasto em juros (0.3 p.p.) e do desempenho dos gastos em salários (0.2 p.p.), que, apesar de aumentarem, registaram uma subida pequena o suficiente para permitir uma diminuição quando avaliados em percentagem do PIB.

Contribuições Sociais - Contab. Nacional

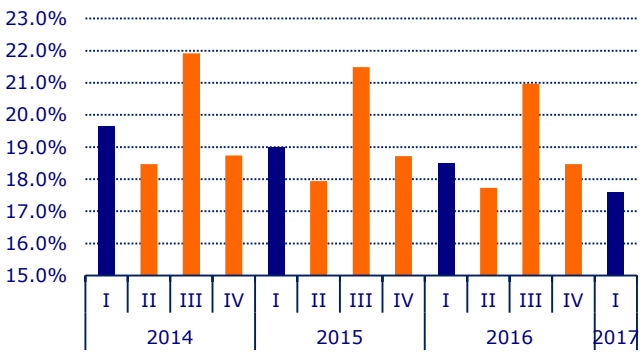
(% do PIB)



Fonte: INE

Transferências correntes - Contab. Nacional

(% do PIB)

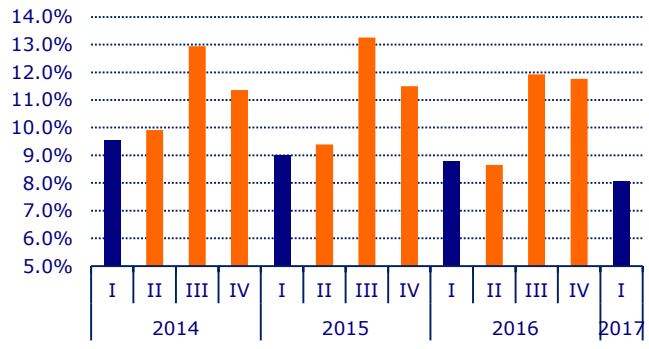


Fonte: INE

Por outro lado, as principais contribuições negativas vieram do comportamento da taxação directa – a receita desta fonte diminuiu 4.6%, uma quebra de EUR 178.5 milhões. Em termos relativos, esta descida representou menos 0.7% do PIB. É de notar que este facto demonstra a transferência da taxação directa para a indirecta – os impostos directos representaram 9.0% do PIB no 1T 2015, 8.8% no T1 2016 e 8.1% no 1T 2017. Em termos absolutos, o aumento da taxação indirecta mais do que compensou esta diminuição, com um aumento de EUR 272.2 milhões nas receitas, mas este desempenho levou a um aumento de apenas 0.9% nas receitas fiscais totais. Em termos relativos, estas representaram menos 0.6 p.p. do que no mesmo período de 2016. O consumo intermédio também contribuiu negativamente para o défice orçamental, acrescentando-lhe 0.2 p.p. – esta despesa cresceu 7.5%.

Impostos directos - Contab. Nacional

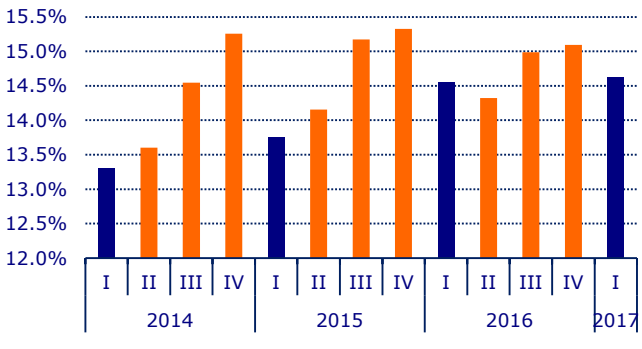
(% do PIB)



Fonte: INE

Impostos indirectos - Contab. Nacional

(% do PIB)

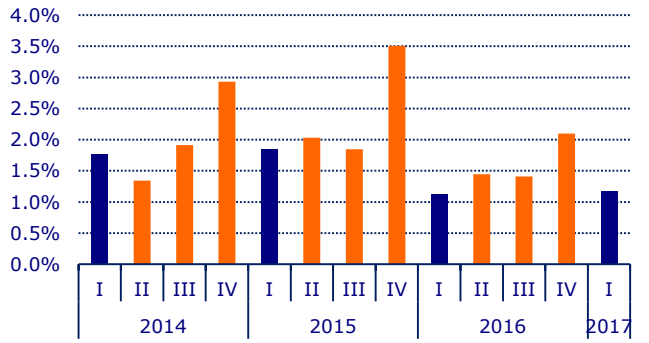


Fonte: INE

Comparando estes dados com a expectativa do Executivo no Orçamento de Estado, verifica-se, por agora, um comportamento abaixo das expectativas tanto da despesa como na receita, embora bastante mais acentuado na primeira. Olhando para as taxas de execução, 21.8% da receita anual foi obtida no primeiro trimestre, abaixo dos 22.3% no primeiro trimestre de 2016. Este comportamento reflecte-se no facto de que a receita cresce abaixo dos 5.7% previsos no OE 2017. A despesa, por outro lado, está ainda mais atrás na execução, quando comparada com 2016: 22.1% da despesa anual ocorreu nos primeiros três meses do ano, quando o mesmo rácio em 2016 era já de 23.0% - a despesa cresceu apenas 0.3%, quando o Executivo previa uma subida de 4.5%.

Investimento público - Contab. Nacional

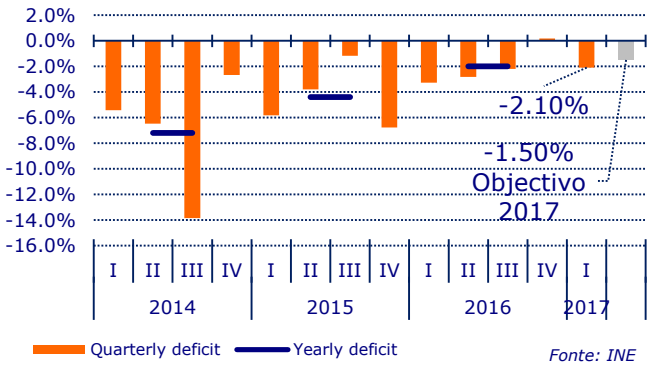
(% do PIB)



Fonte INE

Saldo orçamental - Contab. Nacional

(% do PIB)



Fonte: INE

Assim, assistimos a uma consolidação orçamental bastante significativa (1.2 p.p.) mas, ainda assim, aquém do objectivo de 1.5%. No entanto, em primeiro lugar, há que considerar o objectivo adaptado de 1.7%, retirando as medidas *one-off*. Trata-se da recuperação da garantia estatal do agora extinto BPP (dada em 2008), e que totaliza 0.2 p.p.. Se ajustarmos o rácio da execução do défice orçamental a este facto, este situar-se-ia à volta de 28% do PIB, mais perto dos 26.2% registados no primeiro trimestre de 2016. Além disso, é comum que os primeiros trimestres do ano tenham défices orçamentais mais elevados, o que dá a entender que um desvio de 0.4 p.p. é perfeitamente gerível. **A nossa previsão aponta para um défice orçamental na vizinhança dos 1.7-2.0%, ainda que bastante dependente do desempenho no resto do ano.**

É necessário também mencionar que esta análise não toma em consideração o impacto da recapitalização da CGD, já que a sua classificação estatística está ainda por acordar entre o INE e o Eurostat. De acordo com o INE, esta avaliação deverá estar concluída no máximo até Março de 2018. O aumento de capital deverá chegar a um total de EUR 4874 milhões, dos quais EUR 4444 milhões já foram injectados. Destes últimos, EUR 3944 milhões foram suportados pelo Estado, numa operação concluída no fim de Março. Esta despesa representa 2.1% do PIB, o que facilmente elevaria o défice orçamental acima da regra do PDE dos 3%, isto se toda a operação for contabilizada como parte do défice oficial.

BASES DE DADOS

Indicadores Estruturais
Endividamento do Sector Privado

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Julho e Agosto 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*

Endividamento do Sector Privado					
	2000	2008	2015	Variação 2008 a 2015	Variação 2000 a 2014
Chipre	304.6	285.0	353.7	68.7	49.1
Luxemburgo	n.d.	357.4	343.1	-14.3	n.d.
Irlanda	n.d.	236.5	303.4	66.9	n.d.
Dinamarca	158.1	222.8	292.0	69.2	133.9
Holanda	206.5	216.1	277.1	61.0	70.6
Reino Unido	131.5	181.5	187.5	6.0	56.0
Portugal	**137.1**	**196.2**	**181.5**	**-14.7**	**44.4**
Suécia	138.2	189.9	179.1	-10.8	40.9
Bélgica	113.8	162.2	154.0	-8.2	40.2
Malta	n.d.	152.9	132.2	-20.7	n.d.
Finlândia	93.0	132.0	129.7	-2.3	36.7
Grécia	53.1	113.5	118.5	5.0	n.a.
Itália	75.8	113.9	115.0	1.1	39.2
Espanha	102.5	195.7	114.3	-81.4	11.8
Bulgária	26.8	131.4	110.5	-20.9	83.7
França	99.0	122.2	108.3	-13.9	9.3
Áustria	121.7	127.5	93.5	-34.0	n.a.
Alemanha	122.7	109.4	92.9	-16.5	-29.8
Croácia	n.d.	111.0	89.2	-21.8	n.d.
Eslovenia	n.d.	105.6	87.3	-18.3	n.d.
Estónia	54.0	136.7	81.9	-54.8	n.a.
Polónia	n.d.	67.3	78.8	11.5	n.a.
Eslováquia	47.6	65.3	76.2	10.9	28.6
República Checa	57.0	63.7	68.7	5.0	n.a.
Roménia	26.6	65.5	59.3	-6.2	32.7
Lituânia	30.1	76.7	55.0	-21.7	24.9
Letónia	n.d.	104.6	52.0	-52.6	n.d.
Hungria	56.1	105.6	47.2	-58.4	-8.9
Valores não consolidados					
Estados Unidos	103.5	135.5	111.6	-23.9	8.1

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 Julho e Agosto de 2017*

Julho 2017		
EUA	5	Actas da reunião de política monetária de 14-15 de Junho
UEM	6	Actas da reunião de política monetária de 8 de Junho
G20	7	Cimeira do G20 em Hamburgo
EUA	12	Discurso de Janet Yellen no Congresso
UEM	18	BCE publica resultado do inquérito aos bancos sobre mercado de crédito
UEM	20	Reunião do BCE
Japão	20	Reunião do Banco do Japão
Japão	25	Actas da reunião de política monetária de 15-16 de Junho
EUA	25-26	Reunião de política monetária da Reserva Federal

Agosto 2017		
Reino Unido	3	Reunião de Política monetária do Banco de Inglaterra
Reino Unido	3	Banco de Inglaterra publica relatório de inflação
EUA	5	Actas da reunião de política monetária de 25-26 de Julho
UEM	17	Actas da reunião de política monetária de 20 de Julho

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

	2014	2015	2016							2017						
			Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.
Contas Nacionais (Base 2010)																
PIB	0.9%	1.6%	0.9%	-	-	1.7%	-	-	2.0%	-	-	2.8%	-	-	-	-
Consumo privado	2.3%	2.6%	1.6%	-	-	1.9%	-	-	3.0%	-	-	2.2%	-	-	-	-
Consumo público	-0.5%	0.7%	0.6%	-	-	0.2%	-	-	0.0%	-	-	-0.4%	-	-	-	-
Investimento	5.1%	4.7%	-2.2%	-	-	-1.8%	-	-	3.6%	-	-	5.5%	-	-	-	-
Exportações	4.3%	6.1%	1.9%	-	-	5.5%	-	-	6.6%	-	-	9.7%	-	-	-	-
Importações	7.8%	8.2%	1.5%	-	-	3.9%	-	-	7.7%	-	-	8.0%	-	-	-	-
Preços e salários																
Taxa de inflação média (%)	-0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	1.0	1.0	-	-
Taxa de inflação homóloga (%)	-0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	0.9	0.6	0.9	1.3	1.6	1.4	2.0	1.5	-	-
Taxa de inflação harmonizada (%)	-0.3	0.3	0.7	0.7	0.8	0.7	1.1	0.5	0.9	1.3	1.6	1.4	2.4	1.7	-	-
Inflação de bens (taxa harmonizada)	-1.3	-0.1	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.6	1.4	1.7	1.5	1.1	1.0	-	-
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	1.1	0.9	1.8	1.6	1.4	1.5	2.3	1.2	1.3	1.1	1.5	1.2	4.2	2.7	-	-
Var. de salários sector privado (tx. anualizada; %)	1.0	1.2	1.3	1.8	1.4	1.9	-	-	-	1.7	0.9	3.4	4.1	-	-	-
Nível de actividade																
Indicador coincidente do BdP (tvh)	0.2	1.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.4	1.7	2.1	2.6	3.0	-	-
Índice de produção industrial (tvh)	-1.1	0.9	1.2	-1.1	1.7	0.5	-0.4	2.0	4.2	3.5	2.3	3.5	-1.2	2.4	-	-
Índice de confiança na indústria	-2.8	-2.2	-0.3	-1.8	-3.2	-1.8	0.5	1.0	0.6	1.6	1.6	1.2	2.9	1.3	2.9	-
índice de confiança dos consumidores	-15.8	-10.9	-14.1	-13.5	-13.9	-12.6	-10.8	-7.7	-5.3	-7.0	-5.1	-2.7	-0.6	1.1	3.1	-
Índice de confiança no sector da construção	-39.0	-34.7	-33.4	-32.0	-32.0	-29.6	-30.1	-30.2	-28.6	-29.1	-24.8	-25.6	-23.1	-22.4	-21.0	-
Índice de confiança no comércio a retalho	-0.2	2.1	-0.2	0.6	1.0	1.3	3.1	2.9	1.4	2.4	1.9	-0.4	1.2	1.2	1.5	-
Vendas a retalho (tvh)	2.7	-0.6	3.9	4.0	3.0	2.9	3.8	5.0	3.9	2.2	1.4	4.9	4.9	-	-	-
Vendas de automóveis (tvh)	37.9	10.4	10.9	0.6	12.8	10.6	8.9	23.5	29.3	7.8	4.6	-1.8	17.8	13.4	-	-
Vendas de cimento (tvh)	-9.2	7.3	-2.1	-12.6	0.0	-3.0	-3.8	0.8	4.1	28.7	7.9	21.7	3.7	24.2	-	-
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	10.5	7.5	9.5	7.7	4.2	7.3	12.8	14.9	10.6	12.7	8.2	-1.0	23.2	-	-	-
Taxa de desemprego (%)	13.5	12.2	10.8	-	-	10.5	-	-	10.5	-	-	10.1	-	-	-	-
Exterior																
Balança corrente (ytd; M.E.)	105.4	123.9	-884.7	217.5	771.3	1027.6	1888.7	1767.7	1556.3	-32.5	0.0	190.5	370.4	-	-	-
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-10780.1	-10400.6	-5027.3	-5608.6	-6779.1	-7719.5	-8594.5	-9406.2	-10819.8	-986.6	-1770.1	-2609.9	-3848.4	-	-	-
Exportações mercadorias (tvh)	1.6	3.7	-1.5	-2.0	-1.3	-0.4	-0.7	0.1	0.9	18.6	13.4	17.1	12.8	-	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	4.1	4.3	1.1	0.4	1.1	1.9	1.2	1.9	2.4	16.1	10.4	14.2	9.9	-	-	-
Importações mercadorias (tvh)	3.5	2.2	-1.4	-2.2	-0.9	-0.5	-0.6	0.2	1.2	22.5	15.7	15.4	14.2	-	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	6.3	7.0	4.4	3.3	4.3	4.3	3.8	4.4	4.8	15.3	9.7	11.7	10.2	-	-	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	2827.4	2164.2	-296.6	1182.0	1744.1	2355.1	3118.5	2895.2	3141.7	496.2	571.9	936.4	938.9	-	-	-
Investimento directo em Port. (M.E. - ytd)	9834.8	2030.6	4654.4	4900.7	5448.2	4976.3	5453.5	6310.8	7634.4	931.0	2438.6	3054.7	3798.6	-	-	-
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	7200.4	905.9	1855.6	1908.5	2406.3	2118.3	2411.8	2866.9	3582.9	201.6	332.8	779.8	920.9	-	-	-
Outro invest. em Portugal (M.E.- ytd) (3)	946.8	-10631.1	3809.0	5252.1	2487.5	2197.0	5686.7	9841.8	9111.2	245.9	-2052.2	2777.0	3091.5	-	-	-
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E - ytd) (3)	3970.1	-9621.0	195.9	616.0	349.7	-868.5	-897.5	-1811.1	-3729.5	922.7	-2.0	1837.4	2800.8	-	-	-
Finanças públicas																
Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)	13,305.0	8,537.0	2,694.0	5,164.0	4,360.0	3,806.0	5,466.0	5,169.0	4,693.0	-2.0	423.0	801.0	2,078.0	-	-	-

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

	2014	2015	2016							2017						
			Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.
Matérias Primas																
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	55.76	35.75	48.42	41.01	46.18	47.71	46.69	49.86	55.41	54.68	55.56	52.71	50.88	50.08	48.23	-
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-11.2	-4.9	-4.5	-1.1	6.0	6.9	4.2	-	13.3	21.0	16.7	9.7	2.7	5.7	0.4	-
Custos laborais																
EUA	2.7	2.7	3.1	-	-	3.0	-	-	0.4	-	-	1.1	-	-	-	-
Zona Euro	1.2	1.5	1.1	-	-	1.4	-	-	1.5	-	-	1.5	-	-	-	-
Japão	0.9	0.0	1.4	1.2	0.0	0.0	0.1	-4.5	0.5	0.3	0.4	0.0	0.5	-	-	-
Taxas de juro de curto prazo																
EUA	0.26	0.61	0.65	0.76	0.84	0.85	0.88	0.93	1.00	1.03	1.06	1.15	1.17	1.21	1.30	-
Zona Euro	0.06	-0.13	-0.29	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.34	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-
Japão	0.11	0.08	-0.02	-0.01	-0.03	-0.03	-0.03	-0.07	-0.05	-0.01	-0.01	0.03	0.00	-0.02	0.00	-
Taxas de juro de longo prazo																
EUA	2.17	2.27	1.47	1.45	1.58	1.59	1.83	2.38	2.44	2.45	2.39	2.39	2.28	2.20	2.30	-
Alemanha	0.54	0.63	-0.13	-0.12	-0.07	-0.12	0.16	0.28	0.21	0.44	0.21	0.33	0.32	0.30	0.47	-
Japão	0.33	0.27	-0.22	-0.19	-0.06	-0.09	-0.05	0.03	0.05	0.09	0.06	0.07	0.02	0.05	0.09	-
Taxas de câmbio efectivas																
EUA (+ valorização;-depreciação)	8.4	10.7	5.2	4.2	1.3	1.3	3.2	4.0	4.5	2.2	1.6	3.2	4.1	2.6	0.9	-
Zona Euro	-5.2	-5.6	3.0	3.9	1.4	1.3	3.5	4.4	1.9	0.4	-0.1	-1.1	0.4	2.4	3.0	-
Japão	-7.9	6.9	24.2	21.1	19.6	18.8	18.2	12.4	7.0	5.5	1.8	3.6	3.0	0.5	-8.3	-
Preços no produtor																
EUA	-0.6	-2.7	-2.0	-2.0	-1.9	-0.1	0.7	0.4	1.9	2.9	3.7	3.7	3.9	2.6	-	-
Zona Euro	-2.7	-2.9	-3.1	-2.6	-1.9	-1.5	-0.5	0.0	1.6	3.9	4.5	3.9	4.3	3.3	-	-
Japão	1.8	-3.6	-4.5	-4.2	-3.8	-3.3	-2.7	-2.3	-1.2	0.5	1.1	1.4	2.1	2.1	-	-
Preços no consumidor																
EUA	0.8	0.7	1.0	0.8	1.1	1.5	1.6	1.7	2.1	2.5	2.7	2.4	2.2	1.9	-	-
Zona Euro	-0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1	1.8	2.0	1.5	1.9	1.4	1.3	-
Japão	2.4	0.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	0.1	0.5	0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4	-	-
Massa monetária																
EUA (M2)	5.9	5.7	7.0	7.0	7.2	7.2	7.6	7.3	7.1	6.6	6.3	6.3	6.0	5.9	-	-
Zona Euro (M3)	3.8	4.6	5.1	5.1	5.0	5.1	4.5	4.7	5.0	4.8	4.7	5.3	4.9	5.0	-	-
Japão (M2)	3.6	3.1	3.3	3.3	3.2	3.4	3.6	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.0	3.9	-	-

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

	2014	2015	2016							2017						
			Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.
Crescimento do Produto																
EUA (anualizado)	2.3	0.9	1.4	-	-	3.5	-	-	2.1	-	-	1.4	-	-	-	-
Zona Euro (q/q)	0.4	0.4	0.3	-	-	0.4	-	-	0.5	-	-	0.6	-	-	-	-
Japão (q/q)	0.7	-0.2	0.4	-	-	0.3	-	-	0.3	-	-	0.3	-	-	-	-
Desemprego																
EUA	5.6	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.6	4.7	4.8	4.7	4.5	4.4	4.3	-	-
Zona Euro	11.3	10.4	10.1	10.0	9.9	9.9	9.8	9.7	9.6	9.6	9.4	9.4	9.3	9.3	-	-
Japão	3.4	3.3	3.1	3.0	3.1	3.0	3.0	3.1	3.1	3.0	2.8	2.8	2.8	3.1	-	-
Confiança das Empresas																
EUA - Índice de confiança PME	100.3	95.2	94.5	94.6	94.4	94.1	94.9	98.4	105.8	105.9	105.3	104.7	104.5	104.5	-	-
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-4.9	-2.0	-2.8	-2.6	-4.3	-1.8	-0.7	-1.1	0.0	0.8	1.3	1.3	2.6	2.8	4.5	-
Japão - Índice Tankan (global)	15.0	18.0	17.0	-	-	16.0	-	-	16.0	-	-	16.0	-	-	18.0	-
Confiança dos Consumidores																
EUA - Índice da Universidade de Michigan	93.6	92.6	93.5	90.0	89.8	91.2	87.2	93.8	98.2	98.5	96.3	96.9	97.0	97.1	95.1	-
Índice do Conference Board	93.1	96.3	97.4	96.7	101.8	103.5	100.8	109.4	113.3	111.6	116.1	124.9	119.4	117.6	118.9	-
Zona Euro - Índice do Eurostat	-11.1	-5.8	-7.3	-8.0	-8.6	-8.3	-8.0	-6.2	-5.2	-4.9	-6.4	-5.1	-3.6	-3.3	-1.3	-
Japão - Índice do ESRI	38.3	41.8	42.5	41.6	42.6	43.0	42.0	40.5	42.5	43.0	42.7	44.1	43.1	43.9	43.8	-
Indicador Avançado da OCDE																
EUA	109.9	110.6	111.6	111.8	112.0	112.3	112.6	113.0	113.3	113.7	113.9	114.2	-	-	-	-
Zona Euro	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão	104.3	105.2	105.5	105.7	105.8	106.0	106.2	106.4	106.5	106.7	106.8	107.0	-	-	-	-
Indicador da Actividade Industrial																
EUA - ISM manufacturas	54.9	47.9	52.8	52.3	49.4	51.7	52.0	53.5	54.5	56.0	57.7	57.2	54.8	54.9	57.8	-
PMI manufacturas	50.6	53.2	52.8	52.0	51.7	52.6	53.5	53.7	54.9	55.2	55.4	56.2	56.7	57.0	57.4	-
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	101.9	101.6	102.9	103.0	103.4	103.3	103.4	103.7	103.7	103.3	103.9	103.2	105.4	-	-	-
Produção Industrial (t.v.h.)																
EUA	3.2	-3.3	-0.8	-1.2	-1.3	-1.2	-0.8	-0.4	0.8	0.0	0.5	1.3	2.1	2.2	-	-
Zona Euro	1.0	0.9	0.9	-0.4	2.3	1.4	0.8	3.1	2.4	0.3	1.6	2.2	1.4	-	-	-
Japão	-0.1	-2.1	-1.6	-4.2	4.5	1.5	-1.2	4.4	3.1	3.2	4.7	3.5	5.7	6.8	-	-
Vendas a Retalho (t.v.h.)																
EUA	3.9	3.1	3.0	2.3	2.1	3.2	4.0	3.7	4.0	5.6	4.7	4.8	4.6	3.8	-	-
Zona Euro	3.3	3.4	1.9	2.1	1.4	1.3	3.0	2.8	1.6	1.6	1.9	2.7	2.6	2.6	-	-
Japão	-1.4	-3.1	-5.5	-5.3	-3.3	-4.7	-4.7	-0.4	-1.4	0.2	-0.2	2.9	1.6	4.9	-	-
Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)																
EUA	-751.5	-761.9	-374.1	-436.8	-498.0	-557.4	-620.8	-687.7	-752.5	-69.0	-134.2	-200.3	-268.7	-336.2	-	-
Zona Euro	182.1	238.6	260.8	255.5	261.9	267.6	263.8	264.9	268.4	262.2	260.7	262.3	253.5	-	-	-
Japão	-12,874.9	-2,739.1	1,716.6	2,007.8	2,352.8	2,627.0	3,012.7	3,379.1	3,690.8	135.0	746.7	886.0	1,043.6	1,177.4	-	-

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

Data	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
01-jun-17	1.1219	124.53	0.8723	1.0883	111.00
02-jun-17	1.1217	125.02	0.8727	1.0893	111.46
05-jun-17	1.1249	124.30	0.8713	1.0856	110.50
06-jun-17	1.1258	123.12	0.8723	1.0851	109.36
07-jun-17	1.1217	122.78	0.8691	1.0843	109.46
08-jun-17	1.1229	123.77	0.8676	1.0856	110.22
09-jun-17	1.1176	123.44	0.8764	1.0863	110.45
12-jun-17	1.1221	123.30	0.8855	1.0857	109.88
14-jun-17	1.1203	123.58	0.8796	1.0874	110.31
16-jun-17	1.1167	124.33	0.8745	1.0885	111.34
19-jun-17	1.1199	124.26	0.8752	1.0870	110.96
20-jun-17	1.1156	124.25	0.8814	1.0854	111.38
21-jun-17	1.1147	124.21	0.8781	1.0857	111.43
22-jun-17	1.1169	124.27	0.8817	1.0867	111.26
23-jun-17	1.1173	124.36	0.8781	1.0851	111.30
26-jun-17	1.1187	124.93	0.8783	1.0881	111.67
27-jun-17	1.1278	126.16	0.8837	1.0883	111.86
28-jun-17	1.1375	127.53	0.8853	1.0913	112.11
29-jun-17	1.1413	128.59	0.8799	1.0935	112.67
30-jun-17	1.1412	127.75	0.8793	1.0930	111.94
Var. Mês %	1.72	2.59	0.81	0.43	0.85
Var. em 2017 %	9.05	3.93	3.28	2.04	-4.69
Média mensal	1.1233	124.72	0.8771	1.0875	111.03

Fonte: BPI, BCE.

Taxas Oficiais de Conversão do Euro

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

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

MTC-II

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

Fonte: BCE.

Taxas de Juro Internacionais

04.Jul.17

	O/N	1 Mês	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	-0.43%	-0.40%	-0.37%	-0.31%	-0.19%
USD	1.17%	1.22%	1.30%	1.46%	1.75%
JPY	-0.02%	-0.02%	0.00%	0.02%	0.12%
GBP	0.22%	0.25%	0.30%	0.46%	0.67%
CHF	-0.77%	-0.78%	-0.73%	-0.65%	-0.49%

Fonte:BPI, Reuters
Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2015	2016	2017											
			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 (10^6 euros)	264,422	261,150	260,298	262,045	264,652	268,889	-	-	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10^6 euros)	2,886	-2,596	1,820	-46	1,228	3,029	-	-	-	-	-	-	-	-
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas														
Emissões brutas OT's (10^6 euros)[1]	0	0	2,974	1,359	1,162	1,367	1,486	-	-	-	-	-	-	-
Emissões brutas BT's (10^6 euros)[1]	998	0	2,186	1,280	1,444	1,287	1,989	-	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10^6 euros)[2]	2,104	-811	1,822	2,739	-45	3,755	-	-	-	-	-	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10^6 euros)														
Saldo em final do mês (10^6 euros)	33,848	33,606	33,946	33,898	34,741	34,439	-	-	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10^6 euros)[3]	1,340	77	377	-62	849	7	-	-	-	-	-	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10^6 euros)														
Saldo em final do mês (10^6 euros)	51,509	45,836	45,845	43,613	44,435	44,203	-	-	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10^6 euros)[3]	-235	-1,716	-39	-2,279	737	-232	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10^6 euros)	119,879	131,258	133,146	135,441	135,350	138,988	139,401	-	-	-	-	-	-	-
BT's	15,023	15,136	14,774	16,054	15,035	16,322	15,564	-	-	-	-	-	-	-
OT's	103,865	110,076	112,326	113,396	114,323	115,675	116,899	-	-	-	-	-	-	-
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	-	-	-	-	-	-	-
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	940	5,995	5,995	5,940	5,941	6,940	6,887	-	-	-	-	-	-	-
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10^6 euros)	5,745	3,109	3,243	3,322	2.396.39	2,872	2,887	2,828	-	-	-	-	-	-
Valor de Obrig. na posse de não residentes[4]	78,144	63,916	-	-	65,125	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.8	0.6	-	-	0.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Transac. de Obrig. do Tesouro no MEDIP.[5] (média diária) (10^6 euros)	141	87	165	248	171	259	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVLP,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

06.Jul.17

Título	Maturidade	Saldo vivo (10^6 EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
Obrig. do Tesouro								
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	7,069	0	11	4.450%	104.29	0.94	-0.106%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,139	1	11	4.750%	109.08	1.89	0.057%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	11,244	2	11	4.800%	113.34	2.81	0.240%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	13,640	3	9	3.850%	112.40	3.55	0.522%
OTs 7 Anos 15	2022-10-17	7,180	5	3	2.200%	104.93	4.92	1.230%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	8,558	6	3	4.950%	118.94	5.39	1.748%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,711	6	7	5.650%	122.29	5.58	2.013%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	12,613	8	3	2.875%	103.12	7.12	2.920%
Ots 10 anos 16	2026-01-21	7,983	8	6	2.875%	101.30	7.38	2.920%
Ots 10 anos 17	2027-04-14	4,513	9	9	4.125%	109.79	8.02	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,915	12	7	3.875%	104.92	9.80	3.388%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	8,604	19	9	4.100%	106.32	13.51	3.645%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	3,000	27	7	4.100%	103.74	16.06	4.131%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	3,000	28	4	4.100%	96.93	16.13	4.131%

Fonte:BPI.
Nota: O YTM é uma taxa anual.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções

	04.07.2017	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	3,479.5	-3.0	4.7	5.6	26.7	2016-07-06	-5.3	2017-05-08	23.5	14.8
DJ EURO STOXX	376.8	-2.6	6.4	7.5	28.1	2016-07-06	-4.2	2017-05-08	25.1	15.2
DJ EUROPE STOXX 50	3,144.5	-3.1	2.7	4.1	15.2	2016-11-04	-4.4	2017-05-16	12.6	15.4
DJ EUROPE STOXX	382.3	-2.6	4.4	5.7	20.4	2016-07-06	-3.7	2017-05-15	17.8	15.7
MSCI EUROPE	1,567.2	-2.1	5.5	6.7	13.9	2016-12-02	12.6	2016-11-25	18.9	15.6
BBG US INTERNET	138.2	-8.1	10.1	11.9	25.3	2016-07-06	-9.1	2017-06-09	23.4	27.9
FTSE 100	7,357.2	-2.1	2.4	3.1	14.5	2016-07-06	-3.1	2017-06-02	12.5	15.1
DAX	12,437.1	-3.2	7.1	8.1	33.4	2016-07-06	-4.2	2017-06-20	30.2	13.7
CAC 40	5,174.9	-2.5	5.6	6.4	27.4	2016-07-06	-4.9	2017-05-08	24.3	15.3
PSI-20	5,181.2	-1.8	9.8	10.8	20.1	2016-07-06	-3.3	2017-06-14	18.0	18.1
IBEX 35	10,566.7	-3.0	11.3	12.9	34.4	2016-07-06	-5.6	2017-05-08	30.9	14.8
DOW JONES INDUST.	21,479.3	1.3	7.7	8.7	21.3	2016-07-06	-0.4	2017-07-03	19.7	17.7
S&P 500	2,429.0	-0.4	7.0	8.5	17.1	2016-07-06	-1.0	2017-06-19	15.5	18.6
NASDAQ COMPOSITE INDEX	6,110.1	-3.1	11.6	13.5	27.7	2016-07-06	-3.7	2017-06-09	25.7	23.0
S&P UTILITIES	586.4	0.6	7.7	9.0	22.2	2016-07-06	-1.2	2017-06-19	19.8	19.0
S&P FINANCIALS INDEX	415.1	6.9	5.4	7.4	38.8	2016-07-06	-1.0	2017-03-01	35.3	15.0
NIKKEI 225	20,081.6	-0.4	2.9	5.1	32.9	2016-07-08	-1.2	2017-06-20	28.2	17.5
BOVESPA	63,231.6	1.3	1.9	5.0	24.4	2016-07-06	-9.0	2017-02-23	22.0	11.7
MSCI WORLD	1,465.2	-0.8	5.8	7.4	11.7	2016-11-16	9.8	2016-11-25	17.4	16.9

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções (cont.)

	04.07.2017	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	290.2	-6.9	-4.0	-0.9	7.9	2016-12-02	-7.9	2017-05-31	-2.2	16.4
DJ EUROPE BANK	186.9	3.7	6.4	10.0	61.0	2016-07-06	-2.2	2017-05-08	55.3	13.0
DJ EUROPE TECHNLGY	412.7	-5.2	12.5	12.4	35.0	2016-07-06	-6.0	2017-06-02	32.2	22.1
DJ EUROPE INDUSTRIAL	513.1	-1.8	9.8	10.6	31.6	2016-07-06	-3.0	2017-06-20	28.9	18.6
DJ EUROPE INSURANCE	280.8	1.5	3.0	4.2	38.0	2016-07-06	-1.2	2017-05-10	32.9	11.6
DJ EUROPE MEDIA	280.1	-4.9	-1.5	-1.0	11.5	2016-11-09	-5.5	2017-06-02	6.4	16.5
DJ EUROPE FINANCIAL	471.6	-1.9	12.3	13.9	36.8	2016-07-06	-3.9	2017-05-15	33.9	17.4
DJ EUROPE OIL&GAS	292.3	-3.5	-11.0	-9.8	8.7	2016-08-03	-12.1	2017-01-03	1.8	15.3
DJ EUROPE UTILITY	291.2	-5.2	5.3	4.4	13.8	2016-11-21	-7.3	2017-06-09	-1.2	14.1
DJ EUROPE AUTO	544.6	-3.6	-2.1	0.0	34.7	2016-07-06	-7.7	2017-05-10	30.6	7.8
DJ EUROPE CONSTRUCT	456.8	-3.3	7.4	7.5	29.9	2016-07-06	-5.6	2017-05-08	27.5	18.1
DJ EUROPE HEALTHCARE	763.0	-5.0	3.7	6.0	15.9	2016-11-04	-6.1	2017-06-22	0.7	17.3
DJ EUROPE PR & HO GOODS	858.8	-4.7	12.9	11.7	20.7	2016-11-10	-4.9	2017-06-02	n.a.	19.5
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	257.1	-3.9	7.3	8.6	24.1	2016-07-06	-5.2	2017-06-02	n.a.	16.0
DJ EUROPE BAS.RESR	401.5	4.9	1.4	2.7	43.2	2016-07-06	-10.5	2017-02-13	40.3	11.8
DJ EUROPE FOOD&BEV	653.6	-3.9	5.8	6.8	14.8	2016-12-02	-4.7	2017-06-20	2.0	21.5
DJ EUROPE CHEMICAL	906.8	-4.3	4.5	5.1	25.1	2016-07-06	-5.8	2017-06-20	n.a.	17.0
DJ EUROPE RETAIL	304.6	-6.1	-0.9	-2.7	9.6	2016-07-06	-7.5	2017-05-23	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	126.3	1.6	-2.0	4.1	17.9	2016-07-06	-4.8	2017-03-16	11.6	7.9
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	932.3	-4.8	14.0	15.4	32.6	2016-07-06	-5.6	2017-06-09	30.6	18.2
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	712.7	-2.8	7.9	10.0	17.2	2016-11-04	-2.8	2017-06-02	13.9	20.2
S&P CONSUMER STAPLES	566.2	-3.7	6.1	6.5	10.8	2016-12-01	-3.8	2017-06-05	0.5	20.7
S&P ENERGY	487.5	2.3	-12.8	-12.1	3.8	2017-06-21	-15.0	2016-12-13	-5.3	31.4
S&P HEALTH CARE	918.3	2.8	12.9	15.2	20.4	2016-11-03	-2.1	2017-06-22	10.1	17.2
S&P MATERIALS	340.5	1.0	6.8	9.1	20.6	2016-07-06	-1.3	2017-06-14	17.1	19.4
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	155.4	-2.7	-13.4	-12.0	1.8	2016-11-14	-16.2	2016-07-05	-15.5	13.0
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*

		Preços						Variação				
	Peso	**06.Jul.17**	**1 mês**	**3 meses**	**6 meses**	**12 meses**	**31.dez.15**	**1 mês**	**3 meses**	**6 meses**	**12 meses**	**ytd**
CRB Futuros												
Índice Global	100%	174.1	179.8	188.3	194.8	190.8	193.7	-3.2%	-7.5%	-10.6%	-8.8%	-10.1%
CRB Energia												
Petróleo		46.0	47.9	47.9	47.9	47.9	47.9	-4.1%	-4.1%	-4.1%	-4.1%	-4.1%
Heating oil		149.4	150.4	150.4	150.4	150.4	150.4	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
Gas natural		2.9	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1224.1	1294.4	1250.3	1173.4	1367.1	1151.7	-5.4%	-2.1%	4.3%	-10.5%	6.3%
Platina		906.4	963.3	955.7	966.5	1086.9	901.6	-5.9%	-5.2%	-6.2%	-16.6%	0.5%
Prata		15.9	17.7	18.2	16.5	20.2	16.0	-10.1%	-12.7%	-3.6%	-21.0%	-0.4%
CRB Agrícola												
Milho		380.3	379.0	379.0	379.0	379.0	379.0	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
Sementes de soja		977.0	910.5	910.5	910.5	910.5	910.5	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Trigo		525.8	519.0	519.0	519.0	519.0	519.0	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
CRB Alimentares												
Cacau		1911.0	3366.0	3366.0	3366.0	3366.0	3366.0	-43.2%	-43.2%	-43.2%	-43.2%	-43.2%
Café		127.7	114.3	114.3	114.3	114.3	114.3	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
Sumo de laranja		137.5	106.8	106.8	106.8	106.8	106.8	28.7%	28.7%	28.7%	28.7%	28.7%
Açúcar		13.6	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	-7.8%	-7.8%	-7.8%	-7.8%	-7.8%
CRB Industriais												
Cobre		264.8	233.1	233.1	233.1	233.1	233.1	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
Algodão		74.5	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
CRB Gado												
Bovino		112.6	130.2	118.8	114.8	112.8	119.0	-13.5%	-5.2%	-1.9%	-0.2%	-5.4%
Suíno		91.8	81.7	63.9	64.0	81.6	66.2	12.4%	43.6%	43.5%	12.5%	38.8%

Fonte: Bloomberg.

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

BANCO BPI, S.A.

Rua Tenente Valadim, 284
Telef.: (351) 22 207 50 00
4100 - 476 PORTO
Telefax: (351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 - 9º
Telef.:(351) 21 724 17 00
1269-067 LISBOA
Telefax: (351) 21 353 56 94