

MERCADO CAMBIAL

MERCADOS

EM 2018 EXISTIRÁ UMA CONFRONTAÇÃO DE FACTORES QUE BALANCEARÁ O MERCADO

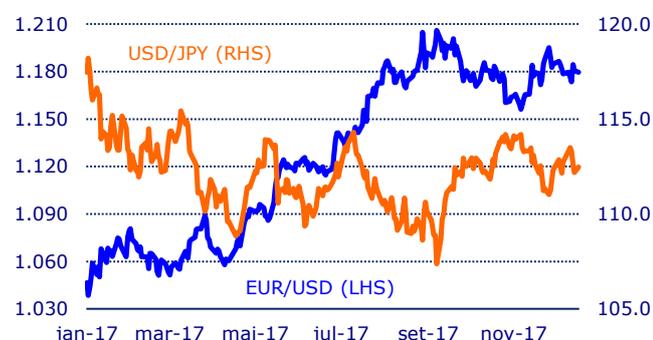
□ **Relativamente às principais moedas, o ano de 2017 pode-se resumir num facto inquestionável: a valorização do euro relativamente às moedas rivais, que se pode mesmo traduzir numa situação de sobrestimação da moeda única (utilizando cálculos através da Paridade do Poder de Compra) contrariando as previsões feitas há um ano atrás.** De facto, investidores e operadores de mercado sentiram-se confortáveis com a manutenção de posições longas em euros contra as restantes divisas, nomeadamente contra posições curtas em dólares. O EUR, desde o início do ano e até perto do final do ano, registou uma apreciação acumulada de cerca de 12% em relação ao USD, 8% face a CHF e JPY e 3% perante a GBP. O EUR/USD, de 1.05 no início do ano (e na altura referia-se como provável a paridade entre as duas moedas) chegou a ultrapassar 1.20 em Setembro (câmbio que não era visto desde início de 2015). Passada a crise das dívidas soberanas, que afectou a credibilidade do euro e abalou as estruturas mais sólidas da UEM, levando à adopção por parte do BCE de uma política monetária ultra expansionista, o regresso lento à "normalidade" trouxe uma maior aposta no euro. As expectativas quanto à solidez do crescimento da Zona Euro e assim como quanto à remoção das medidas monetárias não convencionais levaram à maior procura de euros contra as restantes moedas. Nesta fase foi crucial a firmeza do BCE e do seu líder Mario Draghi. Deu igualmente suporte ao euro, a melhoria significativa do cenário macroeconómico, o regresso em força da confiança dos agentes económicos e o reforço da solidez das empresas. Por exemplo, o índice de negócios da IFO para a Zona Euro encontra-se no nível mais alto em 60 anos.

□ **Do lado do dólar (segundo o *Bank of International Settlements/BIS*, o USD continua a ser a moeda dominante em mais de 80% das transacções cambiais), as expectativas de maior suporte ao crescimento por parte das políticas da nova Administração (o Presidente Trump tomou posse a 20 de Janeiro) foram-se desvanecendo à medida que o tempo foi passando e foram sendo adiados os planos de obras públicas e de introdução de um novo pacote fiscal.** Foi igualmente significativo, em termos políticos, a oposição do Congresso (dominado pelo Partido Republicano) às medidas iniciais prometidas em campanha eleitoral, como o fim imediato do programa abrangente de cuidados médicos, conhecido por Obamacare. A desconfiança quanto à eficácia do novo Presidente reflectiu-se de forma expressiva na moeda norte-americana, embora no campo económico a actividade crescesse a bom ritmo e o mercado de trabalho se encontrasse próximo do pleno emprego. Quanto à política monetária, prosseguiu o ciclo de subida das taxas de juro que, embora tenha ampliado o diferencial de juros para o euro (em toda a extensão da curva de rendimentos, o diferencial para outras moedas foi sempre mais vantajoso para o dólar), não trouxe uma significativa apreciação da moeda, pois os movimentos já tinham sido antecipados pelos mercados e tornaram-se num não-factor.

□ **Apesar do JPY se ter desvalorizado em relação ao EUR (mais por via da moeda europeia), manteve grande firmeza face ao USD.** De facto, o USD/JPY manteve uma grande estabilização ao longo de 2017, para além da normal volatilidade diária. Na maior parte do ano, o USD/JPY variou dentro do intervalo largo compreendido entre 107 e 116, sem tendência. As autoridades nipónicas sempre defenderam uma maior estabilidade da moeda (o banco central nunca hesitou em fazer intervenções no mercado de forma a evitar movimentos de apreciação da sua moeda), em período de relançamento económico e de implementação de políticas ultra expansionistas.

No 4ºT, tanto EUR/USD como USD/JPY mostram uma evolução estável, sem tendência

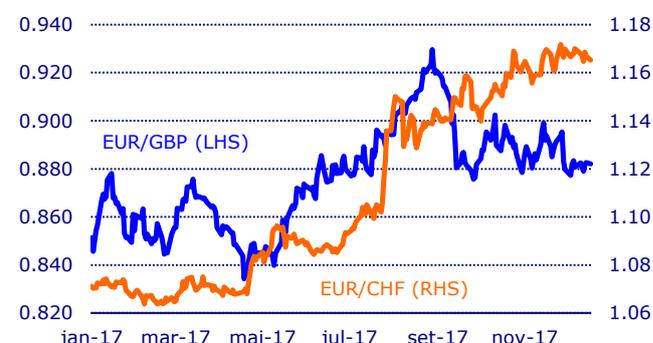
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

EUR/GBP estabilizou nos valores das últimas semanas; EUR/CHF em máximos c/interv. do b.central

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



Fonte: Reuters, BPI

□ **A GBP acabou por ter um comportamento de maior estabilização na segunda metade do ano, depois do movimento de depreciação ocorrido entre Maio e Agosto.** O EUR/GBP começou o ano no patamar dos 0.85, alcançando os 0.93 em Agosto e terminando em torno de 0.88. O Brexit e os avanços e recuos de todo o processo condicionaram a libra ao longo do último ano. E até Março de 2019, data do divórcio definitivo do Reino Unido da UE, será sempre um dos principais factores de mercado, já que falta definir as relações comerciais futuras com cada um dos países europeus e os restantes blocos mundiais.

MERCADOS

MERCADO CAMBIAL

EM 2018 EXISTIRÁ UMA CONFRONTAÇÃO DE FACTORES QUE BALANCEARÁ O MERCADO (cont.)

□ Em 2017, o CHF verificou um importante movimento de depreciação em relação ao EUR, com a conivência explícita do banco central helvético. O EUR/CHF iniciou o ano em 1.07 e terminou perto dos 1.17 (uma desvalorização de cerca de 9%), num processo liderado pela autoridade monetária. Existe interesse absoluto no arranque e sustentabilidade do crescimento económico e na subida da inflação.

□ Em 2018, as moedas mais relevantes nas transacções cambiais vão ser postas à prova face aos diversos factores de mercado que, invariavelmente, podem vir a ter efeitos antagónicos: factor determinante para a firmeza do euro será a continuação do cenário de forte crescimento económico, que preferencialmente arrastará a inflação para níveis mais altos (perto dos 2%, segundo o objectivo do BCE); também será importante o desenrolar de todo o processo de gestão de *tapering* - redução progressiva das medidas não convencionais de política monetária, sabendo-se que será lento e cauteloso; nos EUA, perante os últimos dados económicos que reforçam a possibilidade de o crescimento se manter forte e a inflação reforçar a subida (as expectativas de inflação a médio prazo são agora melhores), a Fed estima que possam vir a acontecer mais três subidas das taxas de juro em 2018 e mais duas em 2019. A gestão de expectativas dos mercados relativamente ao ciclo de subida das taxas irá ser determinante na formação de tendências e no grau de volatilidade que possa surgir nas principais cotações; embora o diferencial de juros não tenha, para já, grande relevância no valor do USD face às restantes divisas, a sua ampliação futura poderá trazer uma percepção diferente; em 2018 entrará em vigor o novo plano fiscal norte-americano, que poderá dar um impulso adicional às empresas e ao consumo interno, gerando-se um ambiente económico favorável ao USD; prevê-se que os bancos centrais do Japão e da Suíça mantenham a actual postura em termos de política monetária e cambial, não se esperando por isso uma alteração significativa dos câmbios do JPY e do CHF; a GBP deverá permanecer sob pressão com o decorrer do processo de Brexit; no entanto, um acordo menos penalizador para a economia britânica poderá manter o EUR/GBP em torno dos actuais níveis; mas poderá haver um factor desestabilizador que está a ser antecipado pelos analistas - a convocação de eleições legislativas antecipadas e a possibilidade de haver uma mudança de governo dos Conservadores para os Trabalhistas (Corbyn trocaria com May). Estes são alguns dos factores que condicionarão os movimentos cambiais no próximo ano.

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

18.Dez.2017

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.0494	1.1795	12.40%
EUR/JPY	120.63	132.66	9.98%
EUR/GBP	0.8547	0.8821	3.21%
EUR/CHF	1.0709	1.1652	8.81%

Fonte: BPI.

Cotações a Prazo

18.Dez.2017

Moedas	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.1854	1.1919	1.2069
EUR/JPY	132.78	132.89	133.16
EUR/GBP	0.8841	0.8860	0.8911
EUR/CHF	1.1663	1.1632	1.1620

Fonte: BPI.

Variação em 2017

	02.01.2017	19.12.2017	Var. %
EUR/USD	1.0529	1.1780	11.88
USD/JPY	116.91	112.53	-3.75
EUR/JPY	123.12	132.58	7.68
EUR/GBP	0.8516	0.8804	3.38
EUR/CHF	1.0720	1.1613	8.33

Fonte: Reuters, BPI

· MERCADO MONETÁRIO

MERCADOS

REDUÇÃO DOS ESTÍMULOS MONETÁRIOS GANHA TRACÇÃO

□ **O bom comportamento da economia global traduziu-se em discursos mais optimistas por parte dos bancos centrais e que se materializaram em sinais de normalização, ainda muito gradual, da política monetária dos principais bancos centrais. A Reserva Federal encerrou o ano, colocando o intervalo da taxa dos Fed Funds em 1.25-1.5% e iniciou o processo de redução da dimensão do balanço, através da diminuição dos reinvestimentos dos montantes em carteira que atingem a maturidade. O Banco de Inglaterra, para fazer face à subida da taxa de inflação, elevou a taxa repo para 0.5%, apesar do enfraquecimento da economia. E o BCE anunciou a redução para 30 mil milhões (metade do valor actual) das compras que irá fazer de activos de longo prazo, com efeitos a partir de Janeiro de 2018. Finalmente, Banco do Japão e o Banco Nacional da Suíça mantiveram as suas políticas inalteradas ao longo de todo o ano, mas os cenários de médio prazo afiguram-se mais positivos, podendo observar-se alguma apetência pela redução dos estímulos monetários, pelo menos a nível verbal. Para 2018, o nosso cenário central são de que nos EUA se mantenha a normalização gradual do nível da taxa de juros dos *fed-funds*; na zona euro as principais taxas directoras não deverão ser alteradas, mas o programa de compra de activos poderá realmente finalizar em Setembro.**

□ **Reserva Federal:** Em 2017 a melhoria da actividade económica e a sólida recuperação do mercado de trabalho permitiram a elevação do intervalo da taxa dos *fed-funds* por três vezes, colocando-o no final do ano em 1.25-1.5%. A normalização do nível da taxa directora foi acompanhada pela preparação do mercado para o início da normalização da dimensão do balanço, que culminou com o anúncio de que a partir de Outubro se iniciaria a redução dos reinvestimentos dos títulos em carteira que atingem a maturidade. Em 2018 mantém-se a perspectiva de normalização gradual da política monetária, com destaque para a expectativa de que ao longo do ano serão anunciados 3 aumentos da taxa directora, o que a concretizar-se significará que no final do próximo ano, o intervalo da taxa dos *fed-funds* estará em 2-2.25%. Este é o nosso cenário central, que se encontra em linha com aquele traçado pela própria Reserva Federal na reunião de Dezembro. Importante no seio da Reserva Federal é a tomada de posse do seu novo Presidente – Jerome Powell – em Fevereiro e a alteração na composição do FOMC, tanto pela saída de alguns dos seus governadores, que terão de ser substituídos, como pela rotatividade de 4 dos vários presidentes das Reservas Federais Regionais. Estes dois últimos factores são aqueles que poderão introduzir alterações ao esperado andamento da política monetária norte-americana (dependendo de quem será nomeado para os lugares vagantes e sobre quem incidirá a escolha através do sistema de rotatividade), já que Jerome Powell tem mostrado maior apetência em prosseguir com a política levada a cabo por Jannet Yellen.

Reserva Federal: Cenário macroeconómico (%)					BCE: Cenário macroeconómico (%)				
		2017	2018	2019		2017	2018	2019	
PIB real	dez-17	2.1	2.0	1.9	PIB real	dez-17	2.4	2.3	1.9
	set-17	2.0	2.0	1.8		set-17	2.2	1.8	1.7
Taxa de desemprego	dez-17	4.5	4.5	4.5	Taxa de desemprego	dez-17	9.1	8.4	7.8
	set-17	4.6	4.5	4.6		set-17	9.1	8.6	8.1
Inflação	dez-17	1.9	2.0	2.0	Inflação	dez-17	1.5	1.4	1.5
	set-17	1.9	2.0	2.0		set-17	1.5	1.2	1.5
Inflação core	dez-17	1.8	2.0	2.0	Inflação core	dez-17	1.0	1.1	1.5
	set-17	1.8	2.0	2.0		set-17	1.1	1.3	1.5
Fed-funds	dez-17	1.4	2.1	2.9					
	set-17	1.1	1.9	2.6					

□ **Banco Central Europeu:** As principais taxas directoras mantiveram-se inalteradas ao longo de todo o ano em 0.0% no caso da taxa principal de refinanciamento, em -0.4% a taxa dos depósitos e em 0.25% a de cedência de fundos. Adicionalmente continuou a afirmar que os principais instrumentos de política monetária não serão alterados enquanto estiver em vigor o programa de compra de activos de longo prazo, devendo, inclusive, não o ser (sobretudo a taxa refi) imediatamente após o termo do *quantitative easing*. Relativamente a este último, a melhoria económica da zona euro e a ultrapassagem de alguns factores de risco, nomeadamente no campo político, permitiram que esta autoridade monetária iniciasse a redução dos estímulos monetários. Assim, em Abril, os montantes das compras mensais foram reduzidas para 60 mil milhões de euros (mme), menos 20 mme do que anteriormente, e em Outubro anunciou que a partir de 2018 reduzirá as compras mensais para 30 mme. Esta medida estará em vigor até Setembro de 2018, continuando em aberto a possibilidade de prolongamento e/ou aumento em caso de verificação de algum factor que ponha em causa o cenário central traçado pela autoridade monetária do euro. Caso se mantenha o cenário de expansão económica e se verifique o retorno da taxa de inflação a níveis em torno do objectivo do banco central, então este poderá decidir pelo fim das compras mensais em Setembro. De notar, contudo, que tal será acompanhado por uma política de reinvestimento dos títulos na posse do BCE que entretanto maturam, pelo que o suporte dado pelo banco central continuará

MERCADOS

MERCADO MONETÁRIO

REDUÇÃO DOS ESTÍMULOS MONETÁRIOS GANHA TRACÇÃO (cont.)

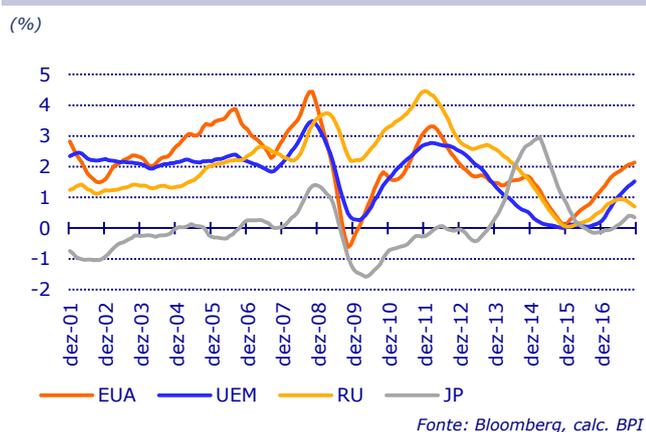
para lá de 2018, antecipando-se assim que as condições financeiras se mantenham muito acomodáticas durante todo o ano, devendo a taxa Euribor 3 meses manter-se em terreno negativo e possivelmente próximo dos níveis actuais, ie um pouco abaixo de -0.30%.

▫ **Banco de Inglaterra:** Num cenário de aceleração do ritmo de crescimento dos preços, o Banco de Inglaterra decidiu, pela primeira vez numa década, subir a sua principal taxa de juro de referência (repo rate) em 25 pontos base, colocando-a em 0.50%. Paralelamente, manteve o programa de compra de dívida pública, num total de 435 mil milhões de libras, e de dívida das empresas, num total de 10 mil milhões de libras. Em 2018, o Banco de Inglaterra deverá manter uma postura muito cautelosa, na medida em que a permanência da taxa de inflação acima do nível desejado pelo próprio banco central será acompanhada pela perspectiva de arrefecimento da economia. Num cenário de aceleração mais significativa do ritmo de crescimento dos preços não se exclui a possibilidade deste banco central elevar em mais 25 p.b. a taxa directora.

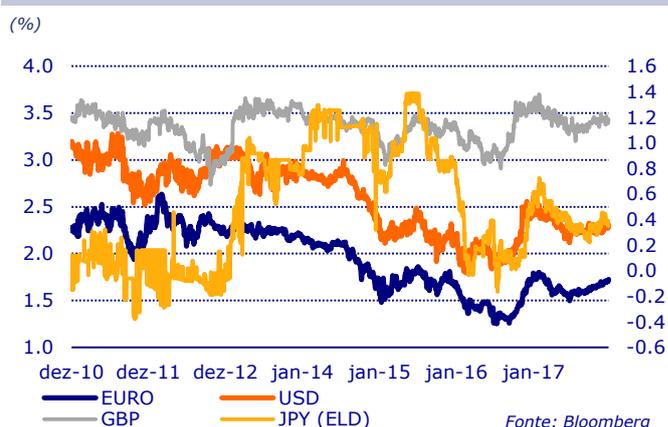
▫ **Banco do Japão:** manteve inalterada a sua política monetária durante o ano de 2017, mas a verificação de melhoria no desempenho da economia e comportamento mais benigno da taxa de inflação traduziram-se numa alteração do discurso do seu governador, que em Novembro referiu a existência de riscos negativos associados a uma política monetária excessivamente acomodática, nomeadamente no que respeita ao constrangimento da actividade bancária associada à permanência das taxas de juro em terreno negativo. Contudo, o Japão poderá ao longo de 2018 continuar a enfrentar alguns obstáculos à normalização da sua política monetária, na medida em que se antecipa que o crescimento possa ser mais moderado do que em 2017 e porque a inflação poderá manter-se abaixo de 1.0%. Neste cenário, atribuímos maior probabilidade a que não se verifiquem alterações significativas nas decisões deste banco central.

▫ **Banco Nacional da Suíça:** o intervalo de variação da Libor do franco suíço a 3 meses manteve-se entre -1.25% e -0.25% e a taxa de colocação de depósitos junto do banco central em -0.75% ao longo de todo o ano. Manteve também ao longo do ano uma postura intervencionista no mercado cambial. De forma a evitar riscos de apreciação mais significativa do franco suíço, o Presidente do BNS afirmou na reunião de Dezembro a inexistência de riscos de que a inflação ultrapasse o objectivo de 2.0% no curto-prazo, sinalizando assim, a intenção de manter as taxas de juro em níveis reduzidos. O cenário para o comportamento da inflação foi revisto em alta, antecipando agora que o ritmo de crescimento dos preços seja de 0.7% em 2018 (0.4% em Setembro) e de 1.1% em 2019. Pela primeira vez desde 2011, surge uma previsão da inflação superior a 2% (2.1%) em 2020.

Inflação médias anual: sinais de aceleração



Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps



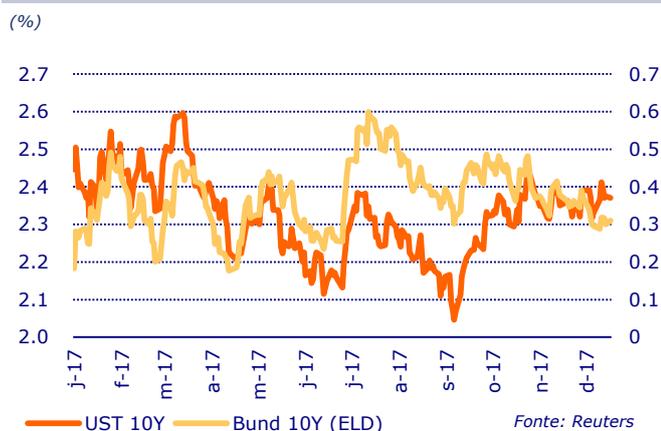
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

MERCADOS

PERDA CONTIDA DE VALOR EM 2018

- Em 2017 a evolução do mercado de taxa fixa continuou condicionada pela permanência de políticas monetárias expansionistas e baixos níveis de inflação. Estes factores limitaram o movimento de subida das taxas de rendibilidade dos principais *benchmarks* nos EUA e na zona euro, que embora recuperando dos mínimos registados no ano anterior, se mantiveram em níveis muito baixos. Já entre os países da periferia, foram observados movimentos mais significativos, nomeadamente no caso da dívida pública portuguesa, que beneficiou do facto de duas agências de *rating* terem elevado a avaliação do risco, voltando a colocar Portugal na classe de investimento. Para 2018, os principais factores que impedem a subida das *yields* mantêm-se activos, mas menos fortes, pelo que se antecipa alguma perda de valor dos títulos de taxa fixa.
- Mercado de dívida pública norte-americano:** Em 2017, as taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos transaccionaram num intervalo entre 2.05-2.60%, tendo o mínimo sido observado em Julho e o máximo em Março. A ausência de pressões inflacionistas e o impasse em torno do pacote fiscal – finalmente aprovado – da Administração Trump, associados a um movimento de normalização da política monetária muito lenta foram os principais factores a limitar o movimento ascendente das *yields* norte-americanas. Também este ano se assistiu a um movimento de horizontalidade da curva de rendimentos norte-americana, movimento este que deverá ser acompanhado, na medida em que poderá indiciar preocupações dos investidores quanto à possibilidade de a economia estar a entrar num período de inversão de ciclo. Para 2018, as perspectivas para o mercado de taxa fixa são moderadamente negativas, na medida em que a expectativa de que a economia manterá uma trajectória de crescimento, possivelmente impulsionada pela entrada em vigor do novo pacote fiscal e de que a Reserva Federal continuará a elevar de forma muito lenta o nível da taxa directora, tenderão a reflectir-se em subida das *yields* (e conseqüente perda de valor dos títulos de taxa fixa). Contudo, as expectativas inflacionistas continuam contidas e as previsões para evolução da inflação sugerem que esta se poderá situar pouco acima de 2.0%, pelo que se espera que o movimento de subida da *yield* do UST a 10 anos se revele contido. No final de 2018, deverá situar-se em torno de 3.3%. Os principais factores de risco associados a este cenário relacionam-se com os efeitos no crescimento que uma eventual materialização de políticas comerciais mais isolacionistas possam vir a ter.
- Mercado de dívida pública da zona euro:** Em 2017, a *yield* do *Bund* a 10 anos transaccionou num intervalo entre 0.18-0.60%, continuando condicionada pelo programa de compra de activos pelo BCE (que adquiriu cerca de 50% da dívida alemã elegível, claramente acima dos níveis comprados a França, Itália ou Espanha, onde a percentagem adquirida não excede os 30%) e também pelo baixo nível de oferta, reflexo da sua saudável situação fiscal, num mercado em que muitos investidores institucionais têm condicionamentos quanto à qualidade do risco dos títulos de que são detentores (Alemanha encontra-se entre os poucos países com classificação máxima de qualidade de risco, sendo por isso objecto de elevada procura por estes investidores). A estes factores, acresce a ausência de pressões inflacionistas. Em 2018, a baixa necessidade do tesouro alemão emitir dívida e o facto de o BCE ainda comprar títulos de dívida pública continuará a condicionar o movimento ascendente das *yields* alemãs, que se esperam que se situem um pouco abaixo de 1.0% no final do ano, ou seja, um pouco acima do nível de fecho em 2017.

Mercado de Dívida Pública: *yields* resistem à subida



Mercado de Dívida Pública: inclinação das curvas de rendimentos



- Mercado de dívida soberana periférica:** 2017 ficou marcado por comportamentos divergentes entre os vários países constituintes da periferia da zona euro – Espanha, Itália e Portugal – verificando-se desde o início do ano até meados de Dezembro um muito ligeiro recuo dos prémios de risco das dívidas espanhola e italiana face ao Bund alemão e um forte encolhimento do *spread* de Portugal. O *spread* da dívida pública espanhola variou num intervalo entre 94 pontos base (p.b.) e 149 p.b, ao longo do ano, a italiana entre 136 p.b e 210 p.b e a portuguesa entre 141 p.pb e 383 p.b, sendo que no caso desta última, o mínimo foi observado no final do ano. O movimento de forte queda do prémio exigido

MERCADOS

MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

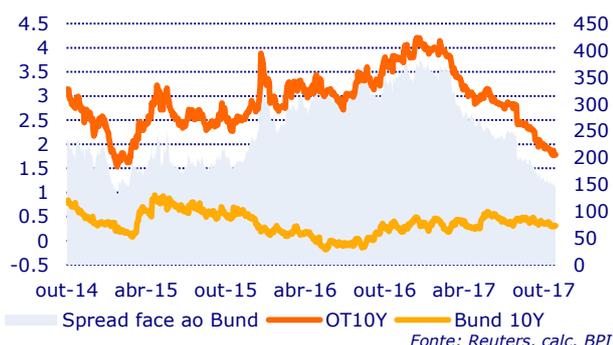
PERDA CONTIDA DE VALOR EM 2018 (cont.)

à dívida pública portuguesa traduz o retorno de Portugal ao clube dos países classificados na classe de investimento, depois de as agências de *rating* S&P, em Setembro, e Fitch, em Dezembro, terem revisto as classificações atribuídas a Portugal, colocando-o novamente na classe de investimento. Este facto – duas agências de referência classificarem o risco de um soberano como activo de qualidade – é fundamental para que a dívida emitida possa ser adquirida por alguns investidores institucionais, nomeadamente fundos de pensões ou fundos soberanos, cuja formação da carteira deve obedecer a critérios restritivos no que respeita à qualidade dos activos adquiridos. O retorno de Portugal à classe de investimento resulta do melhor desempenho da economia e dos sinais de correcção de alguns desequilíbrios, nomeadamente a redução do desequilíbrio orçamental e do rácio de dívida pública. Adicionalmente, como referido pela Fitch, também as acções levadas a cabo no sistema financeiro – recapitalização da CGD e do BCP e venda do Novo Banco – mitigam os riscos do sector associados ao ainda elevado nível de crédito mal parado existente nos balanços dos bancos (que como se pode ver no tema sobre a economia Portugal, aqui publicado, já apresenta uma tendência de queda). Note-se, contudo, que Portugal se encontra ainda entre os países com rácio de dívida pública mais elevado (3º mais alto da zona euro), continuando este a ser um factor de risco significativo com efeitos eventualmente perversos para a economia num cenário económico-financeiro global menos favorável. No curto-prazo, tendo em conta as perspectivas para o comportamento da economia global e em particular da zona euro e o facto de o BCE continuar a adquirir dívida pública (até Setembro através do programa de compra de activos de longo prazo e a partir daí possivelmente apenas através da política de reinvestimentos dos títulos vencidos) dão suporte à permanência dos custos de financiamento da dívida pública portuguesa em níveis muito confortáveis. Todavia, a retirada do suporte do BCE e/ou a entrada da actividade económica global num ciclo menos virtuoso poderá implicar agravamento dos custos de financiamento de Portugal, sobretudo atendendo a algumas medidas recentes – que se traduzirão num aumento estrutural da despesa pública, com potenciais consequências no andamento das necessidades de financiamento da economia e consequentemente na evolução do rácio de dívida pública.

□ Em 2018, as necessidades líquidas de financiamento do Estado situam-se em 11 mil milhões de euros (mme) e os reembolsos estimados são de 7.5 mme, excluindo o *rollover* de BT's. De acordo com as estimativas apresentadas pelo IGCP em Dezembro, 42% das necessidades brutas estão cobertas pela almofada de liquidez do estado. Todavia, o Estado estima emitir 15 mme de OT's, mantendo uma confortável almofada de liquidez, útil na eventualidade de algum choque externo negativo. De notar que destes 15 mme que o Estado irá emitir, cerca de 5 mme podem ser adquiridos pelo BCE ao abrigo do programa de *quantitative easing*, pouco abaixo dos cerca de 6.5 mme comprados em 2017.

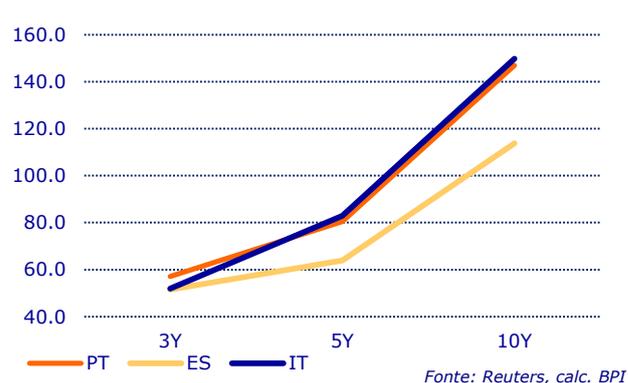
Prémio de risco OT-Bund continua a estreitar

(% , pontos base)



Periféricos: curva de rendimentos

(pontos base)



Programa de aquisição de dívida pública do BCE: Impacto nas necessidades de financiamento de Portugal

	2015	2016	2017	2018
Necessidades de financiamento brutas (mme) (1)	47.4	37.5	42.1	35.3
Emissões de OT's+OTRV's (mme) (2)	20.2	20.9	19.1	15.8
Compras pelo BCE (33% das emissões) (mme) (3)	11.2	13.4	6.4	5.2
% das necessidades de financiamento brutas (3)/(1)	24%	36%	15%	15%
% das emissões de OT's+OTRV's (3)/(2)	56%	64%	34%	33%

Fonte: IGCP, cálculos BPI.

, MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

MERCADOS

PERDA CONTIDA DE VALOR EM 2018 (cont.)

Necessidades Líquidas de Financiamento

	2017	2018	2019	2020	2021
	<i>Mil Milhões de Euros</i>				
1 . Necessidades Líquidas de Financiamento do Estado português	9.4	11.0	6.6	4.8	5.2
Défice orçamental	4.5	5.6	2.8	2.3	2.4
Aquisição líquidas de activos financeiros	4.9	5.4	3.8	2.5	2.8
2. Reembolsos	32.7	24.3	25.8	26.8	35.8
Bilhetes do Tesouro - <i>roll-over</i>	15.1	16.8	16.8	16.8	16.8
Obrigações do Tesouro	7.8	6.7	9.0	10.0	13.7
FMI, reembolsos realizados	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FMI, reembolsos a executar	0.8	0.8	0.0	0.0	1.8
p.m. PAEF, reembolsos de acordo maturidade original	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7
Necessidades de Financiamento Brutas (1+2)	42.1	35.3	32.4	31.6	41.0
Em % do PIB	21.9%	17.7%	15.7%	14.7%	18.4%
Disponibilidade de depósitos no final do ano	7.8	6.7	6.4	9.9	3.9

Fonte: OE 2018, IGCP, Bloomberg, BPI (cálculos em % do PIB).

MERCADOS

MERCADO DE COMMODITIES

MERCADO DO PETRÓLEO MAIS EQUILIBRADO E HÁ UMA TENDÊNCIA DE SUBIDA DO PREÇO EM FORMAÇÃO

□ **Em 2017, o mercado do petróleo foi marcado por factos relevantes que condicionaram de forma significativa a sua evolução.** Do lado dos produtores veio a preocupação para com um maior equilíbrio entre oferta e procura, pois o desfasamento existente estaria a colocar em risco a evolução dos preços. De facto, face às expectativas iniciais de retoma e reforço do consumo ao longo de 2017, o preço iniciou o ano perto dos \$60. **No entanto, tornou-se claro que o ciclo de crescimento em curso nos vários blocos económicos não traria acréscimos significativos da procura e, durante algum tempo, houve dúvidas acerca do crescimento da actividade na China (dos principais consumidores de matérias-primas).** De facto, face à possibilidade de ocorrer um abrandamento mais expressivo do crescimento chinês, perante o longo processo de alteração do modelo económico, surgiram reacções negativas nos mercados de *commodities*. Entretanto, o movimento de *soft landing* acabou por estabilizar e as taxas de crescimento económico têm-se mostrado superiores às estimativas, retirando a China como factor penalizador da evolução dos preços das matérias-primas. Mas o preço do *Brent* acabou por registar um mínimo em torno dos \$44 no final de Junho.

□ **Surpreendentemente, no final de 2016, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) conseguiu concretizar um acordo de redução de produção entre os seus membros e com a participação da Rússia (OPEP mais Rússia = 40%+14% do mercado global).** Mas os resultados não foram satisfatórias, pois os efeitos na produção foram escassos face ao pretendido (levou tempo a adesão de alguns países ao nível mais baixo de produção, devendo-se ainda mencionar que foi permitido o aumento excepcional de produção ao Irão, Líbia e Nigéria), para além de que outros países concorrentes aproveitaram o momento para aumentar quota de mercado (nomeadamente os EUA), levando à queda dos preços em meados do ano. Em resposta a um mercado ainda pouco equilibrado e com um nível de preços aquém do desejável, a OPEP decidiu manter o acordo para lá da data vigente de Junho de 2017, prolongando-o até Março de 2018 (que mais uma vez foi estendido até final de 2018). O prolongamento do acordo pode significar que, por um lado, não estavam reunidas as condições de uma oferta e procura mais balanceadas e, por outro, que a OPEP não terá já o poder do passado de influenciar com maior determinação os preços.

Oferta de Petróleo Não-OPEP					Oferta de Petróleo OPEP				
	(milhões de barris por dia = mbd)					(milhões de barris por dia = mbd)			
	2016	2017	2018	2018/17		2016	2ºT2017	3ºT2017	3ºT/2016
América	19.5	20.0	21.2	6.0%	Arábia Saudita	10.42	9.97	9.99	-4.1%
Europa	3.5	3.5	3.6	2.9%	Irão	3.55	3.77	3.83	7.9%
Ásia/Oceania	0.4	0.4	0.4	0.0%	Iraque	4.42	4.50	4.52	2.3%
Total OCDE	23.4	24.0	25.3	5.4%	Emir.Arábés Unidos	3.05	2.93	2.93	-3.9%
Ex-URSS	14.2	14.4	14.4	0.0%	Kuwait	2.88	2.71	2.70	-6.2%
China	4.0	3.9	3.7	-5.1%	Qatar	0.65	0.62	0.60	-7.7%
Médio Oriente	1.3	1.2	1.3	8.3%	Angola	1.71	1.64	1.67	-2.3%
América Latina	4.5	4.6	4.7	2.2%	Nigéria	1.47	1.49	1.62	10.2%
África	1.7	1.7	1.8	5.9%	Líbia	0.39	0.71	0.94	141.0%
Outros	3.7	3.6	3.5	-2.8%	Argélia	1.11	1.06	1.06	-4.5%
Total Não-OCDE	29.4	29.4	29.4	0.0%	Guiné Equatorial	0.14	0.12	0.12	-14.3%
Total Não-OPEP	57.4	58.1	59.5	2.4%	Equador	0.55	0.53	0.54	-1.8%
					Venezuela	2.24	2.05	1.99	-11.2%
					Gabão	0.23	0.20	0.20	-13.0%
					Subtotal	32.81	32.30	32.71	-0.3%
					Fontes não convenc.	6.78	6.90	6.97	2.8%
					Total	39.59	39.20	39.68	0.2%

Fonte: Agência Internacional de Energia.

Fonte: Agência Internacional de Energia.

□ **A recuperação mais consolidada dos preços do petróleo, na segunda metade do ano, ocorre com a maior visibilidade nos cortes de produção na OPEP e com a perspectiva de maior consumo no próximo ano.** Assim, a tendência de subida dos preços foi surgindo de forma sistemática e consistente. Com o teste e ultrapassagem do ponto de resistência nos \$58 assistiu-se ao acentuar da tendência de subida que trouxe o preço para o valor máximo \$65.83, permanecendo perto desse nível. De referir que na segunda parte do ano surgiram ainda factores geopolíticos que balancearam as expectativas: nova liderança na Arábia Saudita (o novo Príncipe pretende modernizar o país e romper com posturas passadas); no Irão foi reeleito o actual Presidente (perante um candidato ultra-conservador); maior controlo do Iraque e da Síria pelos seus dirigentes políticos e militares (Daesh reduzido a uma expressão territorial mínima); a Península da Coreia mantém-se um foco de preocupação, com os países da região a prepararem-se para o surgimento de um conflito, nomeadamente a China e o Japão, para além das duas Coreias.

· MERCADO DE COMMODITIES

MERCADOS

MERCADO DO PETRÓLEO MAIS EQUILIBRADO E HÁ UMA TENDÊNCIA DE SUBIDA DO PREÇO EM FORMAÇÃO

- Para 2018, apesar da extensão do corte de produção da OPEP até à reunião de Novembro, existem dois outros importantes factores de mercado: a evolução da produção norte-americana de *shale oil*; o comportamento das importações da China. Perante a reacção dos produtores americanos nos últimos meses, com a descida dos custos de exploração do shale oil e o aumento do preço do petróleo para valores acima dos \$60, é esperado um aumento da produção em 2018. Assim assume igualmente a Agência Internacional de Energia (AIE), que corresponderá a um acréscimo na ordem dos 6% face a 2017. Em relação à China, nos últimos meses tem-se assistido a aumentos das importações de *commodities* em termos gerais, nomeadamente de crude, evidenciando uma maior procura que acompanha a situação de crescimento económico robusto. De facto, depois das desconfianças iniciais, a China manteve um crescimento forte em 2017, a uma taxa anual perto dos 7.0%, devendo prosseguir em 2018.
- Perante este conjunto de factores, as nossas previsões apontam para uma subida gradual do preço do petróleo. Em termos de valores médios anuais, depois do preço do barril ter chegado a \$45 em 2016, acima dos \$54 em 2017, espera-se que alcance os \$62 em 2018 (final de período).

Preço do Brent rompeu o ponto de resistência nos \$58 e já bateu nos \$65

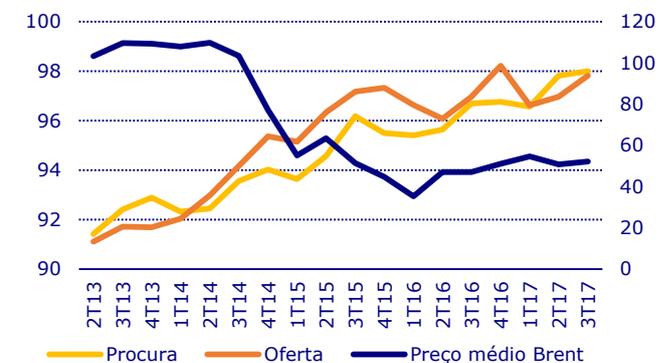
(dólares por barril)



Fonte: Reuters; BPI

Petróleo - Oferta, Procura e preço médio do Brent

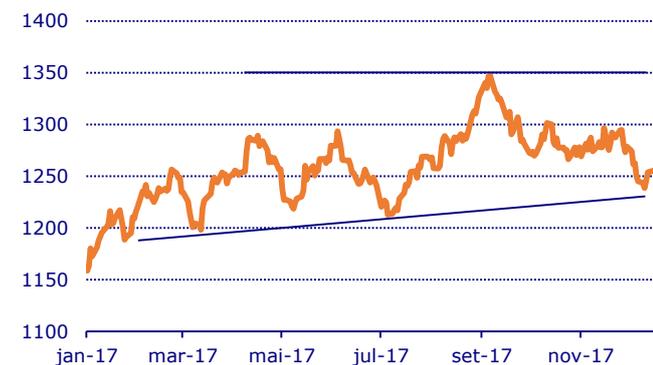
(milhões de barris/dia ; dólares por barril)



Fonte: Reuters; BPI

Menor procura de ouro, no actual ciclo, limita subidas de preço

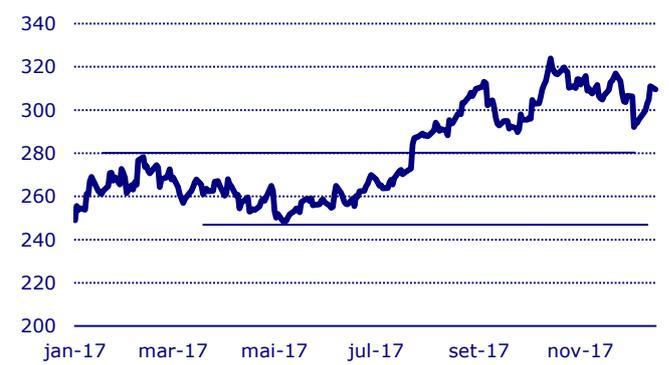
(dólares onça troy)



Fonte: Reuters

Preço do cobre próximo de máximos do ano

(cêntimos de dólar por libra)



Fonte: Reuters

