› **Mercado Cambial** **Mercados**

Euro sobreavaliado é motivo de preocupação

▫ **Investidores e operadores de mercado têm-se sentido mais confortáveis em manter e reforçar posições longas em euros contra dólares e libras, confirmando o sentimento geral do mercado mais positivo em relação à moeda única europeia. Segundo algumas informações de mercado, a posição líquida longa em euros é a maior desde 2011 e a líquida curta em dólares é igualmente a mais significativa desde 2014.** Desde o início do ano e até ao momento, o euro apreciou-se 13% e 8.5% face ao dólar e à libra, respectivamente. De facto, os actuais 1.19 e 0.92 são considerados os pontos de equilíbrio do momento, perante os factores de mercados descontados, embora a análise da Paridade dos Poderes de Compra (PPC) indique que existe uma situação de um euro sobrevalorizado face a dólar e libra. O encontro de Jackson Hole, com a participação dos principais representantes dos bancos centrais, não trouxe informações adicionais e não fez alterar as principais tendências cambiais.

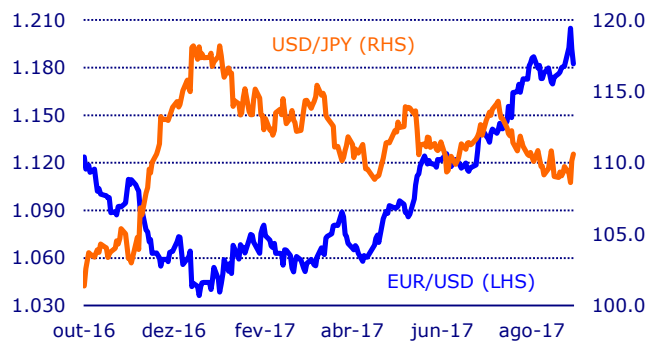
▫ É conhecido o actual e futuro ciclo da política monetária tanto nos EUA como na Zona Euro, embora haja carência de detalhes de transição. **O futuro das políticas monetárias nos dois lados do Atlântico podem-se resumir em poucas palavras: BCE – remoção gradual das actuais medidas expansionistas; Fed – normalização do balanço, após terminado há algum tempo o suporte da retoma económica e iniciado o ciclo de subida das taxas de juro.** No entanto, não é conhecido o calendário, ritmos e duração destas esperadas acções a implementar por estes dois importantes bancos centrais. Passado Jackson Hole, são aguardadas informações adicionais acerca do andamento futuro das referidas políticas monetárias, quando também é sabido que são assuntos tratados com grande cautela, dadas as implicações que têm ao nível financeiro e no contexto dos equilíbrios que se vão gerando na globalidade dos mercados. Ninguém está interessado em criar turbulência e imprevisibilidade.

▫ **Continua a ser factor negativo para o dólar a falta de actuação da Administração Trump quanto às promessas ainda não concretizadas ao nível económico e fiscal; entretanto ficou resolvida até ao final do ano a questão do limite máximo da dívida que permita aos organismos estatais continuarem a funcionar durante os próximos meses.** As recentes devastações no Texase Flórida, devido a furacões, aceleraram o processo de aprovação no Congresso Norte-Americano.

▫ **A continuada apreciação do euro tem preocupado autoridades e empresas europeias. Pela voz de Mario Draghi, ficou a saber-se da preocupação do BCE, visto que o nível cambial da moeda poder vir a ser limitativo tanto de mais inflação como de mais crescimento.** Os últimos dados económicos conhecidos indicam que a inflação acelerou ligeiramente em Agosto (+1.5% em termos homólogos, quando o objectivo do BCE é a proximidade dos 2.0%) e que o crescimento e expectativas dos agentes económicos se encontram em valores máximos dos últimos anos. E a moeda espelha tudo isto. **O EUR/USD, câmbio âncora do mercado, chegou a estar acima de 1.20 no final de Agosto, valor máximo desde Janeiro de 2015. Acredita-se que os factores de mercado indicados dão suporte para a manutenção do EUR/USD nos actuais níveis.**

EUR/USD acentua tendência de subida; USD/JPY volátil mas sem direcção definida

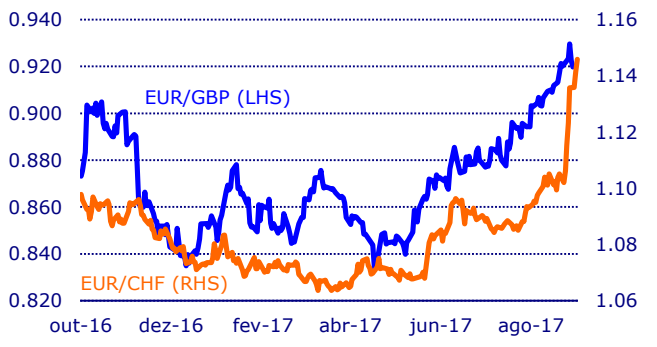
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

EUR forte face à GBP e ao CHF. Os contactos para o Brexit decorrem e banco central helvético actua

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



Fonte: Reuters, BPI

▫ **No caso da libra, sempre acreditámos que o processo de Brexit seria penalizador para a moeda britânica, à medida que se fossem conhecendo as dificuldades nas negociações com a União Europeia. Presentemente, a libra acentuou a tendência de depreciação em relação às principais moedas, enquanto se aguardam detalhes relativos ao plano mais completo de Brexit proposto pelo Reino Unido.** Para além da questão ligada com o movimento de europeus e britânicos num contexto de existência de fronteiras, que será menos dificultado do se previa antecipadamente (uma das questões mais esgrimidas na campanha pelo Brexit), não se conhece a resolução de questões importantes ao nível de acesso aos mercados, novo quadro fiscal, etc. **Entretanto, é notória uma degradação da situação económico-financeira britânica, com especial destaque para o menor crescimento em cadeia (0.2% no 1ºT17 e 0.3%**

EURO SOBREAVALIADO É MOTIVO DE PREOCUPAÇÃO (cont.)

no 2ºT17, tendo o 1º semestre tido o pior desempenho desde 2012, para além de que as estimativas anuais dos economistas apontam para que o crescimento do PIB britânico abrande para 1.5% este ano e se situe em 1.3% em 2018, depois da expansão de 1.8% em 2016) a para a degradação da balança corrente (o défice no 4ºT16 foi de -12.1 mil milhões de libras, ou 2.4% do PIB, passando para -16.9 mil milhões de libras no 1ºT17, ou 3.4% do PIB). As importações têm vindo a aumentar, contrastando com a queda das exportações, registando-se igualmente um abrandamento no investimento e no consumo das famílias. Assim, o EUR/GBP evoluiu para valores acima das 0.92 libras por euro, valores que não eram vistos desde Outubro de 2016. Acredita-se que a tendência de subida do EUR/GBP não deverá estar esgotada.

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

31.Ago.2017

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.1154	1.1825	6.02%
EUR/JPY	113.76	130.81	14.98%
EUR/GBP	0.8573	0.9197	7.29%
EUR/CHF	1.0957	1.1446	4.46%

Fonte: BPI.

Cotações a Prazo

31.Ago.2017

Moedas	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.1875	1.1929	1.2053
EUR/JPY	130.92	131.01	131.23
EUR/GBP	0.9212	0.9230	0.9271
EUR/CHF	1.1457	1.1426	1.1412

Fonte: BPI.

Agostinho Leal Alves

› Mercado Monetário

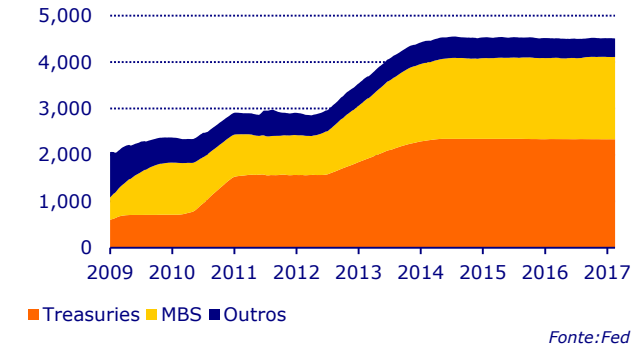
Bancos centrais pacientes

▫ **BCE:** Do que foi dado a conhecer ao longo dos últimos meses por parte dos dirigentes do Banco Central Europeu (BCE), prevê-se que em 2018 decorrerá a redução gradual da liquidez cedida mensalmente à economia através dos instrumentos monetários não convencionais (compra de dívida soberana e corporativa, que actualmente corresponde ao montante global mensal de 60 mil milhões de euros). Por outro lado, acredita-se que os níveis das taxas de juro directoras não serão alterados senão após o fim do programa de compra de activos. A autoridade monetária europeia tem mostrado alguma preocupação com o comportamento da inflação, que teima em não acentuar a tendência de subida em direcção ao objectivo dos 2%, sendo a sua aceleração um factor importante para a alteração da política monetária. Os valores da inflação de Agosto na Zona Euro dão um sinal positivo, mostrando uma ligeira aceleração, tendo os preços no consumidor subido para 1.5% (1.3% em Julho), em termos homólogos. Ainda assim, a inflação subjacente (que não contempla os preços da alimentação e da energia), a mais observada pelo Banco Central Europeu (BCE), manteve-se nos 1.3%, a mesma taxa do mês anterior. O facto de o euro permanecer forte em termos cambiais face às restantes moedas limita a importação de inflação e pode ser uma "barreira" a um maior ritmo de crescimento da actividade económica. E, segundo Mario Draghi, esta questão tem sido debatida no âmbito dos comités monetários e tem gerado preocupação. Quanto à política monetária em si, possivelmente na reunião de Outubro se conhecerá o programa mais detalhado do tapering. Especula-se que, num primeiro momento, o montante global mensal poderá ser reduzido em 20 mil milhões de euros (MME), para 40 MME.

▫ **FED:** Quanto à Fed permanecem em aberto questões relacionadas com o modo como a redução do balanço irá decorrer, nomeadamente a velocidade da normalização. Para além de que se pode questionar qual será a dimensão normal do balanço e o efeito que a redução dos reinvestimentos dos títulos vencidos terá no comportamento das *yields* dos títulos de taxa fixa norte-americanos. Já em relação à continuação da subida dos juros, a depreciação recente do dólar sugere que o mercado assumiu que a Fed subirá menos vezes os juros até final do próximo ano (segundo algumas análises, no limite inferior, apenas uma vez). De facto, segunda as probabilidades dos analistas (calculadas pela Bloomberg), a possibilidade de subida ainda este ano é praticamente nula. Ou longo de 2018, as probabilidades de novas subidas nas reuniões de Junho (dia 13), Agosto (dia 1) e Setembro (dia 26), encontram-se em torno de 40%.

Dívida pública dos EUA e MBS dominam o balanço da Fed

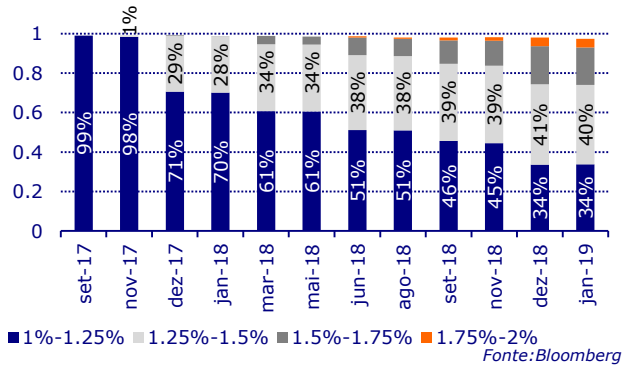
(mil milhões de USD)



Fonte:Fed

Futuros da taxa de juro dos fed-funds: diminui probabilidade atribuida ao movimento de subida

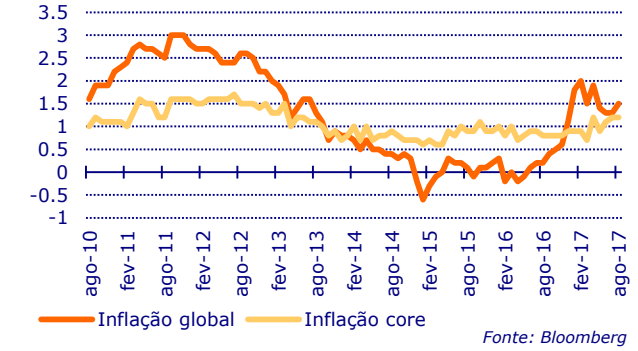
(probabilidades implícitas nos futuros dos fed-funds)



Fonte:Bloomberg

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

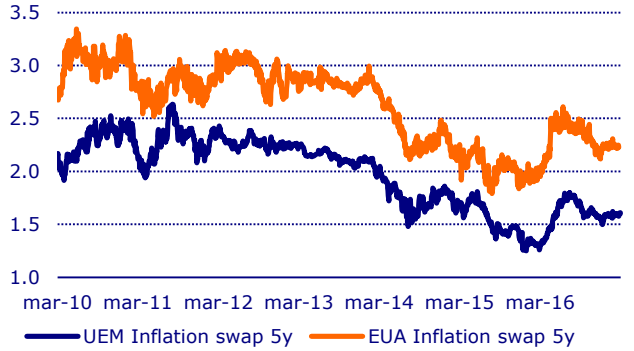
(%)



Fonte: Bloomberg

Expectativas inflacionistas apontam para ausência de factores de pressão nos preços

(%)



Fonte: Bloomberg

Agostinho Leal Alves

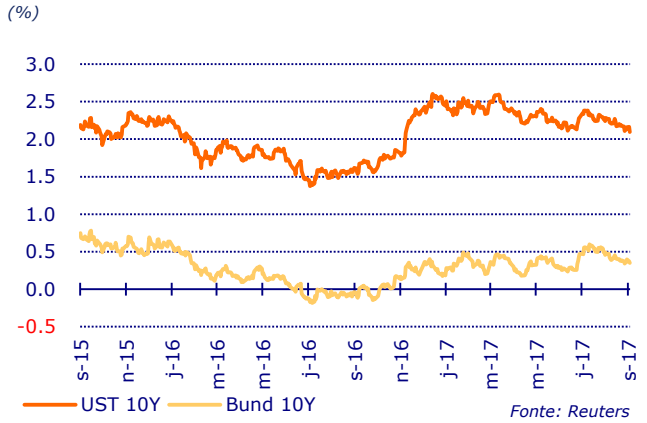
MERCADOS › **MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA**

MERCADO DE TAXA FIXA SEM HISTÓRIA

▫ **EUA&UEM:** As *yields* dos títulos de referência mantêm a tendência de queda observada desde Julho. Incerteza quanto ao andamento da economia norte-americana será o principal factor por detrás do movimento de queda do UST 10 anos, contagiando o mercado europeu, cuja solidez da economia justificaria o posicionamento da *yield* do *Bund* a 10 anos num nível superior ao observado. Em Agosto e primeiros dias de Setembro, a taxa de rentabilidade do UST a 10 anos transaccionou num intervalo entre 2.09% e 2.29%, sendo que o nível mais baixo foi observado já nos primeiros dias de Setembro; no mesmo período a *yield* do *Bund* a 10 anos situou-se num intervalo entre 0.34% e 0.5%, tendo a tendência sido a mesma do *benchmark* norte-americano. No curto prazo, factores de ordem geopolítica reflectir-se-ão em movimentos de fuga para a qualidade, beneficiando a procura de activos de refúgio, pelo que as *yields* deverão manter-se deprimidas. No médio prazo, continuamos a esperar um movimento de recuperação gradual das *yields*, beneficiando de perspectivas de crescimento mais benignas e da retirada (muito gradual) dos estímulos monetários pelos bancos centrais.

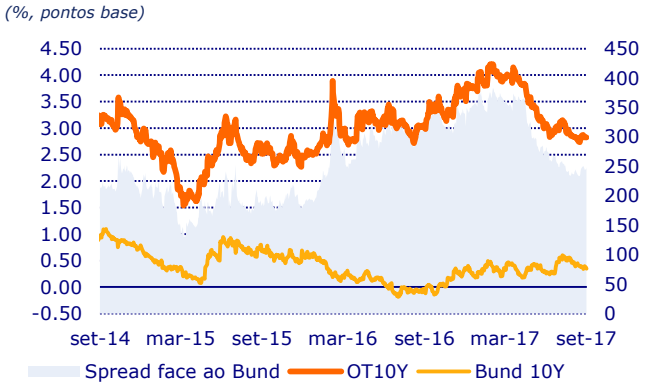
▫ **Portugal:** A revisão do *outlook* pela Moodys no início de Setembro para positivo vem reforçar a expectativa de que no prazo de 12-18 meses Portugal poderá voltar a ser classificado como um activo de qualidade por mais de uma agência de *rating*. A melhor avaliação do risco pelos investidores/agências de *rating*, os sinais de crescimento benigno e o esforço de contenção orçamental que transparece da informação em base de contabilidade pública disponível até Julho – crescimento de 0.5% yoy da despesa vs 4.4% orçamentado e de 3.2% yoy da receita vs 3.9% orçamentado – justificam que o prémio de risco exigido à dívida pública portuguesa face à dívida alemã se mantenha abaixo dos 250 pontos base. Na proximidade da discussão do Orçamento de Estado (apresentado na AR em meados de Outubro) ou após o anúncio do BCE do início do *tapering*, aguardado para Outubro, poderá assistir-se a um movimento de agravamento do *spread*, mas que deverá revelar-se pontual. No médio prazo, a expectativa de que o esforço de consolidação orçamental não seja interrompido, com consequências positivas na redução do rácio de dívida pública, e a esperada revisão em alta da classificação do risco por parte de uma ou mais das principais agências de *rating*, traduzir-se-á na consolidação da tendência de queda do prémio exigido à dívida pública portuguesa.

Mercado de Dívida Pública: *yields* resistem à subida



Fonte: Reuters

Prémio de risco *Bund-OT* continua a estreitar



Fonte: Reuters, calc. BPI

Classificação Risco País - Portugal

	Rating LP	Classe de Investimento	CP	Classe de Investimento	*Outlook*	Última alteração		Último Movimento		Próxima revisão
						Rating	*Outlook*	*Rating*	*Outlook*	
Moodys	Ba1	Não investimento	P2	Forte capacidade de cumprimento de compromissos	Positivo	2014-07-25	2017-09-01	↑	↑	2018
Fitch	BB+	Não investimento	B	Risco especulativo	Positivo	2014-07-08	2017-06-16	↑	↑	2017-12-15
S&P	BB+ unsolicited	Não investimento	B unsolicited	Risco especulativo	Estável	2015-09-18	2015-09-18	↑	-	2017-09-15
DBRS	BBB low	Investimento	R-2M	Capacidade de cumprimento compromissos adequada	Estável	2012-12-01	2014-05-23	↑	-	2017-10-20

Fonte: Bloomberg.

Teresa Gil Pinheiro

› Mercados Accionistas

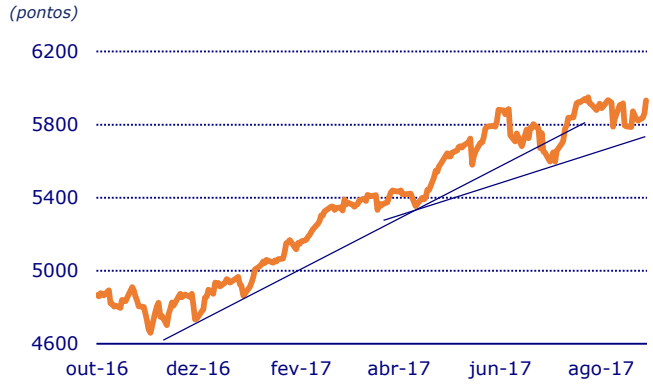
O risco geopolítico voltou e o investimento recuou

▫ **Para além das expectativas que rodeiam as políticas monetárias da Reserva Federal norte-americana e do Banco Central Europeu e que têm influenciado os movimentos financeiros (genericamente, políticas gradualmente menos expansionistas levam à redução dos investimentos nos mercados accionistas, dada o aumento potencial da rentabilidade de outros activos), surgiu recentemente o risco geopolítico, que gera incerteza e leva à fuga de investimento para activos menos voláteis.** De facto, enquanto se aguarda maior definição acerca da evolução das políticas monetárias nos dois lados do Atlântico ganhou importância o aumentou da tensão entre a Coreia do Norte, os países vizinhos e os EUA, pelo facto de o primeiro manter atitudes bélicas provocatórias. A maior parte das bolsas registaram movimentos de venda expressivos, reflexo da preocupação dos investidores. Comparativamente aos EUA, a Europa foi mais afectada por esta questão, registando correcções com maior significado.

▫ **Pode-se confirmar que o ano tem sido bastante positivo ao nível da valorização das acções e dos índices bolsistas, embora recentemente tenha surgido a construção de movimentos de correcção, que retirou uma pequena parte dos ganhos.** Mas existe uma outra tendência: as bolsas norte-americanas mantêm-se num nível superior às europeias, não só porque têm ganhos acumulados superiores, como já ultrapassaram os valores máximos de períodos que antecederam as grandes crises financeiras de 2001/02 e 2008/09, facto que não acontece com os índices europeus (a excepção é o DAX alemão e o FOOTSIE britânico). Após terem alcançado os valores máximos de sempre (no início de Agosto), o DJI, o S&P500 e o NASDAQ corrigiram entre 2.5% e 3.5%. Já EUROSTOXX, DAX, FOOTSIE, CAC40, IBEX35 e PSI20, que registaram valores máximos do ano (só DAX e FOOTSIE alcançaram máximos recorde) em Maio, corrigiram entre 4% e 9%. A perspectiva de fim das actuais medidas monetárias de apoio às economias europeias, assim como das taxas de juro de referência negativas, retiraram algum brilho na evolução dos índices europeus.

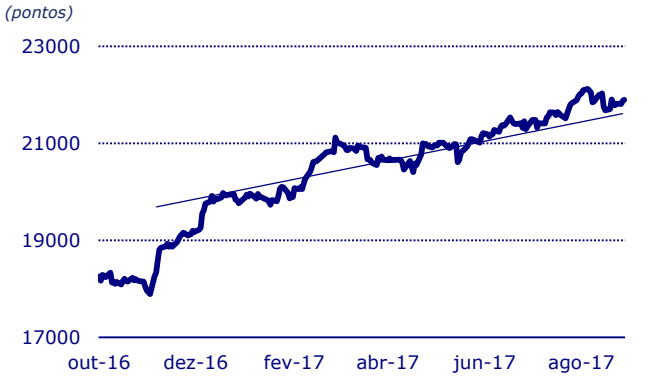
▫ **O bom desempenho do PSI20 na primeira metade de 2017 (+10%), em contraste com a evolução decepcionante em 2016 (neste ano, o PSI20 verificou uma perda acumulada de 11%), reflecte o regresso dos investidores à bolsa nacional, mas também tem servido de atracção a capital estrangeiro.** O investimento norte-americano nas empresas nacionais lidera através das gestoras *Capital Group* e *BlackRock Global Funds*, seguindo-se o fundo soberano norueguês *Norges Bank*, com destaque para a aposta no sector energético através da EDP e REN. O bom momento económico do país, no contexto de uma Europa economicamente mais pujante, dá garantias acrescidas.

Persiste a tendência de subida do DJI



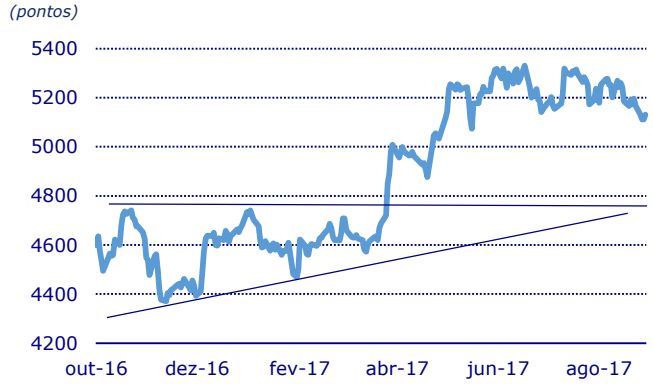
Fonte: Reuters

NASDAQ volta a aproximar-se de máximos



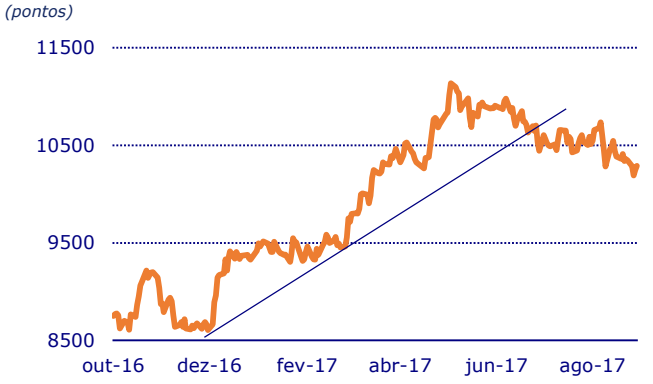
Fonte: Reuters

PSI20 com dificuldade em alcançar novos máximos



Fonte: Reuters

IBEX 35 em proccesso de correcção



Fonte: Reuters

Agostinho Leal Alves

Mercados › **Mercado de *Commodities***

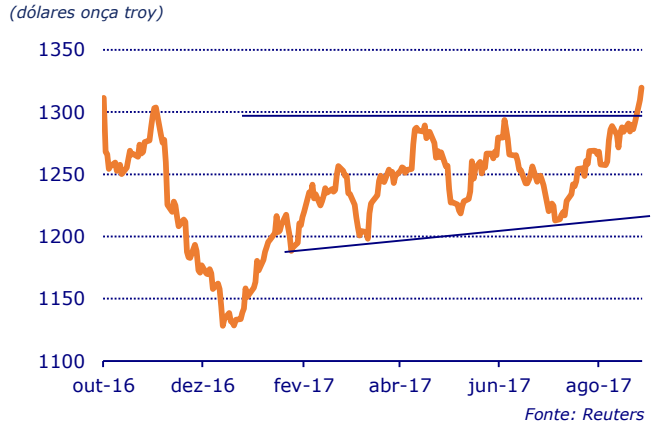
O preço do ouro encontra-se em valores máximos do ano

▫ **O preço do ouro (onça *troy*) encontra-se presentemente a testar e ultrapassar definitivamente os $1300, no contexto de uma dinâmica de subida, que alcançou os $1350. O preço de referência para o ouro tem sido os $1300 pois, por três vezes este ano, o mercado se aproximou deste nível e corrigiu de imediato, embora formando uma evolução suportada do preço.** Podemos dizer que, até recentemente, na quase totalidade de 2017, o preço do outro evoluiu dentro do intervalo largo definido entre $1200 e $1300. E, desde Janeiro, existe um ganho acumulado de 13%, sendo das melhores ***performances*** desde 2010, encontrando-se a par das apreciações acumuladas registadas na bolsa norte-americana – o DJI, o S&P500 e o NASDAQ acumulam até ao momento ganhos de 9%, 9% e 19%, respectivamente. Entre o receio, o risco e a ambição de proveitos, estes dois mercados estranhamente apresentam evoluções semelhantes. De facto, não é tão raro acontecer esta situação, que pode ser explicada pela existência abundante de liquidez e pode igualmente resultar da diversificação de investimentos. Embora as bolsas se encontrem suportadas, surgem com frequência receios relativamente à sua valorização e aos níveis alcançados. Assim, os investidores mais dinâmicos tanto se mantêm no mercado accionista (para não perderem a tendência) como complementarmente se protegem entrando no mercado do ouro.

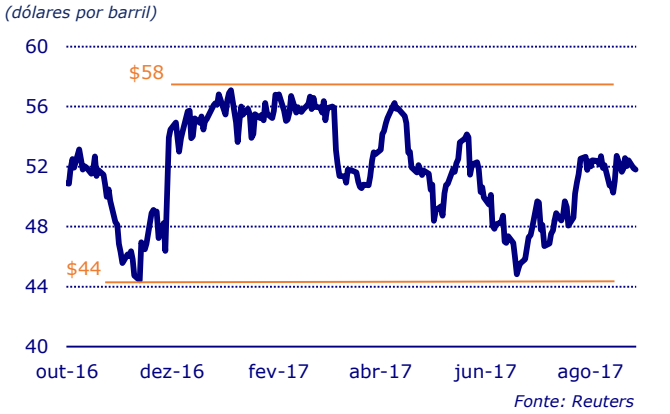
▫ **Os factores de suporte do preço do ouro encontram ancorados no receio e na incerteza: a possibilidade de agravamento da tensão entre a Coreia do Norte e os EUA, do ponto de vista bélico, está a gerar o actual dinamismo de refúgio no ouro; também o factor Trump no que respeita ao suporte e andamento da economia norte-americana, chegou a colocar-se a questão de paralisia dos serviços públicos (entretanto, ultrpassada no congresso)**

▫ **No mercado da energia, o preço do Brent tem evoluído em torno dos $52 o barril, mostrando alguma estabilização.** De facto, em Agosto, o Brent manteve-se dentro do intervalo estreito compreendido entre $50 e $53.65. Apesar de estar em vigor o acordo de corte de produção entre os países da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) mais a Rússia, a Agência Internacional de Energia (AIE) reconhece que, em termos globais, a produção tem vindo a aumentar consecutivamente ao longo dos últimos três meses. **A oferta total, em termos homólogos, aumentou em 500 mil barris por dia (kb/d), reflexo do aumento da produção dentro e fora da OPEP, com grande contribuição dos EUA e da Líbia. Com este cenário, e considerando que a procura se mantém estável, não parece provável uma subida expressiva do preço.**

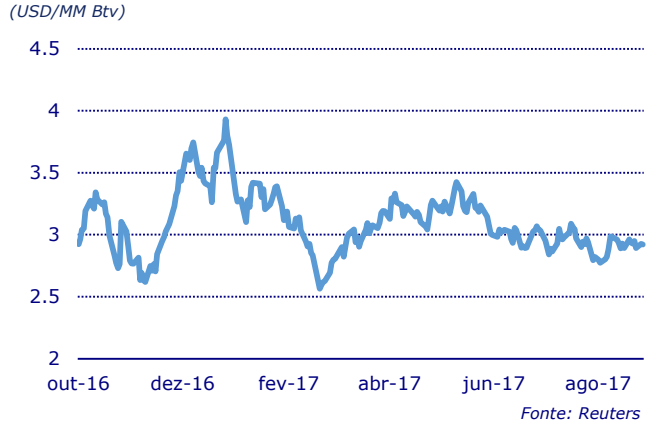
No ouro, o mercado testa barreira dos $1300



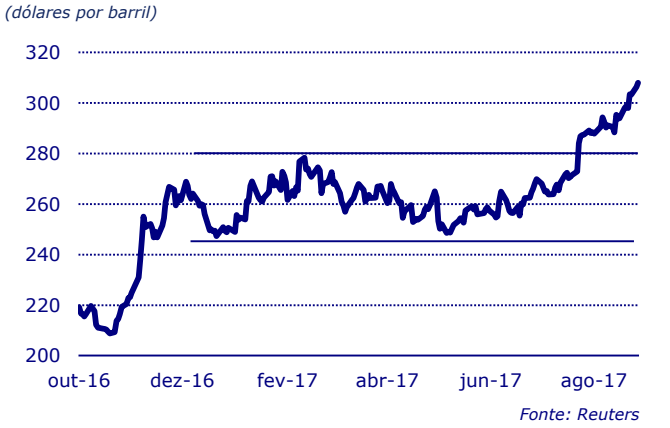
Preço do Brent permanece em torno de $52



Preço do gás natural tem tido evolução estável



Preço do cobre acentua tendência de subida



Agostinho Leal Alves