

Mercados Financeiros

COMPLACÊNCIA E ESTAGNAÇÃO

Paula Gonçalves Carvalho
Agostinho Leal Alves
Luísa Teixeira Felino
Pedro Miguel Mendes
Teresa Gil Pinheiro

- ▶ A recente revisão das previsões do Fundo Monetário Internacional confirma que 2014 será mais um ano de crescimento mundial fraco, abaixo da tendência histórica. Desta vez os Estados Unidos deverão assumir o papel de locomotiva (apesar dos parcos 2% de crescimento anual esperados), sobretudo ao longo do segundo semestre. Todavia, a sua capacidade indutora é limitada perante o quadro económico vigente noutras geografias: a Europa ainda digerindo desequilíbrios passados e carecendo de reformas estruturais profundas, sobretudo nos casos de França e Itália; o Japão a braços com uma travagem económica mais acentuada do que o esperado após o aumento dos impostos sobre o consumo; a China em processo de desaceleração e reajustamento em baixa da sua actividade, reflectindo um efeito de base e a transição para um modelo de crescimento mais sustentável; finalmente, as restantes economias emergentes, onde a queda dos preços das *commodities*, políticas económicas restritivas no passado recente e os factores geopolíticos impõem ritmos de crescimento significativamente mais moderados.
- ▶ Um dos principais objectivos do Banco Central Europeu tem vindo a concretizar-se, assistindo-se ao resvalar da cotação do euro, cerca de 10% face ao dólar desde Maio, num movimento que deverá reforçar a competitividade externa da região e facilitar o regresso da taxa de inflação a valores em linha com o objectivo: próximo de 2%. Com o câmbio a rodear 1.25, coloca-se a questão da suficiência do movimento, sabendo-se que desde 2004 que não se registam transacções abaixo de 1.20. Efectivamente, independentemente do ponto que se considere de equilíbrio, a verdade é que um dólar demasiado forte não é do interesse dos EUA dado o perfil de retoma muito moderada.
- ▶ As taxas de curto prazo nos principais mercados internacionais continuam próximas de zero, situando-se mesmo em terreno negativo na UEM, nas operações do mercado interbancário de prazos mais curtos. Para além de reflectir o actual enquadramento económico, esta é uma situação que decorre da colocação da taxa de referência para operações de depósitos junto do BCE em terreno negativo, na prática constituindo um imposto sobre a liquidez. O BCE anunciou, já em Outubro, os detalhes relativos ao programa de compra de dívida titularizada e de *covered bonds*, programados para começar no quarto trimestre de 2014. O objectivo dos programas anunciados é a melhoria do funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária, a dinamização do mercado de crédito e o combate ao cenário de queda da taxa de inflação.
- ▶ Apesar da expectativa de alteração de posicionamento da política monetária da Reserva Federal e Banco de Inglaterra em 2015, as taxas de juro de longo prazo não deverão afastar-se significativamente dos actuais níveis. Efectivamente, a ausência de inflação e de pressões salariais nos principais blocos económicos e a continuação do movimento de desalavancagem (assistindo-se ao reforço dos níveis de poupança em detrimento do investimento), continuam a ser favoráveis para investimentos em taxa fixa, apesar do escasso espaço para ganhos adicionais.
- ▶ A ampla liquidez no sistema financeiro global e a perspectiva de que esta não diminua tão cedo dadas as políticas actuais e prospectivas do BCE e Banco do Japão, associadas ao bom momento da economia dos EUA, são alguns dos factores que conferem suporte aos mercados de acções dos países desenvolvidos. Todavia, poderão existir situações de desajustamento das valorizações em alguns mercados de activos mais arriscados. O FMI é mais uma das instituições que chama a atenção para o facto de que um relaxamento prolongado da política monetária poder conduzir à excessiva toma de risco financeiro.
- ▶ Esta publicação inclui um artigo de opinião que incide sob a política monetária do Banco Central Europeu, discutindo algumas das medidas adoptadas e potenciais consequências. Em destaque, tecem-se algumas considerações acerca do espaço de actuação das políticas orçamentais na Europa, num contexto em que se esgotam rapidamente os instrumentos de política monetária.

COMPLACÊNCIA E ESTAGNAÇÃO

O actual contexto caracteriza-se pela existência de uma complacência excessiva nos mercados financeiros, onde a valorização de alguns activos poderá não espelhar adequadamente o seu risco, e de estagnação económica acompanhada por ausência de inflação nas economias desenvolvidas. No WEO de Outubro, o Fundo Monetário Internacional resume bem a actual situação: o comportamento heterogéneo e desapontante das economias desenvolvidas, onde o legado de desequilíbrios anteriores à crise financeira internacional condiciona e impede o alcance de patamares de crescimento mais sustentáveis, bem como o ajustamento em baixa do dinamismo das principais economias emergentes, justificam o fraco ritmo de expansão global. O crescimento mundial deverá quedar-se por valores idênticos aos registados em 2013, em torno de 3.3% segundo o FMI, falhando mais uma vez os cenários de aceleração. Até final do ano antecipa-se uma melhoria ligeira, assentando em particular na dinâmica da economia dos EUA, que revela fundamentos económicos mais sólidos, nomeadamente no que respeita à redução dos níveis de alavancagem e melhorias registadas no mercado de trabalho. Na região do euro, as perspectivas são de crescimento muito moderado, devendo situar-se abaixo de 1%.

Entretanto, nos mercados financeiros, a ampla liquidez, queda das taxas de juro para próximo de zero e ausência de riscos de inflação, continuam a fomentar a procura por rendibilidade, suscitando receios quanto à adequação da avaliação do risco e à existência de alguma dose de complacência ou exuberância em algumas avaliações. Este poderá ser um cenário indutor de alguma instabilidade a médio prazo, nomeadamente num contexto de políticas monetárias divergentes, quando os bancos centrais anglo-saxónicos se preparam para ensaiar mais uma tentativa de saída da actual situação de política monetária extremamente expansionista.

DEPARTAMENTO DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS

Paula Gonçalves Carvalho Economista Chefe
Teresa Gil Pinheiro
Luísa Teixeira Felino
Pedro Miguel Mendes
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
www.bpiinvestimentos.pt/Research

ÍNDICE

	Pág.
Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	04
Principais Mercados: Recomendações	05
TEMAS EM DESTAQUE	
A MARGEM DE MANOBRAS DA POLÍTICA ORÇAMENTAL	07
PREÇOS PETROLÍFEROS EM QUEDA HISTÓRICA	09
ECONOMIAS	
GLOBAL - CRESCIMENTO NOVAMENTE REVISTO EM BAIXA	13
PORTUGAL - MELHORA A CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO DA ECONOMIA	15
BRASIL - LIGEIRA RECUPERAÇÃO DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL, FRAGILIDADES CONTINUAM À VISTA	16
MÉXICO - AUMENTO DA PROCURA EXTERNA IMPULSIONA SECTOR EXPORTADOR	17
ANGOLA - APÓS RECUPERAÇÃO DA PRODUÇÃO, QUEDA DO PREÇO DO BRENT AMEAÇA RECEITAS DO SECTOR	18
MOÇAMBIQUE - DEVE MANTER-SE ENTRE OS PAÍSES COM CRESCIMENTO MAIS ELEVADO EM 2014	19
ÁFRICA DO SUL - BALANÇA CORRENTE E SECTORES-CHAVE EVIDENCIAM FRAGILIDADE	21
MERCADOS	
MERCADO CAMBIAL	
SENTIMENTO DE MERCADO FAVORÁVEL AO DÓLAR	23
AMÉRICA LATINA É FOCO DE ATENÇÃO	24
MERCADO MONETÁRIO	
INVERSÃO DE CICLOS NOS PAÍSES ANGLO-SAXÓNICOS?	25
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA	
YIELDS DOS TÍTULOS DE REFERÊNCIA AINDA EM MÍNIMOS	26
MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA	
EMISSIONES DE DÍVIDA RECUPERAM APÓS AS FÉRIAS	27
MERCADOS ACCIONISTAS	
BOLSAS ESTAGNADAS	28
MERCADO DE COMMODITIES	
PREÇOS ATINGEM MÍNIMOS FACE A OFERTA AMPLA	29
PREVISÕES	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas do BPI	31
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	32
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	33
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes	34
OPINIÃO	
AS DECISÕES DO BCE	35
BASES DE DADOS	39

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	
Perspectivas Globais	Factores de Risco
Global • O ritmo de expansão do segundo trimestre recuperou moderadamente, para o qual contribuíram essencialmente a recuperação do crescimento nos EUA e da China (que beneficiou de medidas de estímulo implementadas pelas autoridades para compensar o fraco dinamismo do primeiro trimestre). • Na última actualização do "World Economic Outlook", o FMI voltou a rever em baixa as perspectivas para o crescimento da economia global, para 3.3 % em 2014 (-0.1 p.p. do que as projecções de Julho e -0.4 p.p. do que as projecções de Abril) e 3.8% em 2015. O FMI reconhece que a economia global entrou numa fase de crescimento mais medíocre.	• Os factores de ordem política condicionam o cenário de crescimento, podendo fazer descarrilar a recuperação global, mais fraca que o esperado. A confiança das empresas poderá ser abalada, fazendo recuar as intenções de realizar investimentos e novas contratações, sobretudo na Europa, geograficamente mais próxima de zonas de instabilidade; a confiança das famílias poderá também ser negativamente afectada. • A aproximação de uma nova fase da política da Reserva Federal poderá gerar instabilidade nos mercados financeiros internacionais, descarrilhando a retoma ainda frágil.
EUA • O crescimento norte-americano no 2T14 foi revisito para 4.6% (anualizado), mais 0.4 p.p. do que o antecipado e os últimos indicadores publicados sugerem que a economia continuará a evoluir favoravelmente no 3T14, abrindo espaço para que o crescimento anual se possa ainda situar na fasquia de 2% em 2014 (os PMIs para as manufacturas apontam para aceleração da actividade). Entretanto, o mercado de trabalho continua a evoluir de forma positiva. O relatório do emprego de Setembro surpreendeu pela positiva ao confirmar que a criação de emprego continua acima dos 200mil empregos/mês e a taxa de desemprego quebrou a fasquia dos 6% caindo para 5.9%. De acordo com as últimas previsões do FMI, a economia norte-americana poderá manter um crescimento de cerca de 3% na segunda metade de 2014 e em 2015.	• O processo de retirada de estímulos pela Reserva Federal poderá originar instabilidade nos mercados financeiros. As informações económicas mais recentes e as intervenções das autoridades induziriam já um ajustamento do calendário expectável para o início do próximo ciclo, antecipando alguns observadores que este possa ocorrer ainda no primeiro semestre de 2015. No âmbito do Comité de Política Monetária da Reserva Federal, a avaliação do cenário de inflação foi mais favorável, pelo que caso os dados económicos o permitam, o andamento dos preços não deverá ser um entrave à normalização das taxas de juro.
Japão • De acordo com o FMI, a contracção do PIB no 2T14 reflectindo o impacto da subida da taxa do IVA revelou-se-á um movimento pontual, antecipando-se, por isso, o retorno a taxas de crescimento nos trimestres posteriores. Desta forma, este organismo estima que o PIB avance 0.9% em 2014 e 0.8% em 2015. A taxa de inflação aproximar-se-á do objectivo do Banco do Japão: 2.7% este ano e 2% em 2015.	• Riscos para o crescimento estão envidados no sentido descendente, por via do efeito no consumo privado da subida do IVA; arrefecimento chinês poderá afectar exportações. Mas há também factores que poderão reflectir-se em crescimento mais forte: taxas de juro reais negativas podem impulsionar o investimento; possibilidade de reforma do imposto sobre os lucros e mercado de trabalho poderão suportar crescimento.
Z. Euro • Continuam as dificuldades de uma retoma mais enérgica, evidente na estagnação do crescimento no 2T14, reflectindo a contracção da Alemanha e Itália e a estagnação do PIB francês. Entretanto, os indicadores de actividade e de sentimento continuam a enfraquecer e a inflação teima em se manter em terreno perigoso. Neste cenário, o BCE anunciou um conjunto alargado de medidas convencionais e não convencionais com o intuito de incentivar o crescimento e a aceleração dos preços, mas chamou a atenção que estas medidas não são suficientes se não forem acompanhadas pela política fiscal e por reformas estruturais. • Durante estas perspectivas de crescimento desalentantes, o FMI reviu em baixa o crescimento da zona euro de 1.1% para 0.8% em 2014, devendo depois recuperar gradualmente para 1.3% em 2015.	• Inflação reduzida e questões de ordem política surgem como os principais factores de risco para o crescimento. São particularmente relevantes as questões de ordem política, nomeadamente as relacionadas com o conflito Ucrânia-Rússia, pois cerca de 5% das exportações da UE destinam-se à Rússia (no caso dos países do Leste e centro da Europa os valores médios rondam 10%) e cerca de 15% do consumo de gás natural e petróleo tem também origem na Rússia. • Pela positiva, os efeitos da política monetária na depreciação do euro podem favorecer maior dinamismo do sector exportador, contribuindo positivamente para o crescimento, e aumento do preço das importações, contribuindo para a aceleração do ritmo de crescimento dos preços.
R. Unido • A informação económica indica sustentabilidade do ciclo de crescimento, ainda que o ritmo possa desacelerar, caso se confirme a tendência de abrandamento observada no PMI manufacturas. No 2T14 o PIB cresceu 0.9% qoq, e de acordo com o SEC2010, em sete dos oito últimos trimestres o ritmo de crescimento superou 0.5%. De acordo com a nova metodologia o nível actual do produto situa-se cerca de 3% acima do nível pré- crise. O FMI estima que a economia cresça 3.2% este ano e 2.7% no próximo.	• Perante a divulgação de bons indicadores, a possibilidade de alteração da política monetária pode limitar a recuperação da economia, também pelo impacto potencial sob a libra, com efeitos nas exportações.
Portugal • O FMI e o Banco de Portugal reviram em baixa as estimativas de crescimento da economia portuguesa em 2014, para 1% e 0.9%, respectivamente. Menos 0.2 p.p. do que anteriormente. A publicação do detalhe pelo Banco de Portugal indica que o menor crescimento reflecte um menor contributo da procura externa associado à aceleração das importações em virtude do maior dinamismo da procura interna: o contributo estimado da procura interna é de 1.9 p.p., mais 0.5 p.p. do que o estimado em Junho, reflectindo um crescimento mais acentuado do consumo privado e do investimento. As exportações deverão acelerar durante a segunda metade do ano, mas no conjunto do ano, o seu desempenho ficará afectado pelo efeito da paragem da refinaria da Galp nos primeiros meses do ano.	• A curto prazo, os principais factores de risco estão relacionados com o andamento das economias externas e factores de natureza política. A decisão de resolução do Banco Espírito Santo, SA poderá reflectir-se negativamente no andamento do consumo e investimento e na capacidade de atracção de IDE, para além dos efeitos decorrentes da deterioração da envolvente financeira. • A médio prazo, subsistem importantes constrangimentos e desafios, relacionados com a necessidade de reforçar o potencial de crescimento económico num contexto de prolongado esforço de consolidação orçamental, a que se alia um calendário político potencialmente perturbador deste equilíbrio.
América Latina • As perspectivas para o crescimento económico da região foram novamente revistas em baixa pelo FMI, para 1.3% em 2014 (-0.7 p.p. do que as projecções de Julho) e 2.2% em 2015. A fragilidade económica resulta por um lado de factores externos (nomeadamente a desaceleração do crescimento da China e a quebra dos preços das commodities), mas também de uma multiplicidade de constrangimentos internos. • O enfraquecimento das perspectivas económicas resultou de um fraco dinamismo no Brasil, face a políticas monetárias restritivas e falta de confiança dos investidores. Por sua vez, o desempenho do México foi menos positivo no início do ano, mas já se reconhecem sinais de recuperação.	• Perante este cenário de crescimento débil, os riscos estão de certa forma inclinados para o lado negativo. Nomeadamente, uma quebra da procura externa (como por exemplo uma quebra do investimento chinês) poderá ter um impacto significativo sobre as economias exportadoras de commodities. Para além disso mantêm-se os riscos relacionados com o possível impacto da subida das taxas de juro nos EUA. • Num cenário mais optimista, um crescimento robusto nos EUA pode favorecer a performance da região, sendo este um dos principais canais para impulsionar o crescimento da região como um todo e do México e América Central em particular.
África Subsariana • O crescimento económico da região deverá manter-se robusto, acima dos 5% em 2014 e 2015, suportado em parte por fluxos de capital estrangeiro orientados para sectores de exploração de recursos minerais e para o desenvolvimento de infra-estruturas, assim como por um melhor contexto externo que deverá beneficiar as exportações da região. Contudo, as perspectivas têm sido revistas em baixa reflectindo uma trajetória menos favorável na África do Sul onde os constrangimentos no mercado de trabalho continuam a pesar.	• Os riscos prendem-se com o agravamento das condições de financiamento a nível global, decorrente da redução dos estímulos monetários da Reserva Federal dos EUA, que poderá afectar negativamente as economias mais vulneráveis a choques externos (principalmente a África do Sul). • O crescimento potencial permanece limitado pela ausência de reformas estruturais que resolvam necessidades básicas, principalmente a nível de infra-estruturas, e pela baixa qualificação e elevada pobreza das populações. • Finalmente, um prolongamento do surto de Ebola, e a possível propagação para outros países na região poderá ter consequências drásticas na actividade económica.

Principais Recomendações e Factores de Risco	
Recomendações	Factores de Risco
M. Cambial O movimento de apreciação do dólar em relação às moedas rivais tem sido expressivo (perto dos 10% em 5 meses), confirmando uma alteração de sentimento de mercado em muito poucos meses. As divergências em termos económicos e de políticas monetárias entre EUA e restantes áreas - Zona Euro, Japão e Suíça - têm-se vindo a acentuar, definindo e moldando a tendência cambial. Prevê-se que os factores de mercado descritos se mantenham e suportem o dólar, no entanto, pode-se questionar até onde poderá chegar este movimento. Para além da persistente incerteza, a saúde da economia mundial está rodeada de prováveis constrangimentos a que os EUA não estão imunes. Por outro lado, as autoridades e empresários norte-americanos podem já estar a sentir algum desconforto com a possibilidade de permanecer o movimento de apreciação da sua moeda. De facto, desde 2004 que o EUR/USD não vem abaixo dos 1.20. Perante tudo isto, deverá haver alguma cautela no reforço das posições longas em dólares. Contudo, ainda é prematuro o fecho das posições em aberto e a tomada de proveitos.	
M. Monetário - As taxas Euribor registam novos mínimos históricos, reflectindo as novas medidas ultra-expansionistas anunciadas pelo BCE. Neste contexto, recomenda-se o financiamento a prazos mais curtos e intermédios. Do ponto de vista da aplicação de poupanças, será preferível o investimento em activos com maturidades mais alargadas de forma a capturar o prémio de maturidade (<i>term premium</i>). - No mercado norte-americano, as taxas também deverão continuar próximas de zero, não se esperando uma inversão do ciclo da política monetária nos próximos meses. Todavia, as taxas de juro futuras começam a sinalizar alteração gradual de expectativas, evidenciando alguma pressão ascendente.	As taxas de curto prazo nos principais mercados internacionais continuam próximas de zero, alimentadas pela sinalização do percurso futuro (<i>forward guidance</i>) das principais taxas de juro directoras. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido e estará relacionado com os efeitos de contágio da paragem da compra de activos pela Fed.
Div. Púb. As <i>yields</i> dos títulos de dívida pública nos principais mercados desenvolvidos mantêm-se próximos de mínimos. O desempenho observado reflecte expectativas de que a política monetária se mantenha muito acomodaticia, a inflação em níveis reduzidos e perspectivas de que os níveis neutrais das taxas juro sejam mais baixos neste ciclo face a anteriores. No curto prazo as <i>yields</i> manter-se-ão reduzidas, embora seja evidente um alargamento do diferencial entre as taxas dos <i>US Treasuries</i> e do <i>Bund</i>. No médio e longo prazo, a informação fundamental continua a apontar para subida muito gradual das taxas de longo prazo.	- Alteração nas expectativas de evolução da inflação poderão reflectir-se num movimento mais penalizador da dívida pública. Nos mercados da periferia europeia, o estreitamento dos prémios de risco poderá estar a atingir um ponto de estabilização. - Final das operações de política monetária de compra de dívida pública pela Reserva Federal (Outubro), conclusões dos testes de stress aos bancos Europeus, realização dos leilões de TLTRO's, programa de compra de dívida privada pelo BCE, são factores que poderão alterar o sentimento de mercado até final do ano.
Div. Div. As condições no mercado de dívida diversa deverão manter-se favoráveis para os emittentes de dívida. Entretanto, nos Estados Unidos assinalaram-se os primeiros sinais de inversão de tendência no mercado de dívida <i>high-yield</i>, depois de a presidente da FED ter mencionado que as valorizações dos activos no mercado de obrigações parecem estar elevadas ("<i>valuations appear stretched</i>"). Por seu turno, no mercado europeu, as condições no mercado deverão permanecer vantajosas por um período mais prolongado, perante um cenário de taxas de juro baixas e reduzidas taxas de incumprimento.	- Num contexto de elevado endividamento e baixa inflação, a redução dos investimentos em obrigações o início do aumento das taxas de juro poderá causar alguma pressão sobre a capacidade das empresas de renovar a sua dívida. - Nos mercados emergentes, a pressão deverá atingir em particular as empresas dos países com fundamentos macroeconómicos mais frágeis e mais endividados em moeda estrangeira.
Ações Assiste-se a um arrefecimento no reforço adicional das carteiras dos investidores com activos de maior risco. Os índices norte-americanos (que têm sido indicadores da tendência geral do mercado), depois de alcançarem novos níveis máximos, estão a registar normais e necessários movimentos de correcção, libertadores da excessiva pressão que têm guiado os referidos índices para áreas de alerta de bolha. Na Europa, a dinâmica de queda dos índices é mais do que uma habitual correcção, ela contém factores de desconfinança acrescidos. As actuais questões geopolíticas e o crescimento económico europeu ainda bastante condicionado não são apelativas ao investimento. Sugere-se uma actuação de cariz neutral, no âmbito de uma postura de espera por um cenário mais claro e mais dinâmico.	- O fim da compra de activos pela Fed e a percepção de que os principais índices norte-americanos transaccionam em território que pode ser considerado de "bolha" pode gerar períodos de maior aversão ao risco. - Na Europa, o potencial agravamento das questões geopolíticas ou desapontamento acerca da evolução económica podem limitar a atitude compradora; o sector tecnológico poderá mostrar-se demasiado valorizado para os resultados apresentados; o sector financeiro poderá manter-se sob alguma pressão até à realização dos testes de stress e passagem da supervisão para o BCE.
Commodities Vários aspectos têm concorrido para a estabilidade e mesmo queda dos preços: existe uma <i>performance</i> económica melhor, mas não tão categórica como se previa, nomeadamente ao nível das economias emergentes; a não existência de significativos constrangimentos do lado da oferta, havendo mesmo uma perspectiva de abundância; as questões geopolíticas estão agora mais esbatidas. Neste âmbito, a constituição de stocks mínimos necessários à actividade é a atitude mais adequada.	- Há riscos do lado do crescimento, nomeadamente no que respeita às economias europeias e emergentes; Por outro lado, os factores geopolíticos estão sempre latentes, condicionando em particular a área da energia, nomeadamente a instabilidade que opõe Rússia e Ucrânia, para além dos conflitos no Médio Oriente. - A perspectiva de abundância no que respeita aos bens alimentares é efémera, perante a dependência das condições climáticas globais. - Maior volatilidade do dólar poderá trazer instabilidade aos preços.

A MARGEM DE MANOBRADA DA POLÍTICA ORÇAMENTAL

O discurso do Presidente do Banco Central Europeu no decorrer do encontro anual organizado pela Reserva Federal lançou de novo o debate em torno do papel da política orçamental e da necessidade de que esta actue mais em prol do crescimento. Mais recentemente, o Fundo Monetário Internacional veio também defender as virtudes do investimento público e do seu papel de reforço do crescimento potencial, chamando também a atenção para a necessidade de prática de políticas orçamentais inteligentes, bem desenhadas, de forma a contribuir para a redução do desemprego estrutural sem pôr em causa a consolidação orçamental e a sustentabilidade da dívida pública. Esta é uma temática importante, sobretudo num contexto em que existe uma percepção crescente acerca dos limites de actuação da política monetária, pois nos países desenvolvidos esgotaram-se os instrumentos tradicionais e recorre-se a outros nunca testados, sem resultados sólidos, sobretudo ao nível da desejada reanimação do investimento.

Nesta discussão, e no que respeita aos países da UEM, deverá ter-se em consideração que o espaço de manobra de cada um dos países é significativamente diferente, nomeadamente entre as quatro maiores economias da região. É certo que quando comparada com os EUA, a performance económica da generalidade dos países Europeus desapaixenta. Também é um facto que perante a crise financeira de 2008 as autoridades norte-americanas adoptaram políticas económicas - fiscal e monetária - significativamente mais pró-activas. Todavia, nesta comparação importa não esquecer as diferenças significativas entre os dois blocos económicos - EUA e UE - em termos estruturais e que justificarão, pelo menos em parte, as diferentes respostas no âmbito das políticas económicas implementadas. Neste contexto, importa olhar para os desempenhos relativos das maiores economias da região do euro e para as principais variáveis condicionantes do espaço de actuação da política orçamental em cada um dos casos. Não será certamente, uma receita com iguais ingredientes para todos os Estados.

...Crescimento desapontante nos quatro maiores da UEM

□ A nível de crescimento económico, entre os quatro maiores, a Alemanha e França pontuam pela positiva, com destaque para a economia germânica, pois no final de 2013 ultrapassaram marginalmente os níveis de riqueza gerados antes da crise financeira internacional, em 2008. Em contrapartida, Itália e Espanha ficaram aquém cerca de 6% a 7% (dados da C.E.). Todavia, a performance da Alemanha apesar de positiva, fica bastante aquém do desempenho dos EUA, que actualmente excede o patamar de 2008 por uma margem de 9% que contrasta com 5% no caso da Alemanha.

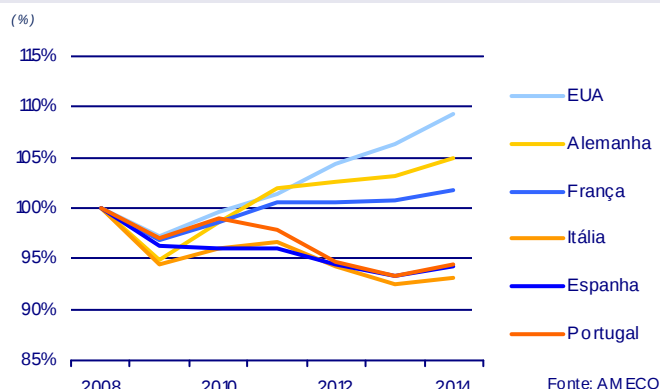
...As políticas orçamentais desde a crise de 2008

□ Em relação ao desempenho orçamental, desde 2010 a Alemanha tem mantido o seu orçamento praticamente equilibrado. Itália tem também prosseguido uma política orçamental cautelosa, pois o seu saldo primário, excluindo os juros da dívida pública, tem-se mantido em valores positivos. Itália é claramente o exemplo de um país sem margem para actuação da política orçamental dado o peso da dívida pública e dos juros da dívida, que excedem 5% do PIB. Em conjunto, Itália e Alemanha contribuem bastante para que o pendor da política orçamental na região do euro seja restritivo. Mas é preciso salientar que no caso italiano não há margem de manobra, é uma postura a defender a bem da sustentabilidade da sua dívida pública.

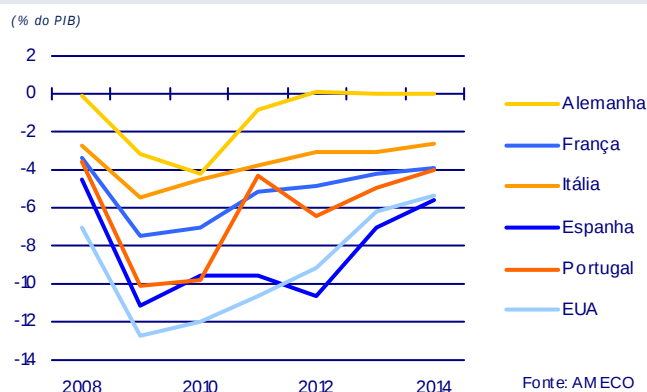
□ França e Espanha mantiveram défices orçamentais bastante significativos desde a crise de 2008, no primeiro caso sempre acima de 5%, no caso de Espanha, o desequilíbrio rondou mesmo os 10% nos anos entre 2009 e 2011. No caso de Espanha, o suporte ao sector financeiro onde se registaram os maiores problemas, justificou em parte este quadro.

□ Quando se analisa a postura da política orçamental nestes quatro países, excluindo as medidas extraordinárias ou pontuais (caso da ajuda ao sector bancário em Espanha) e retirando o efeito do ciclo económico nas contas do Estado verifica-se que nos anos entre 2010 e 2013 todos implementaram políticas fiscais com pendor restritivo, mais acentuado no caso de

PIB em volume (índice, base 100 em 2008)



As questões geopolíticas e as importações chinesas estão a levar o ouro a mínimos de Junho



TEMAS EM DESTAQUE

A MARGEM DE MANOBRAS DA POLÍTICA ORÇAMENTAL

Espanha, onde o saldo primário estrutural encolheu mais de 6 p.p. do PIB, seguido por França e Itália, com cerca de 3.5 p.p. e Alemanha com 2.5 p.p.

É preciso ter em conta que as políticas orçamentais seguidas neste período (2010 a 2013) decorreram sobretudo da pressão causada pela crise de dívida soberana, nomeadamente nos Estados com maiores necessidades de financiamento e com maior dependência de poupanças externas para se financiar, como é o caso das economias periféricas. É também relevante o posicionamento de partida em termos de *stock* de dívida pública. Neste contexto, é notória a escassa margem de manobra em termos de política orçamental no caso italiano, pois o *stock* da dívida pública excede 135% do PIB. No conjunto das quatro economias analisadas a Alemanha é sem dúvida o país com mais espaço de actuação, pois o endividamento público situa-se em torno de 76% do PIB, contrastando com cerca de 99% em Espanha, 137% em Itália e 95% em França.

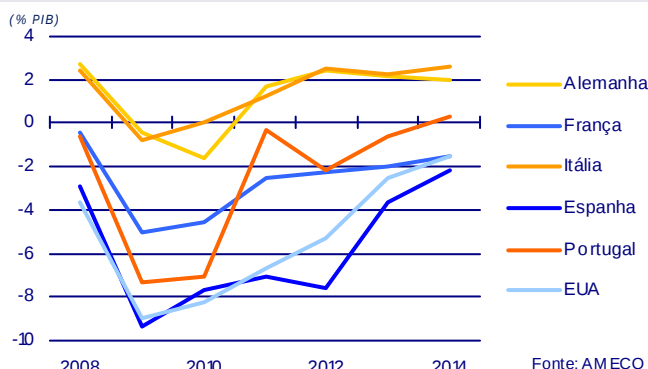
...Será a flexibilização de metas orçamentais a resposta?

Em teoria, esta poderia ser a resposta à actual situação de estagnação económica sobretudo no caso da Alemanha, pois a prática de uma política orçamental expansionista não se deverá reflectir no agravamento do custo de financiamento do Estado alemão nos mercados internacionais atendendo à percepção de que existe margem de manobra significativa e à saúde da economia germânica. Todavia, existe o risco de um movimento expansionista pelo sector público ser compensado por uma atitude mais cautelosa do sector privado (nomeadamente refreando o consumo) pois nestes países predomina a lógica de que os gastos públicos de hoje são impostos no futuro, logo os privados tendem a poupar mais, compensando o efeito positivo que a política orçamental induziria à actividade económica. Nos restantes casos, a resposta ainda é mais complicada pois são países onde o endividamento público é já muito elevado. Pelo que uma atitude mais laxista poderá levar ao aumento dos custos de financiamento, traduzindo-se na necessidade de maior reestruturabilidade no futuro.

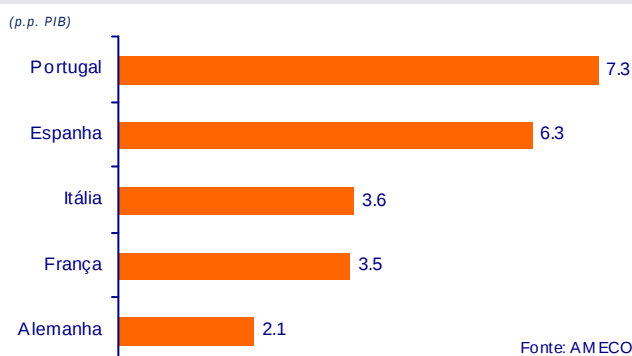
Eventualmente a flexibilização das metas poderá ajudar se for feita de forma sobretudo direccionada às economias com maior espaço de manobra (leia-se menor dívida pública e menos dependente do exterior para o seu financiamento) e uma flexibilização mais ligeira, conjugada com a implementação de reformas e medidas estruturais, nas restantes - por exemplo em França, revendo as regras que predominam na função pública ou na Segurança Social e que têm conduzido ao endividamento crescente do sector público.

Neste enquadramento, a situação em Portugal é semelhante ao caso italiano, tendo em conta os elevados níveis de dívida pública, superiores em ambos os casos a 130% do PIB. Acresce referir que Portugal deverá apenas este ano atingir um saldo primário positivo - excluindo juros da dívida pública -, ao contrário de Itália que beneficia dessa reputação; se acrescentarmos a este quadro a maior presença de investidores não residentes na dívida pública portuguesa conclui-se que Portugal apresenta uma maior vulnerabilidade face à possibilidade de uma eventual alteração brusca da percepção externa, pois as necessidades brutas de financiamento rondam os 20% do PIB pelo menos até 2016 (2014:20.8%; 2015:18.8%; 2016:17.8%), sendo das mais elevadas no conjunto dos países desenvolvidos. Tendo em conta o enquadramento descrito, importa salientar que a eventual opção pelo reforço dos níveis de investimento público deverá ser cuidadosamente ponderada, não obstante o seu encolhimento nos últimos dois anos, em linha com o esforço de consolidação orçamental. Efectivamente, é reconhecido que Portugal já efectuou no passado um esforço grande no investimento em infra-estruturas, não sendo actualmente esta a vertente que impede o alcance de patamares mais elevados em termos de competitividade.

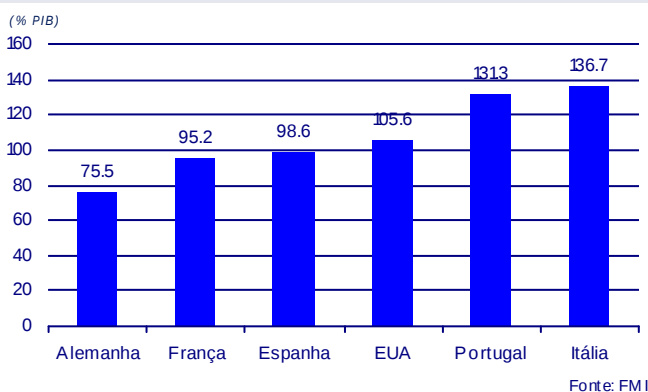
Saldo Orçamental excepto juros



Pendor da política orçamental (2010 a 2013)



Dívida Pública (2014)



PREÇOS PETROLÍFEROS EM QUEDA HISTÓRICA

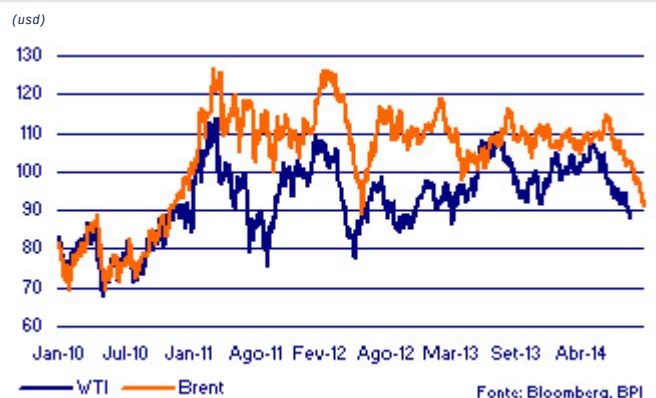
Desde finais de Junho deste ano que os preços do petróleo têm protagonizado um acentuado movimento descendente que começa a ganhar contornos históricos, principalmente no caso do Brent, onde o presente movimento descendente representa a quarta vez, desde 2010, que o preço se posicionou abaixo dos USD100, sendo este também o maior período de tempo em que o Brent se colocou abaixo desta linha. Apesar de muitos receios causados pelas questões geopolíticas no Iraque, Líbia e Rússia quanto ao seu efeito no lado da oferta, tais considerações têm sido suplantadas pela procura, que continua a não corresponder às expectativas, principalmente face às performances das economias europeia e chinesa, tal como face ao crescimento sustentado da produção norte-americana, que continua assim a reduzir a sua dependência de importações energéticas. Em resposta a este cenário, as agências energéticas internacionais estão a proceder a revisões em baixa das suas previsões de procura, enquanto os grandes produtores procuram combater a tendência decrescente dos preços através do controlo da oferta.

Após a primeira metade de 2014, onde os preços petrolíferos se mantiveram relativamente estáveis, o final de Junho foi protagonizado por um súbito aumento de preços face ao início da guerra no Iraque e os receios causados quanto à continuidade da produção do segundo maior produtor da OPEP. Porém, o rápido entendimento de que o conflito seria centrado no Norte do país, longe do Sul onde se centra a extracção de petróleo, rapidamente retirou peso a estes desenvolvimentos, tendo-se observado a partir desse ponto uma queda generalizada dos preços petrolíferos, com o Brent a perder 20.22 dólares por barril, e o Crude a cair 16 dólares, tendo ambos atingido mínimos de 2013. De facto, com os efeitos dos conflitos no MENA (Middle East, North Africa) a não causarem grande pressão ascendente nos preços, tem sido a situação da procura que tem conduzido a tendência do mercado. Notavelmente, a International Energy Agency (IEA) refere que no segundo trimestre de 2014 observou-se uma redução do crescimento da procura para os níveis mais baixos dos últimos dois anos e meio, 480k (k = mil) barris por dia (b/d) y/y, o que levou à revisão em baixa das previsões de crescimento para o 3T2014 e 2015, para 840k b/d (menos 120k) e 1.2M (M = milhões) b/d (menos 160k), respectivamente.

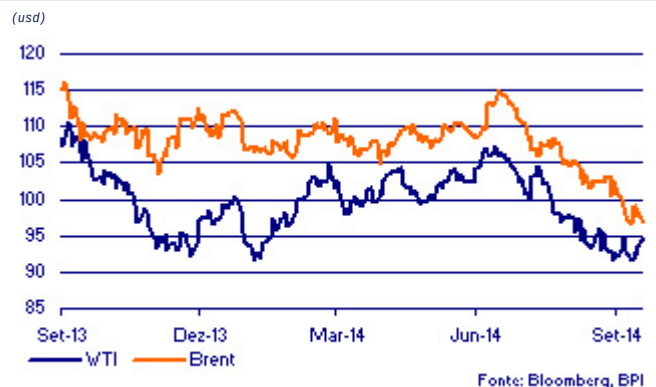
A actual situação da procura pode ser descrita pela existência de duas forças que apontam para sentidos distintos. Por um lado, observa-se que a procura norte-americana, após um início de 2014 atribulado, começa a partir de Julho a registar aumentos significativos nos níveis de utilização, superiores àqueles observados no período homólogo, sendo que as leituras preliminares para Agosto apontam para os maiores níveis de utilização desde Novembro de 2013. Face aos indicadores que apontam para uma continuação da boa performance das indústrias norte-americanas no terceiro trimestre, é de esperar que continue a presente tendência de crescimento no lado da procura.

Por outro lado, observa-se que nos outros dois grandes mercados mundiais, a Europa e a China, a procura de petróleo mostra-se decepcionante, factor este que sobrepõe a pressão contrária exercida pelo mercado norte-americano e que representa o principal factor explicativo da presente descida dos preços. De facto, no caso da China, os níveis de utilização para Julho ficaram 140k b/d abaixo do previsto, sendo que em dois dos primeiros sete meses do ano, a procura de petróleo pela segunda maior economia do mundo registou uma taxa de crescimento homóloga nula, algo incomum para a economia chinesa. Os relatórios apontam para o sector produtivo como sendo o principal contributo para a procura abaixo das

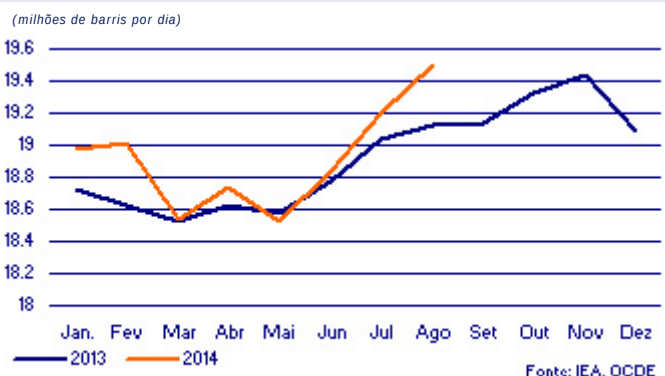
A evolução dos mercados energéticos desde 2010



Os preços do petróleo estão em queda desde Junho de 2014



Utilização Petróleo (EUA)



TEMAS EM DESTAQUE

PREÇOS PETROLÍFEROS EM QUEDA HISTÓRICA

expectativas, estando esta observação em linha com os indicadores de actividade referentes à indústria chinesa, nomeadamente os PMIs para o sector das manufacturas, que apontam em 2014 para a existência de períodos com fraca expansão e mesmo estagnação da actividade produtiva. Já no caso da Europa, a procura petrolífera em 2014 tem-se expressado consistentemente abaixo dos valores homólogos, tendo a diferença aumentado no segundo trimestre. Esta tendência é também consistente com os dados de crescimento do PIB na zona euro durante o segundo trimestre, que mostram um crescimento em cadeia nulo e contracções nas economias alemã e italiana de 0.2% q/q, sendo particularmente notável que a procura de petróleo na economia alemã durante Junho caiu em 230k b/d face a igual período de 2013 (-9.3% y/y), o que representa a maior queda dos últimos 16 meses.

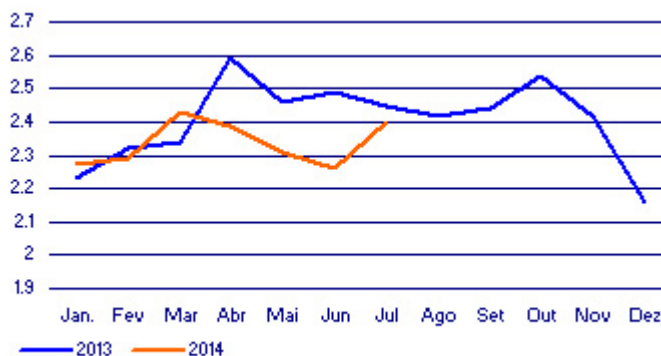
□ No lado da oferta, a produção da OPEP tem-se mostrado amplamente robusta, apesar das situações vividas no Iraque e na Líbia. Em Agosto, o grupo produziu 30.31M b/d, ligeiramente abaixo dos 30.44M b/d reportados no período anterior, face à redução da produção iraquiana e saudita, compensada por um movimento de recuperação da produção líbia. Enquanto nos casos do Iraque e da Líbia as flutuações de produção se devem claramente à situação vivida nestes países, a observada redução do volume produzido na Arábia Saudita aparece em directa resposta à falta de procura e à queda dos preços observada, sendo que os dados oficiais de Maio apontam para que as exportações do Reino Saudita tenham caído abaixo dos 7M b/d, pela primeira vez desde Outubro de 2011, com os Estados Unidos a serem o país para onde estas mais têm contraído, registando-se em Junho uma queda para 1M b/d, isto após se ter observado uma média de 1.4M b/d durante o período Janeiro-Maio de 2014.

□ Se tanto nos restantes membros da OPEP como em países como a Noruega e o Reino Unido, temos observado uma tendência de decréscimo ou manutenção dos níveis de produção actual ou, no caso líbio e angolano, recuperação para níveis de 2013. Nos EUA a produção continua a expandir a ritmos superiores a 10% desde 2012, com os mais recentes dados da EIA (US Energy Information Administration) a reportarem que em Setembro a produção norte-americana aumentou em 12.83% y/y, continuando a maior economia mundial a mostrar um empenho claro em reduzir a parcela do crude importado na utilização total, com a mesma fonte a reportar que, em Setembro, a produção doméstica representou 49% do total produzido+importado no período, o que compara favoravelmente com 47.88% no mês anterior e 44.13% em Setembro de 2013. Relembre-se que devido a restrições legais impostas pelo governo norte-americano, toda a produção doméstica de crude deve ser aplicada para consumo interno, estando as exportações banidas.

□ Em suma, observa-se actualmente um mercado onde a procura está claramente desfasada em relação à oferta, uma situação que as várias externalidades de mercado (guerra no Iraque e Líbia, sanções à Rússia) não se apresentam capazes de contrapor. Com os actuais preços já em mínimos, a questão para o futuro prende-se principalmente com o período de sustentabilidade da presente situação, para a qual concorrem várias forças opostas. Aparentemente, mais reduções de preços não deverão ocorrer de forma expressiva ou sustentável, já que uma maior queda dos preços terá efeitos na procura mundial e nas considerações de produção norte-americana, que servirão para rebalancear o mercado. Porém, na situação actual, continua a observar-se uma falta de pressão ascendente no mercado: os esforços da Arábia Saudita para controlar o preço com recurso a reduções na produção de petróleo, são contrapostos pela produção líbia que, face à precária situação da

Utilização Petróleo (Alemanha)

(milhões de barris por dia)



Fonte: IEA, OCDE

Tendências opostas de produção

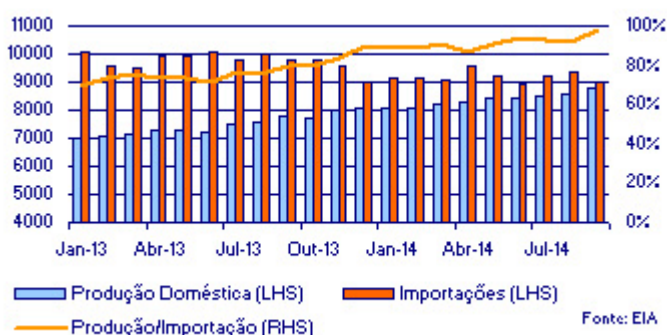
(milhão de barris por dia)

	Jun 14	Jul 14	Ago 14
OPEP	36.47	36.88	36.75
A. Saudita	9.52	9.75	9.42
Iraque	3.26	3.15	3.10
Líbia	0.24	0.42	0.53
Não OPEP	56.92	56.43	56.17
EUA	11.92	11.75	11.81
Reino Unido	0.83	0.80	0.58
Noruega	1.78	1.93	1.72
Total	93.40	93.31	92.92

Fonte: IEA.

Os EUA continuam a reduzir a sua dependência de petróleo externo

(milhões de barris por dia/ rácio)



Fonte: EIA

PREÇOS PETROLÍFEROS EM QUEDA HISTÓRICA

economia nacional após vários anos de conflito, não permite manter uma produção abaixo dos níveis máximos, enquanto a produção iraquiana deverá registar ténues aumentos no curto prazo, face à recuperação de vários poços de petróleo no norte do país pelo governo curdo. Mais preponderante porém será a pressão descendente causada pela procura insuficiente, sendo a falta de indicadores que apontem para uma retoma forte e sustentável das economias europeias e da indústria chinesa para o curto prazo um factor crucial para que os presentes preços se mantenham pelo menos durante mais algum tempo. No actual mercado, a economia dos EUA aparece claramente como o grande agente contra tendência, apresentando um consumo expansivo e com aumentos no curto-prazo apoiados por fortes indicadores de confiança industrial, isto enquanto a produção continua a manter um ritmo rápido de expansão. Porém, a proibição legal de efectuar exportações de crude, aliada ao esforço evidenciado para a redução da dependência de petróleo externo fazem com que o seu contributo para o mercado seja notavelmente semelhante aquele das duas outras grandes economias mundiais - reduzida procura nos mercados e, consequente, pressão descendente nos preços.

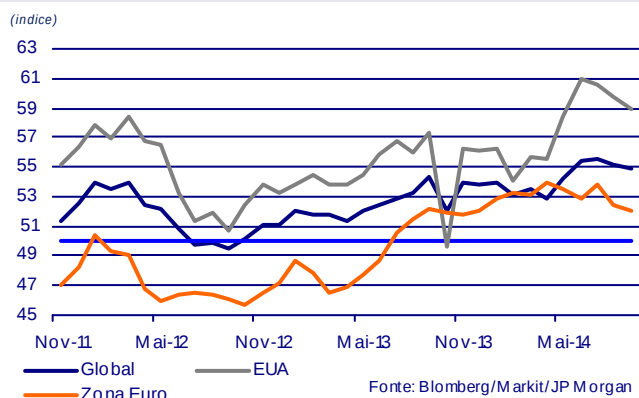
▣ A recente decisão do governo saudita de reduzir os preços do seu crude para exportação em 1.70/bbl pode ser interpretada como uma aceitação tácita de que os preços manter-se-ão baixos por mais algum tempo. De facto, fica claro que, presentemente, a capacidade de influenciar o mercado pelo lado da procura é reduzida. A questão do *timing* da recuperação dos preços, principalmente no caso do Brent, estará principalmente ligada à retoma europeia e ao seu *timing*, sendo que os actuais preços baixos deverão fomentar o aumento das importações assim que a procura o justificar. Tal será essencial para contrapor a pressão descendente norte-americana, em reflexo da sua crescente capacidade de produção interna. Já no caso da China, o seu efeito nos mercados energéticos estará ligado à sua capacidade, ou não, de repor os níveis anteriores de crescimento, sendo que provas nesse sentido terão um rápido efeito crescente nos preços, enquanto uma aceitação da presente situação como o novo ritmo sustentável de crescimento terá um efeito mais lento, à medida que os produtores árabes e do leste africano reestruturam as suas exportações para esta realidade.

GLOBAL - CRESCIMENTO NOVAMENTE REVISTO EM BAIXA

□ Depois de ultrapassado um primeiro trimestre que ficou prejudicado por factores de natureza temporária, antecipa-se que a economia americana mantenha uma trajectória de aceleração do crescimento, de forma a suportar um crescimento acima dos 2% no ano como um todo. O PIB do 2T 2014 foi revisto em alta para 4.6% em termos anualizados, enquanto os restantes indicadores económicos continuam a apontar para um comportamento positivo da economia no terceiro trimestre. O PMI compósito (serviços e indústria transformadora) fixou-se nos 59.0 pontos em Setembro, o que aponta para um forte ritmo de expansão na produção, apesar de ter caído de 59.7 pontos em Agosto. Paralelamente, o relatório do emprego norte-americano de Setembro surpreendeu pela positiva ao confirmar melhorias significativas no mercado de trabalho: foram criados 248 mil novos postos de trabalho e a taxa de desemprego caiu de 6.1% para 5.9% em Setembro. Os principais riscos continuam relacionados com o processo de retirada de estímulos pela FED e a antecipação do ciclo de aumento das taxas de juro, que contudo deverá ser gradual e cauteloso.

□ A zona euro continua com dificuldades de apresentar um crescimento mais robusto, o que ficou patente na estagnação do PIB durante o 2T de 2014, desta vez resultado de um comportamento desapontante daquele que tem sido o principal motor da economia do euro, a Alemanha (PIB contraiu 0.2% q/q no 2T). Para além disso, a actividade económica em Itália contraiu (-0.2% q/q) e em França voltou a estagnar. Relativamente às componentes da procura, o comportamento do investimento continuou a decepcionar (com uma queda de 0.3% no 2T) enquanto o contributo da procura externa líquida foi negativo. Os indicadores de actividade sugerem que a actividade no terceiro trimestre também se manteve fraca, apontando para um crescimento moderado de apenas 0.2%-0.3% (indicador PMI compósito em Setembro caiu de 52.5 pontos em Agosto para 52 pontos em Setembro), e assiste-se também a uma retracção generalizada dos indicadores de confiança. Em contrapartida, a recente perda de valor do euro face ao dólar poderá contribuir para tornar as exportações da zona euro mais competitivas e reduzir os riscos de um cenário de deflação.

PMI Compósito



Projectções para o crescimento global

	Projectções			Diferença rel. Proj. Abril 2014	
	2013	2014	2015	2014	2015
Crescimento Global	3.3	3.3	3.8	-0.1	-0.2
Economias avançadas	1.4	1.8	2.3	0.0	-0.1
EUA	2.2	2.2	3.1	0.5	0.0
Zona Euro	-0.4	0.8	1.3	-0.3	-0.2
Alemanha	0.5	1.4	1.5	-0.5	-0.2
França	0.3	0.4	1.0	-0.4	-0.5
Itália	-1.9	-0.2	0.8	-0.5	-0.3
Espanha	-1.2	1.3	1.7	0.1	0.1
Japão	1.5	0.9	0.8	-0.7	-0.2
Reino Unido	1.7	3.2	2.7	0.0	0.0
Economias Emerg. e Desenv.	4.7	4.4	5.0	-0.1	-0.2
Rússia	1.3	0.2	0.5	0.0	-0.5
China	7.7	7.4	7.1	0.0	0.0
Índia	5.0	5.6	6.4	0.2	0.0
Brasil	2.5	0.3	1.4	-1.0	-0.6

Fonte: FMI - World Economic Outlook - Outubro 2014.

□ Em termos globais, o ritmo de expansão do segundo trimestre terá recuperado apenas moderadamente, para o qual contribuíram essencialmente a recuperação do crescimento nos EUA e da China (que beneficiou de medidas de estímulo implementadas pelas autoridades para compensar o fraco dinamismo do primeiro trimestre). Na última actualização do "World Economic Outlook", o FMI voltou a rever em baixa as perspectivas para o crescimento da economia global, para 3.3 % em 2014 (-0.1 p.p. do que as projecções de Julho e -0.4 p.p. do que as projecções de Abril) e 3.8% em 2015. O FMI reconhece que a economia global entrou numa fase de crescimento mais medíocre, que resulta do facto de as economias desenvolvidas continuarem a tentar recuperar do legado deixado pela crise (elevados níveis de endividamento e desemprego), enquanto os mercados emergentes continuam sem conseguir alcançar os níveis de crescimento obtidos no período antes da crise. O crescimento nas economias avançadas será impulsionado essencialmente pelos EUA, que poderá manter um crescimento de cerca de 3% na segunda metade de 2014 e em 2015. Para a zona euro as previsões são mais desapontantes, tendo sido revisto em baixa o crescimento de 1.1% para 0.8% em 2014, devendo depois recuperar gradualmente para 1.3% em 2015. Também para o Japão o ajustamento foi em baixa dado que o PIB no 2T acabou por contrair mais do que o esperado depois do ajustamento fiscal. Por outro lado, o contributo das economias emergentes para o crescimento global continua a ser o

ECONOMIAS

GLOBAL - CRESCIMENTO NOVAMENTE REVISTO EM BAIXA

mais importante, ainda que as previsões sejam mais pessimistas (o crescimento foi cortado em 0.1 p.p. para 2014 e 0.2 p.p. para 2015), para o qual terá contribuído um cenário menos prometededor para a China e revisões em baixa para o crescimento do Brasil e Rússia. Relativamente aos riscos, mantém-se os factores geopolíticos e o nível baixo das taxas de juro, mas intensificaram-se as preocupações relativamente à fragilidade da zona euro. O FMI atribui agora uma probabilidade de quase 40%, para que a zona euro entre em recessão (cerca do dobro da probabilidade de 20% atribuída em Abril) e um risco de 30% que ocorra uma situação de deflação. Desta forma, o relatório reiterou que o BCE deve embarcar num verdadeiro programa de expansão monetária caso as actuais políticas não sejam suficientes para evitar um cenário de deflação e aconselhou a Alemanha a investir em infra-estruturas. Quanto às economias emergentes, salienta-se o facto de esta perda de fulgor do crescimento evidenciar alterações permanentes no dinamismo subjacente destas economias, e não uma variação cíclica.

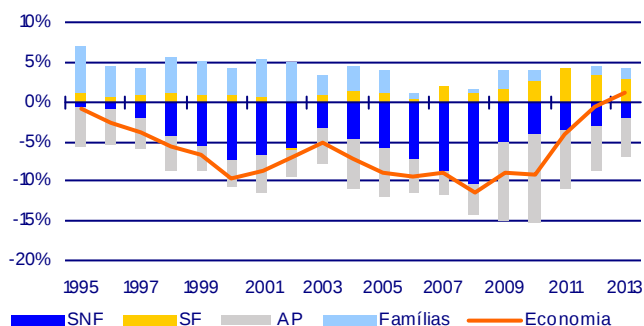
PORTUGAL - MELHORA A CAPACIDADE DE FINANCIAMENTO DA ECONOMIA

□ **Capacidade de financiamento da economia melhora no 2T14:** A publicação das contas nacionais por sector institucional, já de acordo com a nova metodologia SEC2010, mostrou uma melhoria de 0.2 pontos percentuais (p.p.) na capacidade de financiamento da economia no 2T14, para 1.6% do PIB. Esta evolução reflecte melhorias nos saldos de todos os sectores, com excepção do das Administrações Públicas, cujas necessidades de financiamento se agravaram em 0.7 p.p., situando-se em 4.8% do PIB. A deterioração do saldo das administrações públicas reflecte em grande parte, as alterações introduzidas pela nova metodologia, SEC2010, para o cálculo das contas nacionais e que obrigou à inclusão no perímetro de consolidação das Administrações Públicas de empresas públicas antes fora dele. As necessidades de financiamento das empresas não financeiras reduziram-se em 0.4 p.p., para 2.2% do PIB, o que em grande parte (0.3 p.p.) se explica pelo efeito das transferências das EP's acima referidas para o sector público. Finalmente, a capacidade de financiamento das famílias subiu para 5.4% face aos 5.1% registados no trimestre anterior, reflectindo um aumento de 1.3% do rendimento disponível e de apenas 0.7% do consumo privado. Este resultado traduziu-se na subida da taxa de poupança para 10.1%, contrariando a tendência de decréscimo observada nos dois trimestres anteriores.

□ **Revisão das estimativas de crescimento em 2014:** O FMI e o Banco de Portugal reviram em baixa as estimativas de crescimento da economia portuguesa em 2014, para 1% e 0.9%, respectivamente. Menos 0.2 p.p. do que anteriormente. A publicação do detalhe pelo Banco de Portugal indica que o menor crescimento reflecte, essencialmente, um menor contributo da procura externa associado à aceleração das importações em virtude do maior dinamismo da procura interna. De facto, o contributo estimado da procura interna para o crescimento da economia é de 1.9 p.p., mais 0.5 p.p. do que o estimado em Junho, reflectindo um crescimento mais acentuado do consumo privado e do investimento. As exportações deverão acelerar durante a segunda metade do ano, mas no conjunto do ano, o seu desempenho ficará aquém do registado em 2013, reflectindo o efeito da paragem da refinaria da Galp nos primeiros meses do ano. A avaliação dos riscos permanece com sinal negativo e prendem-se, externamente, com o efeito na economia nacional de um arrefecimento da zona euro, a nível interno, o principal risco negativo prende-se com o impacto na economia da resolução do BES.

Evolução das necessidades/capacidade de financiamento da economia, SEC 2010

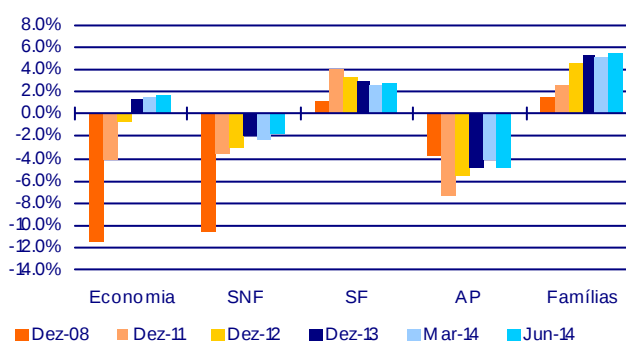
(% do PIB)



Fonte: INE, calc. BPI

Necessidade/capacidade de financiamento da economia: +1.6% no 2T14

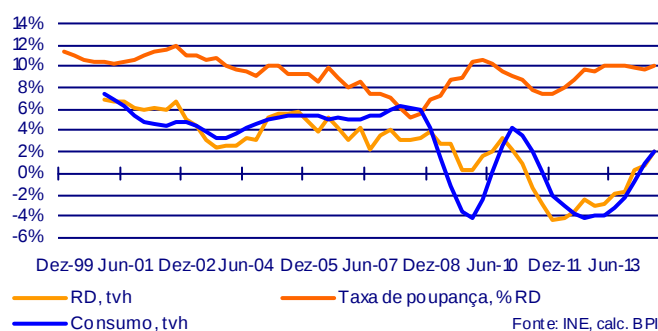
(% do PIB)



Fonte: INE, calc. BPI

Famílias: taxa de poupança, rendimento disponível e consumo

(%)



Fonte: INE, calc. BPI

Previsões para a economia portuguesa

	Banco de Portugal		FMI	
	2014	2015	2014	2015
PIB	0.9%	1.5%	1.0%	1.5%
Taxa de inflação	0.0%	1.0%	0.0%	1.1%
Saldo da conta corrente (%do PIB) ¹	2.2%	4.0%	0.6%	0.8%
Desemprego	n.d.	n.d.	14.2%	13.5%

Notas: ¹ As estimativas do Banco de Portugal são para a balança corrente + balança de capital.

ECONOMIAS

BRASIL - LIGEIRA RECUPERAÇÃO DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL, FRAGILIDADES CONTINUAM À VISTA

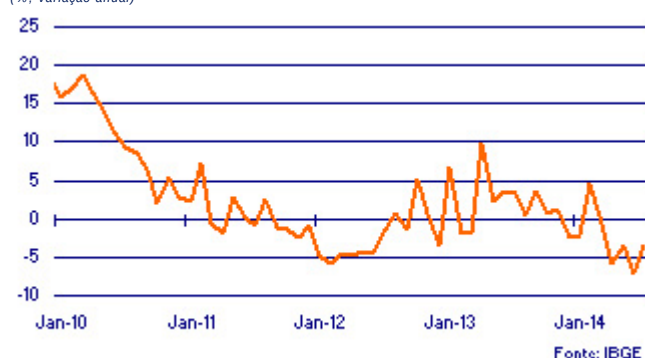
▢ A actividade industrial brasileira apresentou, nos últimos meses, alguns sinais moderados de recuperação. A produção industrial cresceu 0.7% m/m em Julho, assinalando a primeira variação positiva desde Janeiro deste ano, suportando uma recuperação da taxa de variação anual de -7.1% y/y em Junho, para -3.6% y/y em Julho. Por sua vez, o índice mensal de actividade económica de Julho avançou 1.5% m/m, depois de no mês anterior a actividade ter contraído 1.5%, e a taxa de variação homóloga abrandou para -0.23% y/y, face a -2.15% y/y em Junho. Também o indicador PMI para a indústria transformadora voltou a entrar em região de expansão, o que já não se verificava desde Março deste ano, ao aumentar para 50.2 pontos em Agosto (recorde-se que valores acima dos 50 pontos sinalizam expansão da actividade). A melhoria do indicador resultou de uma recuperação pronunciada na produção, mas as encomendas permaneceram inalteradas face ao mês anterior, o que sugere que a recuperação ainda é frágil. Para além disso, o indicador PMI para o sector dos serviços caiu abaixo dos 50 pontos pela primeira vez desde Janeiro (49.2 pontos em Agosto face a 50.2 pontos em Julho), fixando o indicador composto nos 49.6 pontos em Agosto (uma melhoria face a 49.3 pontos de Julho).

▢ No último relatório de inflação, o Banco Central do Brasil voltou a rever em baixa as previsões para o crescimento económico de 2014, de 1.6% para 0.7% (a previsão média dos analistas é ainda mais baixa, aponta para os 0.3%). O BCB tornou a realçar a fragilidade dos indicadores de confiança, que continuam a ter um impacto considerável na actividade interna, ao mesmo tempo que os níveis de crescimento dos preços prevalecem elevados, estimando que a inflação anual se fixe perto dos 6% no final do ano (em Agosto a taxa de inflação anual voltou a acelerar para 6.51%, face a 6.5% em Julho). Ainda assim, o BCB voltou a sugerir que não deverão ocorrer alterações na taxa de política monetária, que se mantém nos 11% desde Abril. A autoridade monetária considera que mesmo sem alterações na política monetária, a inflação deverá convergir para as metas estipuladas no médio prazo, reflectindo o impacto dos seguintes pontos: (i) ajustamento no processo de aumentos salariais incompatíveis com os ganhos de produtividade; (ii) realinhamento dos preços regulados e não regulados (de facto, já se tem verificado uma redução do crescimento dos preços livres, e uma aceleração dos preços regulados); (iii) convergência da taxa de câmbio para o seu nível de equilíbrio.

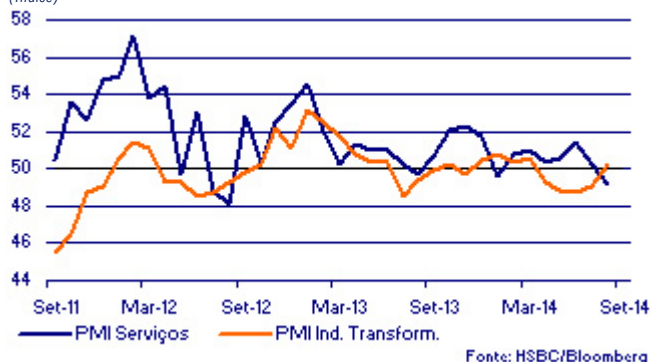
▢ Entretanto, a agência de *rating* Moody's alterou o *outlook* do *rating* do Brasil de estável para negativo, uma decisão que não foi surpreendente para os mercados face aos sinais de fragilidade da actividade económica e elevada inflação. Para além disso a agência de *rating* refere também o aumento da dívida pública como um dos factores que está a contribuir para a redução da credibilidade do país. Este anúncio deverá também aumentar a pressão sobre um compromisso de alteração de políticas económicas pelos principais candidatos presidenciais.

Produção industrial

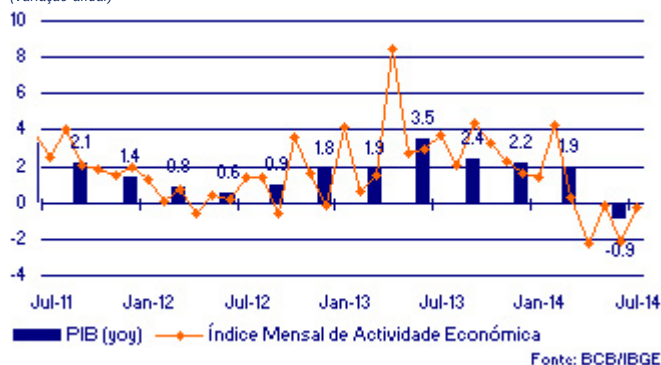
(% , variação anual)

**Indicadores PMI**

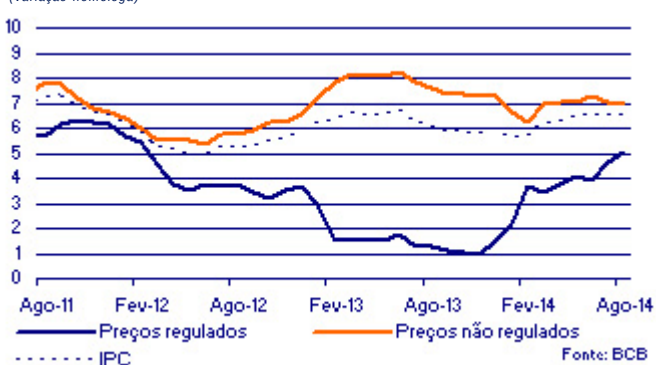
(Índice)

**Evolução da actividade económica**

(variação anual)

**Inflação- Preços regulados e não regulados**

(variação homóloga)



MÉXICO - AUMENTO DA PROCURA EXTERNA IMPULSIONA SECTOR EXPORTADOR

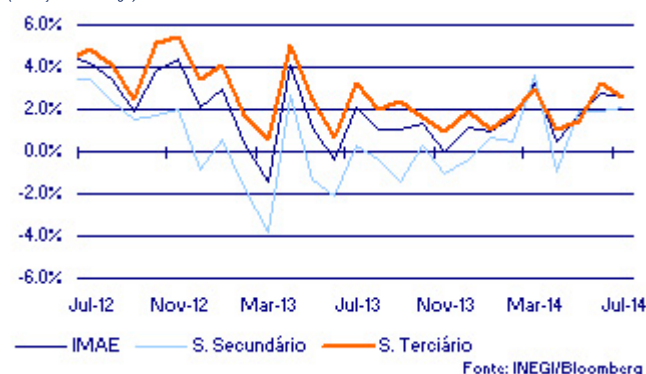
□ Actividade económica continuou a recuperar o dinamismo, impulsionada pelo aumento da procura externa, que estimulou as exportações da indústria transformadora. O índice mensal de actividade económica apresentou uma variação positiva de 0.41%, em Julho, em termos mensais, e avançou, 2.5% em comparação com o mesmo período do ano anterior. O crescimento do indicador em termos mensais resultou de uma variação positiva nos sectores agrícola e serviços (3.98% e 0.34% m/m respectivamente, quando ajustados para a sazonalidade), enquanto no sector da indústria o avanço foi mais contido de 0.28% m/m. Ainda assim, verificou-se uma recuperação importante no sector da indústria, que em termos anuais registou a taxa mais elevada desde Março, de 2.1%, sendo este o sector mais orientado para a exportação, e que beneficiou da melhoria da procura externa. Paralelamente, a produção industrial avançou 0.3% m/m em Julho, fixando-se a taxa de crescimento anual nos 2%. O sector da indústria transformadora foi o que mais contribuiu para este aumento, com um crescimento de 1.3% m/m, enquanto nos sectores da construção e indústria mineira, a actividade manteve níveis de crescimento mais frágeis de -0.1% m/m e 0.3% m/m, respectivamente. Os resultados dos indicadores mensais para o terceiro trimestre continuam a apontar para uma recuperação do dinamismo da actividade económica, confirmado as perspectivas de um crescimento acima dos 2% para 2014.

□ A inflação manteve a tendência crescente iniciada em Maio, com a taxa de variação mensal, de 0.36% m/m em Agosto, a elevar a inflação anual para 4.15% y/y face a 4.07% em Julho. Esta aceleração no crescimento dos preços em termos anuais reflecte em parte uma base desfavorável, mas também um crescimento rápido nos preços dos bens agrícolas e nos bens não alimentares já que a inflação subjacente também acompanhou a tendência de crescimento (a inflação subjacente avançou 0.21% m/m, fixando-se a taxa de inflação anual em 3.37% que compara com uma taxa de 3.25% em Julho). Para já, as pressões inflacionistas parecem ser benignas, uma vez que a procura interna ainda continua fraca, os preços da energia estabilizaram, e o câmbio se mantém estável. Estima-se contudo, que a taxa de inflação termine o ano de 2014 ligeiramente acima do limite superior estipulado pela autoridade monetária, de 4%.

□ A balança comercial registou um défice de USD 1,123 milhões em Agosto, o mais elevado desde Janeiro do mesmo ano, que resultou de um crescimento das importações (+4.8% y/y e -0.6% m/m) superior ao avanço das exportações (+2.1% y/y e -1% m/m). No entanto deve-se salientar que a performance do sector exportador ficou marcada por uma quebra de 10% y/y das exportações de petróleo, enquanto as exportações da indústria transformadora cresceram 6.2% y/y, sendo que no sector automóvel o crescimento foi de 15.3% y/y.

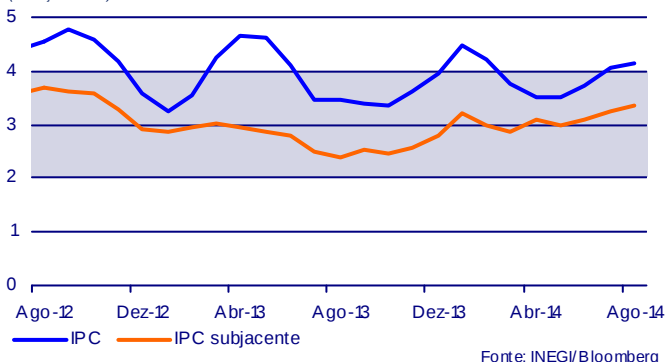
Índice mensal de actividade económica

(variação homóloga)



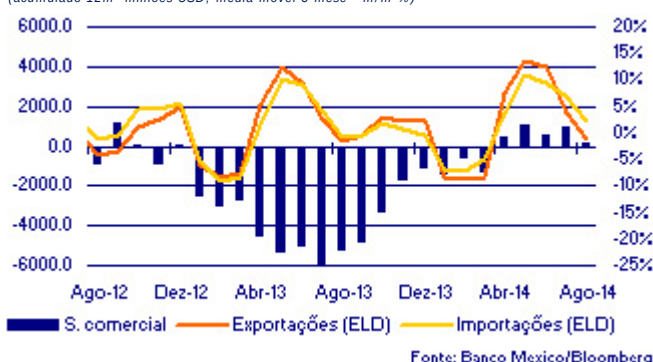
Inflação

(variação anual)



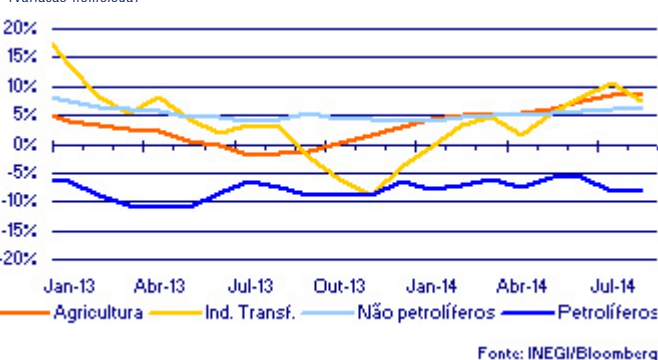
Balança Comercial

(acumulado 12m - milhões USD; média móvel 3 mese - m/m %)



Exportações

(variação homóloga)



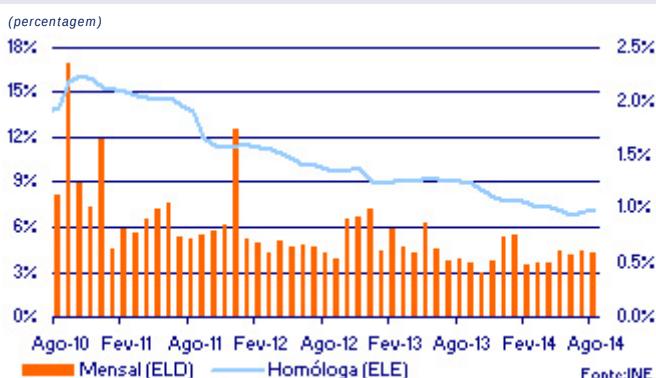
ECONOMIAS

ANGOLA - APÓS RECUPERAÇÃO DA PRODUÇÃO, QUEDA DO PREÇO DO BRENT AMEAÇA RECEITAS DO SECTOR

▢ O preço do petróleo voltou a cair nas últimas semanas, com o Brent a transaccionar em torno dos USD 92 por barril, o nível mais baixo desde Junho 2012. Desde Junho deste ano, o preço do Brent já registou uma queda de cerca de 20%, face a um máximo de USD 115. O preço encontra-se agora bastante abaixo da barreira psicológica dos USD 100, e abaixo do preço de referência para o orçamento de estado (em que o governo já tinha estipulado um preço conservador de USD 98), o que pode de certa forma adicionar alguns constrangimentos em termos de execução orçamental. Ainda assim, durante os primeiros sete meses do ano, o preço médio do barril de petróleo foi bastante superior (entre Janeiro e Julho o preço médio foi de USD 107.4), o que poderá ser suficiente para compensar a tendência de queda registada nos últimos meses. Para além disso, estima-se que a produção aumente nos restantes meses do ano, o que deverá também ajudar a compensar esta quebra no preço (recorde-se que entre Janeiro e Julho a produção média de petróleo diminuiu para 1.58 milhões de barris por dia (mbd), face a 1.75 mbd registados no mesmo período do ano anterior).

▢ O governo anunciou um ajustamento importante nos preços dos combustíveis, que envolveu um aumento de 25% no preço da gasolina e do gasóleo, para Kz 75 e Kz 50, respectivamente. Esta tem sido uma das medidas recomendadas em termos de política fiscal, dado que se considera que estes subsídios têm um carácter regressivo, uma vez que são as famílias de rendimentos mais elevados que tendem a consumir mais deste bem subsidiado. Assim, com este aumento, o executivo irá reduzir os custos com os subsídios, e assim criar espaço fiscal, dando oportunidade para a realização de outras despesas, nomeadamente de carácter social. De acordo com as estimativas da imprensa local, o governo deverá poupar cerca de Kz 55 mil milhões, o que corresponde a cerca de 10% dos gastos realizados com subsídios a todos os derivados de petróleo durante o ano de 2013. Desta forma, ainda existe margem para mais aumentos (já que os preços ainda se encontram abaixo dos preços de mercado), mas este incremento gradual dos preços parece ser uma decisão prudente por parte do executivo, face aos riscos de impacto sobre a inflação.

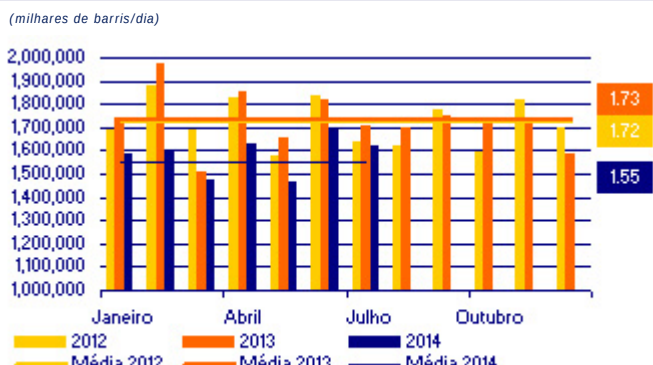
▢ Entretanto, o Banco Nacional de Angola (BNA) manteve as principais taxas de juro inalteradas na reunião de Setembro. A taxa de juro de referência (taxa BNA) manteve-se nos 8.75%, enquanto as taxas de juro de facilidade permanente de cedência de liquidez e de absorção de liquidez se mantêm em 9.75% e 1.75%, respectivamente. O Banco Central tem adoptado uma política de carácter expansionista, tendo a última redução (em 50 pontos base) ocorrido em Julho deste ano, de forma a dinamizar o sector não petrolífero, sem que com isso tenha prejudicado a inflação (ainda que tenha acelerado ligeiramente nos últimos dois meses, a taxa de inflação mantém-se resiliente em torno dos 7%).

Inflação**Novos preços de produtos derivados de petróleo**

(preços em kwanzas)

Descrição	Preço de venda ao Público		
	Anterior	Actual	Varição
LPG	37	45	22%
Gasolina	60	75	25%
Petróleo Iluminante	26	35	35%
Gasóleo	40	50	25%
Fuel Leve	25	50	100%
Fuel Pesado	17	34	100%
Asfalto	16	19	19%

Fonte: Ministério das Finanças.

Preço do Brent**Produção de petróleo**

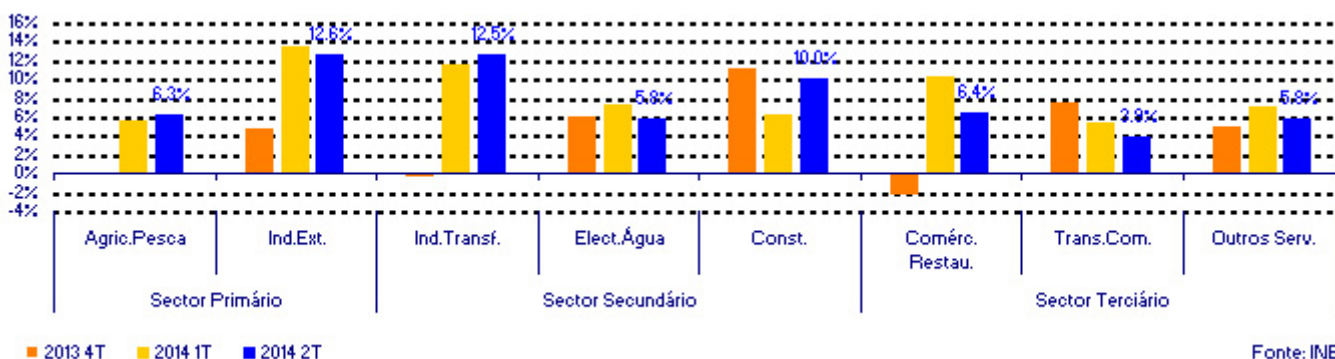
MOÇAMBIQUE - DEVE MANTER-SE ENTRE OS PAÍSES COM CRESCIMENTO MAIS ELEVADO EM 2014

□ No segundo trimestre de 2014, o PIB registou uma pequena desaceleração face ao mês anterior, com uma variação homóloga de 6.9% y/y, que ficou 0.6 pontos percentuais abaixo da taxa de crescimento do trimestre anterior. Contudo, destacou-se este trimestre a boa performance do sector secundário, que avançou 10.9% y/y, resultado de um crescimento robusto na indústria transformadora e de construção (que exibiram taxas de crescimento de 12.5% y/y e 10% y/y, respectivamente). Por sua vez, o sector dos serviços cresceu 7.4% y/y, onde se destacaram os subsectores de comércio e serviços de reparação (+6.1% y/y), hotéis e restaurantes (+7.9% y/y) e serviços financeiros (+25% y/y). Por último, o sector primário avançou 6.6% y/y, perante um crescimento de 12.6% y/y da indústria extractiva e de 6.3% y/y na agricultura. Desta forma, os novos dados do PIB confirmam que a economia moçambicana se encontra no bom caminho para voltar a exibir um crescimento robusto, provavelmente acima dos 7% para o ano de 2014, que deverá continuar a ser impulsionado pelos megaprojectos mas também pelo desenvolvimento de projectos industriais.

□ A execução orçamental do primeiro semestre de 2014 aponta para uma arrecadação de receitas de MT 74,685 milhões (das quais MT 4,228 milhões correspondem à contribuição dos megaprojectos, equivalente a cerca de 5.7% da receita total). De acordo com o relatório do ministério das finanças, as receitas fiscais ascenderam a MT 64,781 milhões, registando um crescimento de 36.6% face ao mesmo período do ano anterior e uma taxa de execução de 51.2% em relação ao total orçamentado para o ano de 2014. A boa execução das receitas orçamentais resultou essencialmente de um aumento das receitas dos impostos sobre o rendimento, justificado pela arrecadação de mais-valias no valor de MT 11,062 milhões relativamente às operações de vendas de activos detidos por empresas estrangeiras a operar no sector petrolífero. Por outro lado, relativamente às receitas de capital (que incluem as receitas dos dividendos e de receitas de concessões) apenas 37.5% das receitas orçamentadas foram concretizadas durante a primeira metade do ano.

CRESCIMENTO POR SECTORES

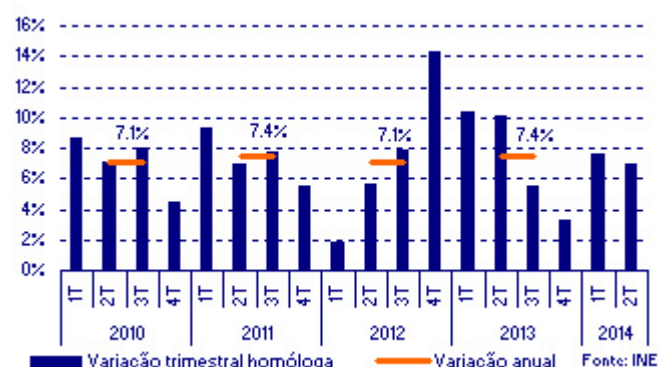
(variação homóloga)



□ A taxa de inflação anual na cidade de Maputo (indicador de referência para a política monetária) abrandou para 1.8% em Agosto, que compara com 2.4% y/y em Julho, registando o valor mais baixo desde Outubro de 2012. Em termos mensais os preços caíram 1.06%, assinalando a quarta queda consecutiva do índice de preços do consumidor de Maputo. A queda dos preços foi provocada principalmente pela redução dos preços dos bens de alimentação e bebidas não alcoólicas, cuja contribuição foi de -1.09 pontos percentuais. Desta forma, a desaceleração da inflação tem sido justificada por um lado pela queda dos preços alimentares perante uma época de boas colheitas agrícolas, mas também pela estabilização do metical face ao dólar americano e ao rand da África do Sul (principal fornecedor de produtos alimentares). Mesmo perante riscos de inflação reduzidos, o Comité de Política Monetária do Banco de Moçambique decidiu manter as taxas de juro das facilidades permanentes de depósito e cedência (taxas cobradas/garantidas em empréstimos/depósitos pelo prazo *overnight* efectuados entre as instituições de crédito e o banco central) em 1.50% e 8.25%, respectivamente.

CRESCIMENTO DO PIB

(variação homóloga; taxa anual)

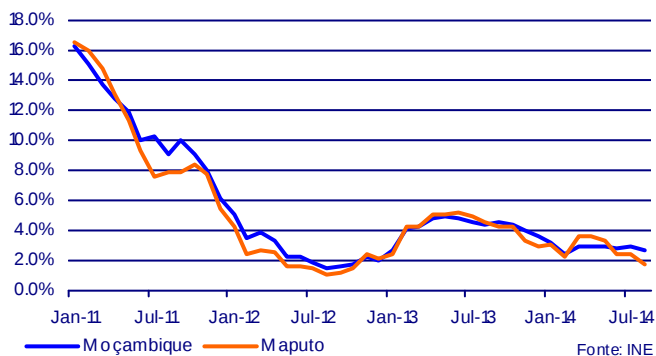


ECONOMIAS

MOÇAMBIQUE - DEVE MANTER-SE ENTRE OS PAÍSES COM CRESCIMENTO MAIS ELEVADO EM 2014

Inflação

(variação homóloga)



Execução do Orçamento Jan-Jun 2014

	OE 2013	OE2014	Exec. Jan-Jun 2014	(milhões de MT) % Exec.
Rec. Correntes	123,284.2	144,184.2	73,490.6	51.0
Rec. Capital	3,623.5	3,187.4	1,194.5	37.5
Total Receitas	126,907.7	147,371.6	74,685.1	50.7
Desp. c/ pessoal	49,514.9	56,958.7	28,312.7	49.7
Bens e Serviços	18,724.5	25,017.6	12,435.1	49.7
Enc. Dívida	3,976.6	6,347.0	2,815.0	44.4
Transf. Correntes	15,401.4	18,077.5	8,883.1	49.1
Outras Despesas	7,856.5	9,264.8	3,203.9	34.6
Total Despesas	95,473.9	115,665.6	55,649.8	48.1

Fonte: Direcção Nacional do Orçamento.

ÁFRICA DO SUL - BALANÇA CORRENTE E SECTORES-CHAVE EVIDENCIAM FRAGILIDADE

□ O saldo da balança corrente Sul-Africana caiu mais do que o esperado durante o segundo trimestre de 2014, tendo sido registado um défice de R 222 mil milhões, ou 6.2% do PIB, isto após se ter registado um défice de 4.5% do PIB durante o período anterior. Este mais recente aumento foi principalmente causado por um aumento das saídas e diminuição das entradas de dividendos durante o período, no último caso após um grande aumento *one off* durante o primeiro semestre. Além disso, registou-se também um contributo mais negativo da balança comercial, que piorou em R26 mil milhões para R101 mil milhões, em grande parte devido à menor procura nos mercados asiáticos e europeus, tal como o menor volume de exportações de platina para a Europa, sector que, durante o período, continuou amplamente afectado pela greve dos trabalhadores, entretanto concluída. A agência de *ratings*, Moody's, reconheceu este resultado como negativo para o *rating* Sul-africano (Baa1 negativo).

□ Apesar de alguns sinais de melhoria terem sido registados em Junho, os relatórios da actividade mineira e das manufacturas em Julho mostram novas quedas no desempenho no início do terceiro trimestre, com ambos os sectores a registarem perdas nos valores da produção e vendas, tanto em valores homólogos como em cadeia. A retoma da actividade nas minas de platina após a paralisação continua a mostrar-se frágil, e regista ainda as maiores perdas do período, seguidas pelo sector do ouro e do cobre, enquanto nas manufacturas destaca-se pela negativa o sector automóvel.

□ Em Agosto, a inflação sul-africana verificou uma aceleração para 6.4%, ganhando 0.1 pontos percentuais após o registo de 6.3% no mês anterior, que seguiu o máximo de 5 anos observado entre Maio e Junho (6.6%). Tal como nas leituras anteriores, o preço da alimentação e bebidas não alcoólicas continuou a ser o factor mais preponderante para o crescimento, com um aumento de 9.4% y/y, seguindo-se aumentos de 6.1% y/y no preço dos transportes. Excluindo combustíveis, a inflação foi de 6.5%. Apesar da mais recente leitura, na última reunião do Comité de Política Monetária da Reserva Sul-Africana, este melhorou as suas previsões para a inflação, removendo 0.1p.p. da previsão para 2014 e 2015, que se situam agora nos 6.2% e 5.7%, respectivamente. O Comité antecipou também o período em que a inflação cairá abaixo dos 6.0% para o primeiro trimestre de 2015, três meses antes do anteriormente previsto.

□ O Comité de Política Monetária anunciou também que manterá a taxa de referência nos 5.75%, justificada pelo actual cenário de fraco crescimento, isto apesar de concordar que esta terá de ser eventualmente normalizada. Durante os meses anteriores, o Rand tem variado entre R10.5 e R10.75 face ao dólar, mas tem vindo a aumentar para máximos de R11.3 em Setembro.

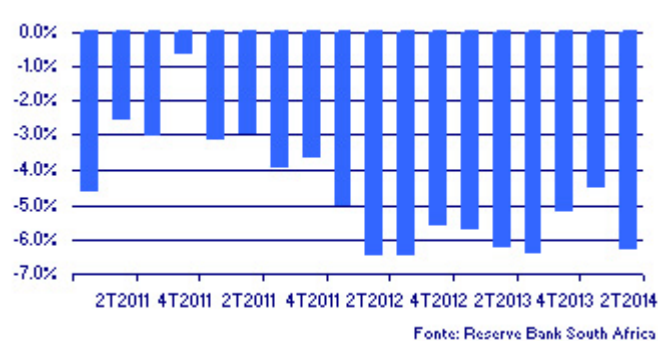
Evolução do PIB

(taxa de variação real, %)



Balança Corrente

(% do PIB)



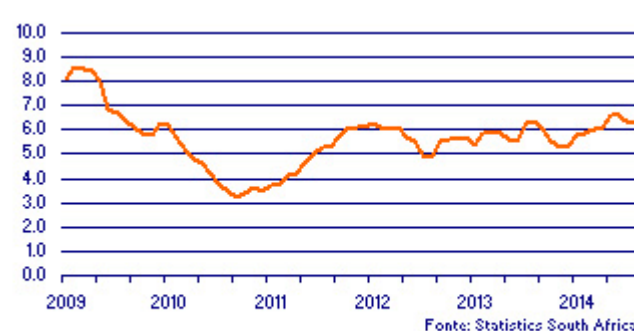
Produção das Indústrias-Chave Sul-Africanas

(Variação da produção, %)



Inflação

(variação homóloga)



, MERCADO CAMBIAL

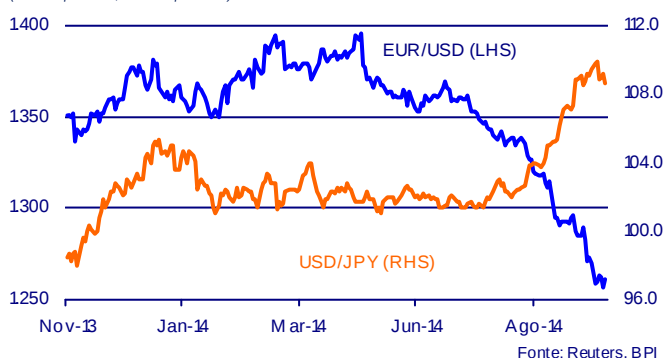
MERCADOS

SENTIMENTO DE MERCADO FAVORÁVEL AO DÓLAR

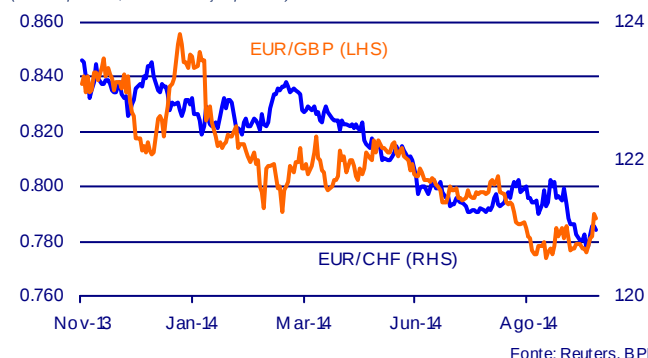
- Num movimento rápido (e num curto espaço de tempo - últimos 5 meses), o EUR/USD passou do máximo 1.3992 para o mínimo 1.2499, correspondendo a uma apreciação do dólar face ao euro de mais de 10%. A inversão da anterior tendência (favorável ao euro), a formação de uma outra contrária à anterior (favorável ao dólar), a sua consolidação e afirmação só foi possível com o teste e quebra de importantes níveis de suporte - 1.3671, 1.3474, 1.3295, 1.3103 e 1.2745 - encontrando-se presentemente o câmbio âncora a variar acima de 1.25. Em Maio, o mercado encontrava-se conjunturalmente longo em euros. Desde então, alterou-se o sentimento e passou a estar curto pela convicção de alguns investidores de que existia uma situação cada vez mais divergente em termos económicos e de política monetária entre as duas margens do Atlântico. Por outro lado, o despoletar de *stop-losses* em posições longas acentuou ainda mais a venda de euros e a compra de dólares.
- **Perante esta evolução e chegados aos presentes valores, questiona-se se será possível um movimento adicional de apreciação do dólar em mais 10% sobre o euro.** Para já, acredita-se que o mercado deverá consolidar os patamares conquistados tão rapidamente e cortejar os 1.25. Contudo, colocam-se outras questões e algumas incertezas: os empresários e as autoridades europeias ficaram mais aliviados com a perda de valor do euro, não só pelas vantagens competitivas mas também pela importação de inflação, mas agora são os americanos a não desejar novas apreciações do dólar (desde 2004, o EUR/USD não vem abaixo de 1.20, devido ao interesse dos EUA); se o BCE ampliar as intervenções de QE e aumentar ainda mais o seu balanço haverá mais liquidez, para além de ser dado mais um sinal negativo em relação à situação económica da UEM, e o euro poderá perder ainda mais valor; a manutenção do actual diferencial de juros entre os dois blocos beneficia o dólar, mas não acentua novas apreciações; os factores baseados na divergência poderão em breve esgotar-se, podendo o risco virar-se para a provável limitação do crescimento dos EUA no contexto de uma economia global menos dinâmica (agora e no futuro).
- A tendência de queda do EUR/GBP teve o contratempo do referendo na Escócia, de onde surgiu a possibilidade de ganhar o movimento secessionista. Passado esse momento, houve uma aproximação ao importante ponto de suporte 0.7750 (de Julho de 2012). Contudo, são valores que podem fazer baixar as expectativas de uma possível subida das taxas de juro em 2015.
- **O USD/JPY, depois de um período de grande estabilidade, testou e ultrapassou o ponto de resistência 105.44.** Esta reanimação da tendência de alta do USD/JPY resulta da possibilidade do BoJ vir a introduzir em breve um novo pacote de liquidez, seguindo a actual política monetária ultra expansionista.

As divergências entre EUA, UEM e Japão estão a embalar a apreciação do USD face a EUR e JPY

(x dólar por EUR; x ienes por USD)

**A fragilidade actual do euro é visível na perda de valor perante libra e franco suíço**

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

**Paridade dos Poderes de Compra**

	PPC	SPOT	07.Out.2014 % SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.3761	1.2607	-8.39%
EUR/JPY	135.39	136.90	1.11%
EUR/GBP	0.8538	0.7840	-8.17%
EUR/CHF	1.2262	1.2115	-1.20%

Fonte: BPI.

Cotações a Prazo

	3 Meses	6 Meses	07.Out.2014 1 Ano
Moedas			
EUR/USD	1.2613	1.2619	1.2641
EUR/JPY	136.92	136.91	136.91
EUR/GBP	0.7850	0.7862	0.7898
EUR/CHF	1.2113	1.2110	1.2098

Fonte: BPI.

AMÉRICA LATINA É FOCO DE ATENÇÃO

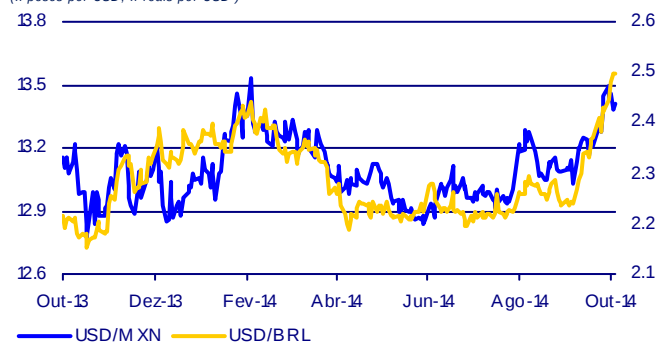
□ O actual processo eleitoral no Brasil está a gerar grande volatilidade nos activos brasileiros, com a Bolsa de São Paulo a registar quedas acentuadas e o real (BRL) a depreciar-se de forma significativa em relação ao dólar. A disputa para as eleições presidenciais vai repartir-se em duas voltas (nenhum dos candidatos obteve mais de metade dos votos dos eleitores na 1ª volta, dia 5 de Outubro), realizando-se o segundo acto eleitoral no dia 26 de Outubro. A escolha será entre a actual presidente Dilma Rousseff e o inesperado candidato Aécio Neves (Marina Silva foi a grande perdedora), mostrando as mais recentes sondagens um empate entre os candidatos. Durante a campanha eleitoral, a desvalorização dos activos não abrandou, persistindo algum receio dos investidores. O índice Bovespa corrigiu perto de 16%, após um bom dinamismo de subida anterior; e o BRL perdeu cerca de 10% do seu valor para o dólar, com o USD/BRL a testar e ultrapassar o importante ponto de resistência 2.4850. Tudo isto no curto espaço de tempo das últimas três semanas de Setembro. Até ao fim do processo eleitoral acredita-se que persista alguma instabilidade financeira e da moeda.

□ A Argentina também tem sido foco de atenção devido ao não pagamento de dívida a credores, num processo que culminou com a recente demissão do governador do banco central. De facto, após a advertência da Presidente Cristina Kirchner de que havia um conluio contra o país organizado pela alta finança norte-americana e argentina, Juan Fabrega demitiu-se. Este facto debilitou ainda mais a bolsa de Buenos Aires e o peso argentino. Em funções há menos de um ano, o responsável máximo do banco central era considerado ortodoxo, seguindo uma linha de depreciação da moeda e de queda das reservas cambiais. Embora presentemente o valor da moeda esteja estabilizado, a economia encontra-se em recessão e estão ser seguidas medidas de austeridade. O substituto, Alejandro Vanoli (anterior responsável pela agência de supervisão), é considerado menos "alinhado" com as exigências internacionais e a sua defesa de maior controle estatal da economia argentina sugere que será um aliado incondicional do governo. Em Janeiro deste ano, Juan Fabrega tinha implementado uma desvalorização imediata de 20% do peso argentino (ARS) em relação ao dólar, levando o USD/ARS a passar dos 6.7 pesos por dólar para 8.1 pesos. Nas últimas semanas, o USD/ARS tem variado entre 8.4 e 8.5 pesos.

□ Entretanto, em termos gerais, os activos das economias emergentes voltam a mostrar-se susceptíveis a receios/expectativas de subida dos juros nos EUA e a um dólar tendencialmente mais forte, sobretudo quando falta crescimento a estas economias (têm vindo a ocorrer sucessivas revisões em baixa). Complementarmente, assiste-se a uma diminuição do investimento local no corrente ciclo. Também a queda dos preços das *commodities* retira poder de compra nas trocas comerciais, para além das depreciações cambiais.

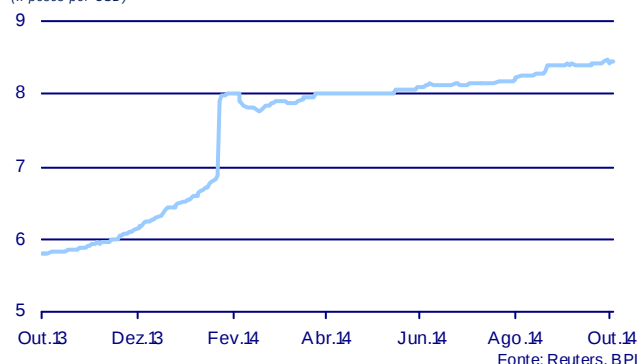
Real do Brasil (BRL) e peso do México (MXN) perderam valor para o dólar

(x pesos por USD; x reais por USD)



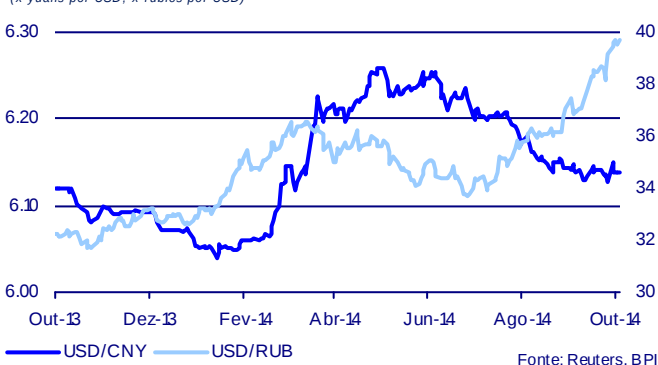
Após a depreciação de 20%, o peso argentino (ARS) tem vindo a perder valor de forma gradual

(x pesos por USD)



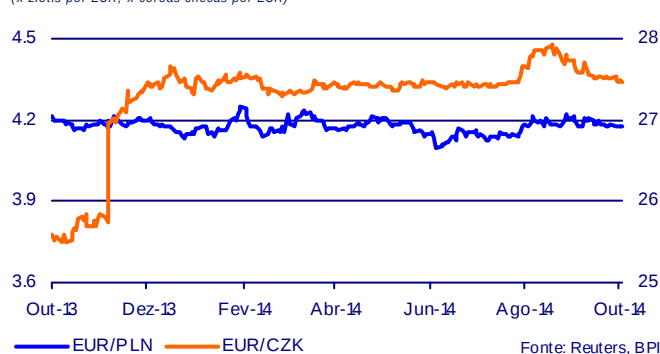
Rublo russo (RUB) prossegue depreciação contra o dólar; yuan chinês (CNY) mais estável

(x yuans por USD; x rublos por USD)



Zloty polaco (PLN) e coroa checa (CZK) com valor mais "controlado" pelas autoridades

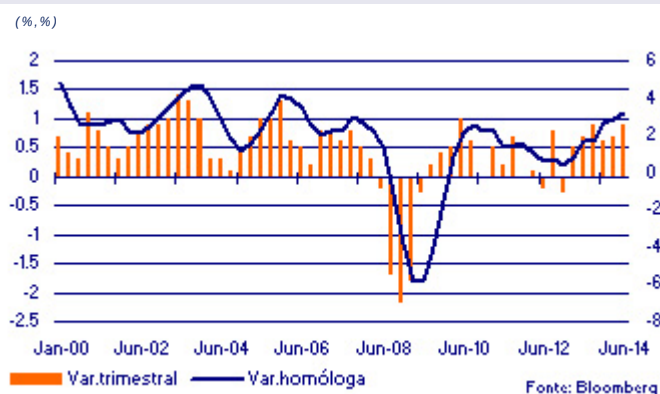
(x zlotis por EUR; x coroas checas por EUR)



INVERSÃO DE CICLOS NOS PAÍSES ANGLO-SAXÓNICOS?

□ Nos EUA e no Reino Unido desenham-se cenários compatíveis com a normalização das políticas monetárias, ainda que sinais de abrandamento a nível mundial devam levar as respectivas autoridades monetárias a manter uma postura cautelosa. Nos EUA, a evolução do mercado de trabalho deverá ser o principal factor indutor da política monetária da Reserva Federal, sendo por isso relevante o facto de continuarem a surgir sinais de melhoria neste mercado. Em Setembro, a taxa de desemprego caiu para 5.9%, menos 0.2 pontos percentuais (p.p.) do que no mês anterior e apenas 0.4 p.p. acima do que a Reserva Federal estima para o final de 2015. Também de salientar, o facto de em média terem sido criados 227 mil postos de trabalho/mês em 2014, o nível mais elevado da última década. Paralelamente, os indicadores de actividade, nomeadamente o PMI para o sector das manufacturas, mantêm-se num nível elevado, embora apresente sinais de abrandamento. No Reino Unido, a informação económica também aponta para a sustentabilidade do ciclo de crescimento, ainda que o ritmo de crescimento possa desacelerar, caso se confirme a tendência de abrandamento observada no PMI manufacturas. Na economia britânica, a segunda estimativa para o crescimento do PIB no 2T14 foi revista para 0.9% qoq (+0.1p.p. do que no 1T14), sendo que em sete dos oito últimos trimestres se verificaram ritmos de crescimento superiores a 0.5%. De facto, de acordo com a nova metodologia o nível actual do produto situa-se cerca de 3% acima do nível pré-crise. Também nesta economia, o PMI para o sector das manufacturas apresentou um decréscimo no último mês, o que em parte poderá estar relacionado com o impasse criado em torno da realização do referendo escocês, mas também algum abrandamento ao nível da economia mundial, com destaque para o caso da UEM.

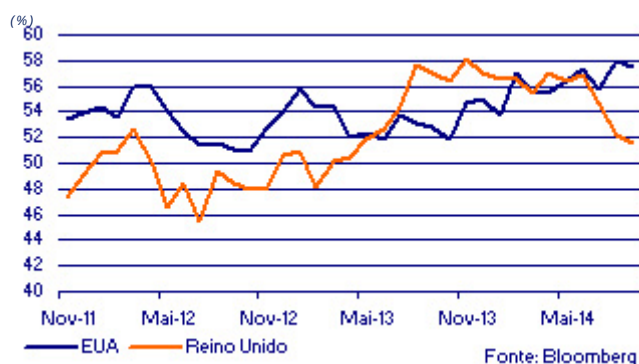
Reino Unido: Evolução do PIB



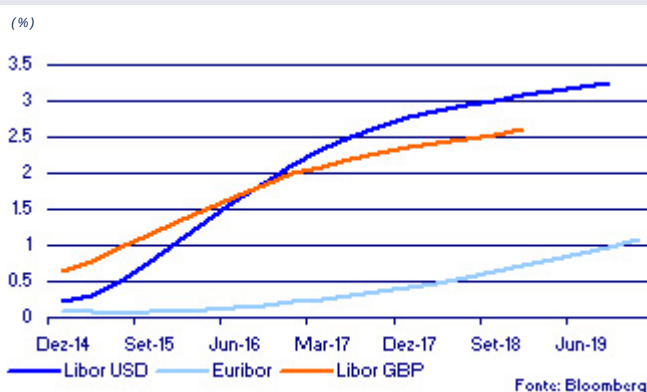
EUA: Taxa de desemprego



PMI Indústria Transformadora: evolução nos EUA e Reino Unido



Futuros das taxas de juro a 3 meses

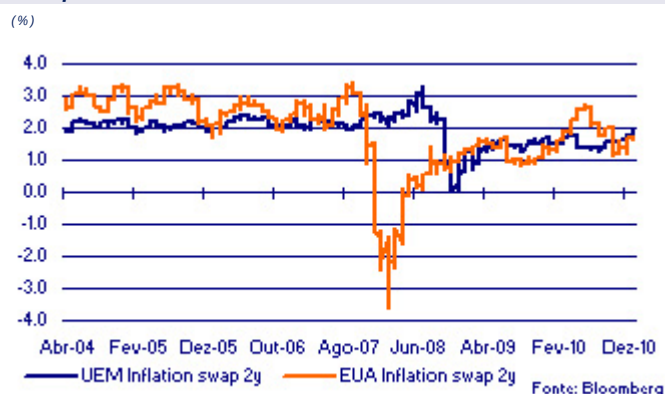


YIELDS DOS TÍTULOS DE REFERÊNCIA AINDA EM MÍNIMOS

□ **Mercados desenvolvidos:** As *yields* dos títulos dos principais *benchmarks* dos mercados norte-americano e europeu, registaram níveis próximos dos mínimos do ano no mês de Setembro, tendo-se acentuado a divergência de comportamentos dos respectivos títulos. Este comportamento continua a reflectir políticas monetárias ultra-acomodatórias e o sentimento de que a retoma da actividade económica a nível global será frágil no médio prazo. A acrescer à perspectiva de fraco crescimento há os riscos de que se materialize um cenário de deflação, principalmente na zona euro. A maior debilidade da economia europeia, reflecte-se no alargamento do *spread* entre o UST e o Bund alemão, que actualmente se situa em 150 pontos base, mais 45 pontos base do que no início do ano. No final do trimestre, os níveis das *yields* mantinham-se próximo dos mínimos, sobretudo no mercado europeu. No prazo de um ano, as perspectivas continuam a ser de subida gradual das taxas de rentabilidade, provavelmente mais acentuada nos EUA, onde os sinais de recuperação da economia se mostram mais fortes. Na zona euro, o movimento deverá ser mais débil, dada a fragilidade da actividade e a permanência da taxa de inflação em níveis reduzidíssimos. Adicionalmente, na zona euro observa-se um movimento de queda das *yields* de alguns títulos com prazos mais curtos para níveis inferiores a zero, evidenciando o grau de elevada incerteza quanto à evolução da economia europeia, associada à permanência de um ambiente de elevada liquidez no mercado.

□ **Países da periferia:** Nos mercados da periferia europeia, o comportamento observado nas *yields* é idêntico, observando-se que estas se situam próximo de níveis mínimos observados antes da crise financeira. Movimento idêntico é observado nos prémios de risco, que durante o terceiro trimestre registaram mínimos do ano. A procura de rentabilidade por parte dos investidores e os sinais de correcção de desequilíbrios existentes justificam o comportamento de queda das *yields* e dos *spreads*.

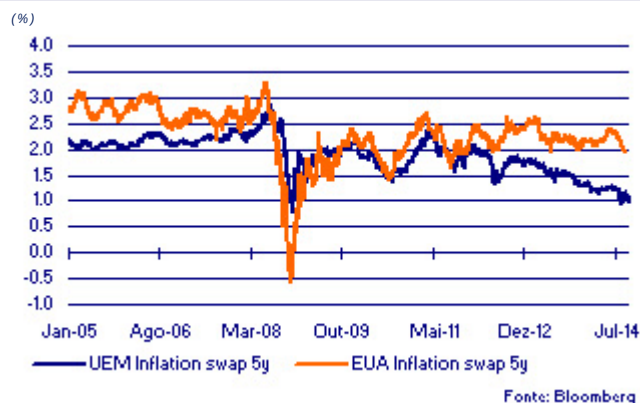
Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps - Swap 2Y



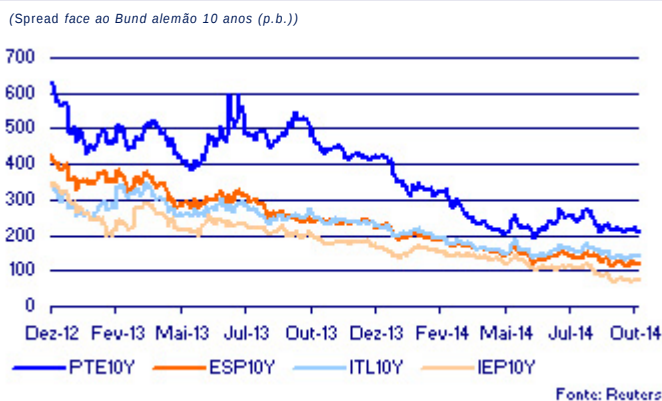
Spread UST- Bund



Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps - Swap 5Y



UEM: Mercados mais afectados



EMISSIONES DE DÍVIDA RECUPERAM APÓS AS FÉRIAS

□ As emissões de obrigações no mercado primário recompuseram-se em Setembro, depois de o mercado ter vacilado no passado mês de Agosto, ainda que esta paragem na emissão de dívida durante o período de férias seja uma característica própria do mercado. As emissões foram diferenciadas entre os diferentes sectores, mas novamente os bancos e empresas que prestam serviços financeiros destacaram-se, com a emissão de aproximadamente Eur 25 mil milhões no mercado primário (incluindo uma emissão de Eur 3.25 mil milhões pelo Credit Suisse e de Eur 1.75 mil milhões pelo Deutsche Bank).

□ No mercado europeu, a compressão dos *spreads* manteve-se e admite-se que esta tendência deva continuar, face às perspectivas de continuação de políticas monetárias acomodáticas pelo BCE, nomeadamente através da compra de activos. No segmento de risco mais elevado (*high-yield*), o mercado europeu seguiu em parte o movimento de vendas que ocorreu no mercado norte-americano de dívida *high-yield*, face às preocupações com os conflitos geopolíticos e receios relativamente à alteração de perspectivas da normalização das taxas de juro, tendo-se desta forma assistido a um ligeiro alargamento dos *spreads*. A atracção dos investidores pelo mercado de maior rentabilidade voltou a contribuir para uma correcção no mercado depois do anúncio das políticas monetárias acomodáticas do BCE de mais um corte nas taxas de política monetária.

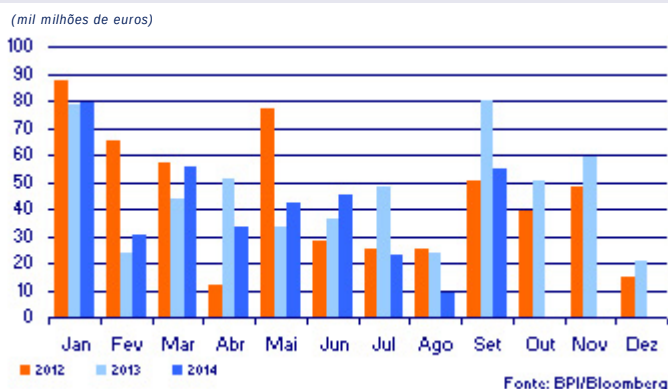
□ Entretanto nos Estados Unidos vão-se acentuando as preocupações relativamente a uma possível viragem no mercado. Os primeiros sinais de inversão já se começaram a verificar com uma correcção dos *spreads* no mercado de dívida *high-yield*, tendo-se verificado um alargamento dos *spreads* para níveis acima dos 400 pontos base, depois de a presidente da FED ter mencionado que as valorizações dos activos no mercado de obrigações parecem estar elevadas ("valuations appear stretched"). Ainda assim, as emissões voltaram a ser elevadas no mês de Setembro, dado que os emitentes de dívida também se aperceberam que provavelmente as condições de financiamento não ficarão melhores do que agora, e que de qualquer forma as condições de financiamento ainda são atractivas para as empresas.

□ As taxas de incumprimento têm permanecido baixas (de acordo com a Moody's, a taxa de incumprimento global das empresas com notação especulativa dos últimos 12 meses até Agosto era de 1.8% tanto nos EUA como na Europa), sendo que a maioria dos investidores acredita que as taxas só deverão aumentar significativamente depois da FED começar a aumentar as taxas de juro, o que não se espera que ocorra tão cedo. Mas a realidade é que a acumulação de dívida por parte das empresas para recompras de acções próprias, distribuição de dividendos e operações de fusões e aquisições têm contribuído para uma deterioração dos níveis de alavancagem das empresas.

CDS - Índices iTraxx



Emissões totais em mercado primário



Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)



Spreads da dívida face ao swap US - High Yield



BOLSAS ESTAGNADAS

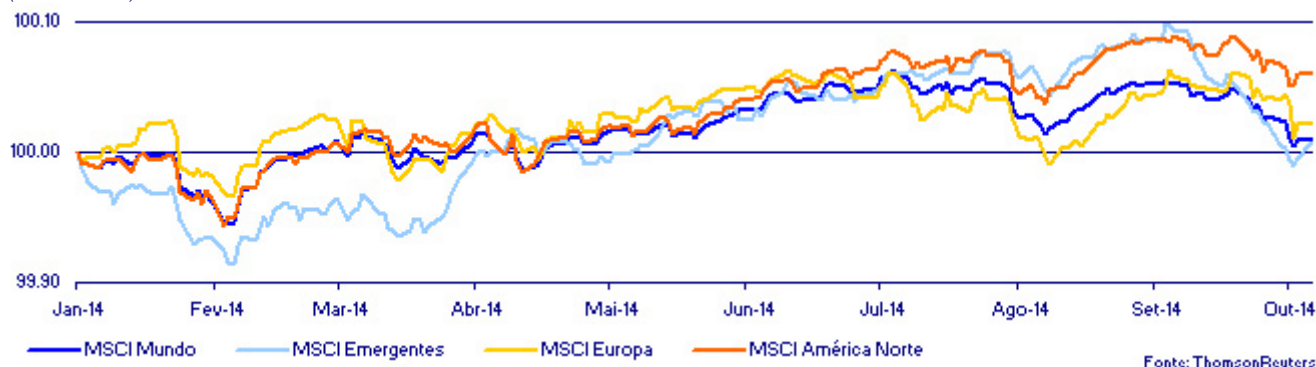
□ **Vive-se presentemente um momento de estabilização/correção dos principais índices bolsistas norte-americanos e europeus, com os investidores mais cautelosos perante a possibilidade de procederem a compras adicionais.** Ainda faltam três meses para o final do ano, sendo aparentemente prematuro o fecho de posições e a tomada de proveitos (por escassos que possam ser). De facto, existem incertezas no mercado sobretudo em relação a determinados *timings* (alterações de política monetária nos EUA, Zona Euro, Reino Unido e Japão), sendo evidentes as divergências de ciclo entre o bloco EUA/Reino Unido e o grupo Zona Euro/Japão. Em termos comparativos, as bolsas norte-americanas mostram maior consistência, encontrando-se os respectivos índices a cortejar níveis máximos, de acordo com uma clara aceleração do dinamismo económico após um início de ano mais contido. Contudo, o *bullish trend* parou momentaneamente, pois o crescimento económico norte-americano (e o das empresas) tem por ventura limites face à aceleração global, que está abaixo do esperado inicialmente (devido sobretudo às economias emergentes e europeias). Na Europa e no Japão, têm crescido as expectativas de que serão necessários novos programas que injectem liquidez na economia real. Acredita-se que as medidas de política monetária implementadas até ao momento (as convencionais e as não convencionais) não sejam suficientes para enfrentar a actual estagnação económica.

□ **Coloca-se a questão se estes activos, que comportam maior risco, continuam a ser uma boa opção de investimento dentro do contexto descrito.** É um facto que depois do ano excepcional de 2013, os índices americanos DJI, S&P500 e NASDAQ bateram novos recordes em 2014. Até ao momento, têm ganhos acumulados de 3%, 7% e 13%, respectivamente. Possivelmente, não é considerado prudente fazer novos investimentos nos actuais níveis máximos e dadas as circunstâncias e as incertezas. Também é o caso do DAX alemão e do CAC40 francês, que mostram já um processo de fuga (em fase inicial) depois de terem tido dificuldade em prosseguir tendências de alta. Desde o início do ano mostram perdas acumuladas de 4% e 0.2%, respectivamente. No Japão, o NIKKEI regista uma quebra de 2%, desde Janeiro.

□ **Na Ibéria, há diferenças significativas na evolução dos dois índices: o IBEX35 espelha uma economia que começa a reagir, havendo muito boas perspectivas futuras; o PSI20 foi fortemente penalizado pelo processo do BES (nomeadamente, os restantes bancos do índice português).** O primeiro verifica um ganho acumulado de 7%, o segundo apresenta uma perda de 16%.

Globalmente está a acontecer um movimento de correção das bolsas, com mais expressão nos emergentes, seguindo-se a Europa e os EUA (este último mais resiliente)

(base 100 = Jan 14)



EUROSTOXX 50 falha novos máximos e corrige; DJI mostra-se mais contido na tendência de alta

(base 100 = Jan 14)



Perante a evolução mais estável do índice espanhol, o português espelha um *sell-off*

(base 100 = Jan 14)



PREÇOS ATINGEM MÍNIMOS FACE A OFERTA AMPLA

□ **A queda dos preços do petróleo continuou em Setembro**, com o Brent e o WTI ambos a reportarem mínimos de 2014. De facto, deu-se em Setembro a primeira queda do preço do Brent abaixo dos USD100 desde Maio de 2013, apresentando-se o mercado numa situação de oferta ampla e procura decepcionante, principalmente por parte das economias desenvolvidas e da China. Evidenciando a presente situação, a IEA reportou que o segundo trimestre de 2014 registou a taxa de crescimento da utilização de petróleo mais baixa dos últimos 2 anos e meio, precedendo também à revisão em baixa das suas estimativas de utilização para 2014 e 2015, em 150k e 160k barris por dia (b/d), respectivamente, enquanto a OPEP espera exportar uma média de 29.5M b/d, 200k menos que previsto no mês anterior. Do lado da oferta, face ao actual período de baixa procura, os produtores têm procurado reduzir a sua produção para combater a queda dos preços, com a OPEP a registar reduções de 130k b/d, a maioria das quais devem-se à Arábia Saudita, enquanto a Líbia continua a recuperar o seu nível de produção. No grupo não-OPEP, registou-se também uma queda na produção de 260k b/d, observando-se tendências opostas, com os produtores europeus (Reino Unido e Noruega), em conjunto com a Malásia, a cortarem a sua produção, enquanto os EUA continuam a reduzir a sua dependência de petróleo externo, aumentando a sua produção em cerca de 1.1M b/d em Setembro.

Principais produtores de crude

	Peso 'Ago 14	Jul 14	milhões de barris por dia	
			Ago 14	Ago / Jul
OPEP	39.6 %	36.9	36.8	-0.4 %
A. Saudita	10.1 %	9.8	9.4	-3.4 %
Iraque	3.3 %	3.2	3.1	-1.6 %
Líbia	0.6 %	0.4	0.5	26.2 %
Não OPEP	60.4 %	56.4	56.2	-0.5 %
OCDE	23.8 %	22.4	22.1	-1.3 %
EUA	12.7 %	11.8	11.8	0.5 %
Canadá	4.4 %	4.1	4.1	0.7 %
Não OCDE	31.6 %	29.4	29.3	-0.1 %
Rússia	11.7 %	10.8	10.9	1.2 %
Outros Ex-URSS	3.1 %	3.0	2.9	-1.7 %
China	8.0 %	7.5	7.4	-1.1 %
Brazil	2.5 %	2.4	2.4	-0.8 %
(ajustamentos) ¹	2.4 %	2.2	2.2	0.0 %
(total biofueis) ²	3.0 %	2.4	2.8	15.8 %
Total	100.0 %	93.3	92.9	-0.4 %

Fonte: IEA.

Notas: 1. Ganhos e perdas com refinação e transporte marítimo;

2. Etanol do Brasil e dos EUA

Procura de crude por região

	peso 2T14	4T13	1T14	milhões de barris por dia	
				2T14	2T/1T
OCDE	48.8 %	46.5	45.7	44.7	-2.2 %
Américas	25.8 %	24.3	23.9	23.7	-0.8 %
Europa	14.6 %	13.6	13.0	13.4	3.1 %
Ásia/Oceania	8.3 %	8.6	8.9	7.7	-13.6 %
Não OCDE	51.2 %	46.2	45.9	46.9	2.2 %
Ásia	24.5 %	22.3	22.3	22.5	0.6 %
Médio-Oriente	9.0 %	7.7	7.8	8.2	5.7 %
Américas	7.4 %	6.8	6.6	6.8	2.9 %
Ex-URSS	5.2 %	4.9	4.6	4.8	4.1 %
África	4.3 %	3.8	3.9	4.0	1.3 %
Europa	0.7 %	0.7	0.7	0.7	1.5 %
Total	100.0 %	92.7	91.6	91.6	0.0 %

Fonte: IEA.

□ **Com a chegada iminente da época de aumento do uso para aquecimento, o preço do gás natural mostra uma tendência para hesitação**, sendo de esperar que a pressão ascendente se intensifique a partir de Outubro, antecipando a sazonal escalada dos preços que deverá ter início até ao princípio de Dezembro. Para uma eventual subida antecipada do preço do gás natural poderão eventualmente contribuir desenvolvimentos de teor negativo nas presentes negociações entre a Rússia, a Ucrânia e os parceiros europeus. Nas últimas semanas, os dois países do Leste Europeu têm procurado chegar a um acordo quanto ao futuro das exportações de gás russo para uso ucraniano, sendo que o ambiente pesado relativo à crise entre os dois países está a dificultar o entendimento. Também dentro da UE, a Polónia e a Eslováquia reportam uma redução no volume de gás exportado pela Rússia, que justifica esta medida com a decisão de encher as suas reservas para níveis históricos.

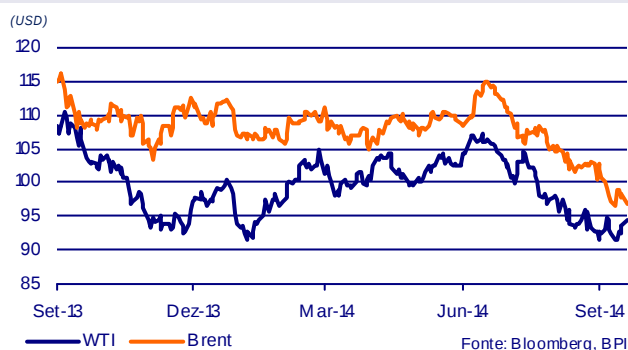
□ **O preço do ouro continua em queda**, estabelecendo em Setembro o valor mais baixo desde Dezembro de 2013 e estando já próximo de quebrar a barreira dos USD1,200 troy, apenas pela segunda vez desde 2010. A boa performance da economia norte-americana, tal como a redução do programa de compra de activos da Reserva Federal, têm contribuído para um dólar forte, o que continua a reduzir o apetite para a compra de ouro como segurança. Porém, uma continuação da actual tendência deverá levar a um aumento da procura e consequente movimento de correcção do preço em Outubro, para a qual também deverá ser relevante o festival Hindu das luzes na Índia, a ser celebrado este ano no final de Outubro e o qual origina um habitual aumento substancial da procura de ouro por parte da segunda maior consumidora desta commodity.

MERCADOS

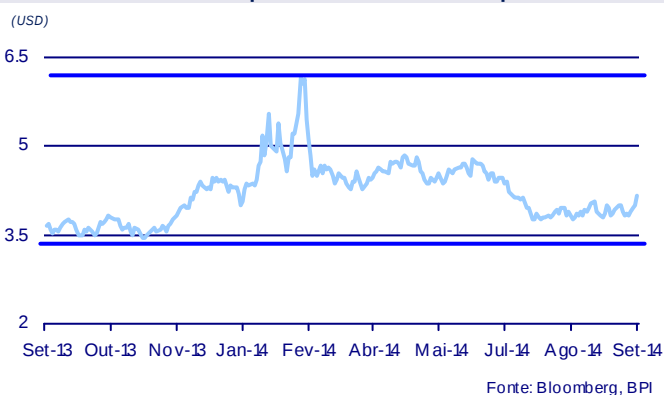
, MERCADOS DE COMMODITIES

PREÇOS ATINGEM MÍNIMOS FACE A OFERTA AMPLA

A queda dos preços do petróleo continua, sendo os seus efeitos mais notáveis no caso do Brent



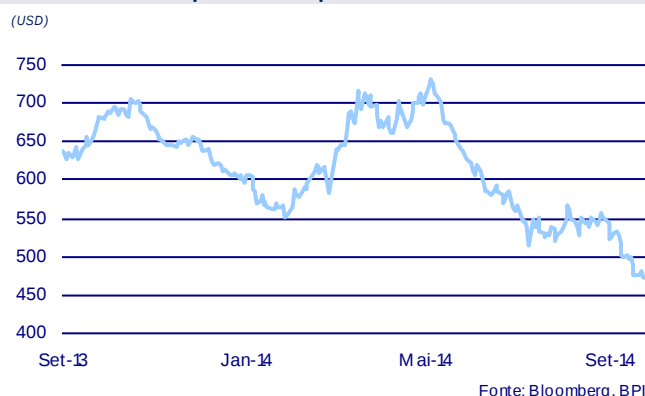
O mercado de gás natural continua estável, notando incerteza quanto ao início da época fria



O preço do ouro continua a ser afectado pelo bom desempenho da economia norte-americana



O preço do trigo continua a descer, pressionado por aumentos nas previsões para as colheitas



□ Finalmente, as *commodities* agrícolas apresentam também uma acentuada tendência para a queda de preços, em particular o trigo, que se encontra abaixo dos \$5 por alqueire e em mínimos de 2010. Contribui para esta tendência as previsões que apontam para colheitas recorde face às previsões de clima propícias e à melhoria das previsões para as colheitas russas, chinesas, europeias e particularmente ucranianas. Em resposta, o índice de preços alimentares da ONU caiu também para um mínimo de 4 anos.

Economias Desenvolvidas

	Tx. de Inflação			Saldo Orç./PIB			Dívida Pública/PIB			BTC/PIB			Desemprego			Crescimento PIB		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
E.U.A.	1.5	1.9	2.0	-5.9	-5.0	-4.3	97.6	99.6	99.3	-2.3	-2.3	-2.6	7.4	6.3	5.8	2.1	2.3	3.0
Japão	0.4	2.7	1.9	-8.9	-7.5	-6.2	233.1	234.5	236.2	0.7	0.5	0.8	4.0	3.7	3.6	1.5	1.1	1.2
UE	1.6	1.2	1.7	-3.3	-2.6	-2.5	88.9	89.5	89.2	1.6	1.8	1.8	10.8	10.5	10.1	0.1	1.5	1.8
UEM	1.4	0.6	1.0	-3.0	-2.6	-2.2	94.4	95.8	95.4	2.5	2.6	2.7	11.9	11.7	11.3	-0.4	0.9	1.3
Alemanha	1.6	1.0	1.5	0.0	0.1	0.1	78.4	76.2	72.9	7.2	7.0	6.6	5.8	5.6	5.6	0.3	1.6	1.7
França	1.0	0.8	1.0	-4.3	-4.1	-3.4	92.7	95.4	97.1	-1.5	-1.4	-1.3	10.3	10.3	10.2	0.4	0.5	1.0
Itália	1.3	0.3	0.6	-2.9	-2.9	-2.5	132.6	136.0	136.1	0.9	1.3	1.4	12.2	12.7	12.4	-1.8	-0.1	0.7
Espanha	1.5	0.1	0.7	-7.0	-5.6	-5.1	93.8	99.1	102.1	0.7	0.8	0.9	26.3	25.1	24.1	-1.2	1.2	1.7
Holanda	2.6	0.7	1.1	-2.5	-2.8	-2.2	72.6	73.6	73.4	10.0	10.0	9.8	7.2	7.7	7.5	-0.7	0.7	1.4
Bélgica	1.2	0.8	1.2	-2.7	-2.5	-2.2	101.4	101.8	101.5	-1.6	-0.7	-0.5	8.4	8.5	8.2	0.2	1.2	1.4
Austria	2.1	1.7	1.7	-1.7	-2.7	-1.5	74.5	80.2	79.2	2.7	3.1	3.2	4.9	5.0	4.8	0.4	1.2	1.8
Finlândia	2.2	1.3	1.4	-2.3	-2.3	-1.5	57.0	60.0	61.5	-1.1	-0.8	-0.5	8.3	8.5	8.4	-1.3	-0.1	1.0
Grécia	-0.9	-0.9	-0.1	-10.4	-2.3	-1.5	175.1	177.1	174.4	0.4	0.4	0.5	27.4	26.7	25.5	-3.9	0.2	2.1
Irlanda	0.6	0.5	1.1	-7.1	-4.1	-2.4	122.0	117.5	114.9	5.3	5.4	5.8	13.1	11.3	10.3	0.0	3.3	2.8
Reino Unido	2.6	1.7	1.9	-5.7	-4.9	-3.7	91.0	92.7	93.8	-4.4	-3.9	-3.6	7.6	6.5	5.8	1.7	3.0	2.7
Suécia	0.1	0.3	1.4	-1.6	-1.7	-0.9	40.2	41.1	40.3	6.5	6.1	6.1	8.0	7.9	7.5	1.5	2.4	2.8
Dinamarca	0.7	0.8	1.5	-0.9	-1.5	-2.7	44.7	44.8	46.5	7.2	6.9	6.6	7.0	6.8	6.6	0.4	1.4	1.8
Luxemburgo	1.7	1.2	2.2	-0.1	-0.3	-1.2	23.1	23.9	25.6	5.2	6.2	5.2	6.9	7.0	6.8	2.1	2.7	2.4
Suiça	-0.2	0.1	0.6	0.1	0.1	0.3	40.1	38.7	37.1	14.9	12.5	12.6	3.5	3.5	2.6	2.0	1.6	1.9
Portugal	0.8	0.2	0.6	-5.2	-4.1	-2.7	128.3	129.9	128.9	0.7	1.1	1.1	16.2	14.6	13.6	-1.5	1.0	1.5

Fontes: Média simples de previsões mais recentes: da OCDE, UE, FMI, BdP, Economist, e outras instituições.

Notas: O uso de médias de várias previsões pode gerar valores incongruentes entre si.

Mercados Emergentes

	Tx. de inflação			Cresc. do PIB			Tx. de Desemp.			Dívida Púb./PIB			Saldo Orç./PIB			BTC/PIB			Dívida Externa/PIB		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Brasil	6.2	6.3	6.3	2.5	0.3	1.3	5.4	5.0	5.5	66.2	65.8	65.6	-3.0	-4.0	-3.6	-3.6	-3.6	-3.3	29.0	32.7	34.1
México	3.8	3.9	3.5	1.1	2.5	3.8	4.9	4.8	4.5	46.4	48.0	49.0	-2.3	-3.6	-3.2	-1.8	-1.8	-2.0	31.3	32.7	32.6
Argentina	10.6	25.2	27.5	2.9	-1.1	0.2	7.1	8.0	8.4	41.0	48.9	54.2	-0.2	-2.9	-3.2	-1.0	-1.0	-1.0	26.6	28.4	24.1
Chile	1.8	4.1	3.1	4.1	2.1	3.3	6.0	6.5	7.0	12.8	13.9	14.6	-0.9	-1.9	-1.4	-3.5	-2.5	-2.8	44.5	47.8	50.0
R. Checa	1.4	0.5	1.8	-0.8	2.5	2.5	7.0	7.8	7.5	46.0	44.4	44.4	-1.5	-1.8	-2.5	-1.4	-0.9	-1.1	56.1	55.4	53.5
Polónia	0.9	0.2	1.5	1.6	3.1	3.3	10.4	12.5	11.9	57.1	49.4	49.0	-4.3	-3.1	-2.9	-1.3	-1.0	-1.8	76.0	70.6	67.9
Hungria	1.7	0.2	2.6	1.1	2.9	2.5	8.7	8.2	8.0	79.3	79.1	79.2	-2.2	-2.9	-2.9	3.0	2.8	2.2	118.0	114.3	n.a.
Rússia	6.8	7.3	6.6	1.3	0.3	1.0	5.5	5.4	5.6	13.9	15.7	16.5	-0.8	0.2	-0.5	1.6	3.0	2.5	34.7	36.7	36.1
China	2.6	2.3	2.9	7.7	7.3	7.0	4.1	4.1	4.2	39.4	40.7	41.8	-1.9	-2.1	-2.1	0.5	2.3	2.3	8.4	7.9	7.5

Fontes: Média simples de previsões mais recentes: FMI, OCDE, CE e outras instituições.

Previsões Económicas do BPI

EUA&UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
EUA	2.2%	2.0%	2.2%	1.5%	1.8%	2.0%
Zona Euro	-0.4%	0.9%	1.3%	1.4%	0.5%	1.5%
Portugal	-1.4%	1.0%	1.5%	0.3%	-0.3%	0.6%

Fonte: INE, Eurostat, Reuters, previsões do Banco BPI.

Nota: * Taxa de Variação Média; IPCH para Zona Euro.

Indicam-se, a laranja, as alterações recentes.

Portugal

	2013	2014	2015
Consumo privado	-1.7	1.3	1.2
Consumo público	-1.8	-0.3	-0.2
Investimento	-7.3	4.3	3.0
Exportações	6.1	3.3	3.0
Importações	2.8	4.5	2.2
PIB	-1.4	1.0	1.5
Défice Orçamental (PDE)	4.9	4.0	2.5
Déf. orçam. s/ medidas extraordinárias	5.3	6.9	2.7
Taxa de inflação média	0.3	-0.3	0.6
Taxa média de desemprego	16.3	14.2	14.0

Fonte: INE, Banco BPI.

PREVISÕES

Taxas de Câmbio					09.Out.14
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.27	1.33	1.27	1.25	1.23
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.26	1.24	1.24	1.28
USD/JPY	107.79	103.00	109.00	110.00	113.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	110.00	112.00	115.00	116.00
EUR/JPY	137.22	137.00	138.00	138.00	138.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	138.60	138.88	142.60	148.48
EUR/GBP	0.79	0.79	0.78	0.77	0.76
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.78	0.77	0.77	0.79
EUR/CHF	1.21	1.22	1.21	1.22	1.24
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.21	1.21	1.23	1.24

Fonte: Médias de previsões de várias instituições de research.

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

Taxas de Juro											09.Out.14
	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	0.08%	0.08%	0.09%	0.10%	0.10%	-15	-20	-26	-39	-103	
EUR (Prev. BPI)	-	0.08%	0.08%	0.08%	0.10%		-15	-15	-27	-35	
USD	0.23%	0.28%	0.35%	0.52%	1.13%	-	-	-	-	-	
USD (Prev. BPI)	-	0.23%	0.23%	0.35%	0.45%		-	-	-	-	
JPY	0.11%	0.15%	0.15%	0.15%	0.17%	-12	-13	-20	-37	-96	
JPY (Prev. BPI)	-	0.11%	0.12%	0.13%	0.15%		-12	-11	-22	-30	
GBP	0.56%	0.69%	0.88%	1.09%	1.58%	33	41	53	57	45	
GBP (Prev. BPI)	-	0.57%	0.60%	0.75%	0.85%		34	37	40	40	
CHF	0.01%	0.03%	0.03%	0.04%	0.09%	-22	-25	-32	-48	-104	
CHF (Prev. BPI)	-	0.01%	0.01%	0.05%	0.05%		-22	-22	-30	-40	
Taxas de juro 10 A											
POR	2.97%	3.00%	3.10%	3.10%	3.20%	65	29	19	1	-20	
POR (Prev. BPI)	-	3.00%	3.10%	3.10%	3.20%		55	30	10	-5	
ALE	0.89%	1.10%	1.19%	1.36%	1.61%	-143	-161	-172	-173	-179	
ALE (Prev. BPI)	-	0.95%	1.10%	1.25%	1.70%		-150	-170	-175	-155	
EUA	2.32%	2.71%	2.91%	3.09%	3.40%	-	-	-	-	-	
EUA (Prev. BPI)	-	2.45%	2.80%	3.00%	3.25%		-	-	-	-	
JAP	0.49%	0.59%	0.65%	0.71%	0.87%	-183	-212	-226	-238	-253	
JAP (Prev. BPI)	-	0.55%	0.65%	0.75%	0.90%		-190	-215	-225	-235	
RU	2.25%	2.80%	2.96%	3.12%	3.35%	-7	9	5	3	-5	
RU (Prev. BPI)	-	2.40%	2.90%	3.15%	3.25%		-5	10	15	0	
SUI	0.44%	0.68%	0.76%	0.92%	1.16%	-188	-203	-215	-217	-224	
SUI (prev. BPI)	-	0.50%	0.60%	0.95%	1.25%		-195	-220	-205	-200	

Fonte: Médias de previsões de várias instituições de research.

Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais						
	Taxa de referência	Nível em 31.Dez.13	Nível actual 09.Out.14	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%-0.25%	0%-0.25%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	29-Out-14	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	Minimum Bid Refi Rate	0.25%	0.05%	4-Set-14 (-10 pb)	06-Nov-14	Sem alteração
Banco do Japão 3*	O/N Call Rate	0.10%	0.07%	5-Out-10 (-5 pb)	31-Out-14	-
Banco do Canadá	O/N Lending Rate	1.00%	1.00%	8-Set-10 (+25 pb)	22-Out-14	-
Banco de Inglaterra	Repo Rate	0.50%	0.50%	5-Mar-09 (-50 pb)	06-Nov-14	Sem alteração
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	Libor 3M do CHF	0%-0.25%	0%-0.25%	03-Ago-2011 (-50 p.b)	11-Dez-14	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	Repo Rate	0.75%	0.25%	03-Jul-14 (-50 pb)	28-Out-14	-
Norges Bank (Noruega)	Key Policy Rate	1.50%	1.50%	14-Mar-12 (-25 pb)	23-Out-14	-
Banco Nacional da Dinamarca	Lending Rate	0.20%	0.20%	2-Mai-13 (-10 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	Cash Rate	2.50%	2.50%	6-Ago-13 (-25 pb)	07-Out-14	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	Selic	10.00%	11.00%	2-Abr-14 (+25 bp)	29-Out-14	-
BANXICO (México)	O/N Interbank Funding Rate	3.50%	3.00%	06-Mai-14 (-50 pb)	31-Out-14	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	2.50%	2.00%	08-Out-14 (-50 pb)	05-Nov-14	-
NBH (Hungria)	Repo Rate - 2 semanas	3.00%	2.10%	21-Jul-14 (-30pb)	28-Out-14	-
CNB (República Checa)	Repo Rate - 2 semanas	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	06-Nov-14	-

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					
Taxas de Câmbio	Taxa actual...	a 1 mês...	a 3 meses...	a 6 meses...	09.Out.14 a 1 ano
USD/BRL	2.40	2.30	2.35	2.40	2.42
USD/MXN	13.25	13.00	13.25	13.19	12.97
USD/ARS	7.90	8.75	9.58	10.54	12.50
EUR/CZK	27.51	27.50	27.50	27.50	27.20
EUR/PLN	4.19	4.15	4.20	4.16	4.10
EUR/HUF	307.89	311.00	315.00	315.00	305.00
USD/RUB	34.67	36.27	38.20	38.34	38.00
USD/CNY	6.06	6.17	6.13	6.10	6.00

Fonte: Médias de previsões de várias instituições de research.
 Legenda: BRL - Real do Brasil PLN - Złoty 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										
Taxas de Juro						Spreads equivalentes face às taxas americanas				
Taxas de juro de curto-prazo	Taxa act.	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread act.	...a 1 mês...	a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
BRL	10.50%	11.00%	11.37%	11.43%	11.40%	1027	1072	1102	1091	1027
MXN	3.50%	3.03%	3.04%	3.09%	3.80%	327	275	269	257	267
ARS	12.75%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1252	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.37%	0.34%	0.34%	0.37%	0.39%	14	6	-1	-15	-74
PLN	2.61%	2.06%	2.03%	2.04%	2.20%	238	178	168	152	107
HUF	2.85%	2.08%	2.17%	2.30%	2.87%	262	180	182	178	174
RUB	6.50%	4.93%	5.50%	5.25%	0.00%	627	465	515	473	-113
CNY	6.00%	5.99%	5.98%	5.96%	5.96%	577	571	563	544	483
Taxas de juro 10 A										
BRL	4.21%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	239	-	-	-	-
MXN	3.59%	6.08%	6.21%	6.35%	6.58%	181	-	-	-	-
ARS	14.52%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1203	-	-	-	-
CZK	2.12%	1.72%	1.82%	1.88%	2.19%	47	-	-	-	-
PLN	4.12%	2.95%	3.14%	3.36%	3.94%	247	-	-	-	-
HUF	6.22%	4.84%	5.00%	4.91%	5.08%	457	-	-	-	-
RUB	7.99%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	204	-	-	-	-
CNY	4.07%	4.17%	4.17%	4.16%	4.23%	243	-	-	-	-

Fonte: Médias de previsões de várias instituições de research.

Nota: 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.

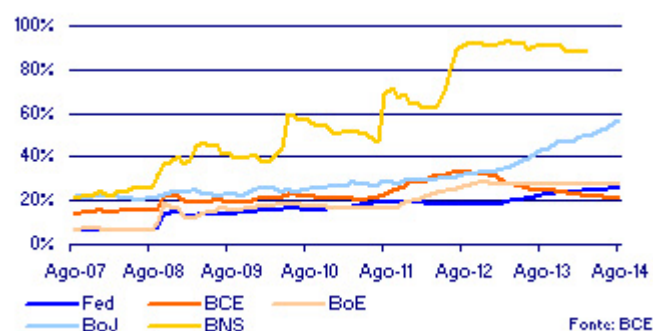
Os spreads de dívida de longo prazo de BRL, ARS, MXN e RUB são os calculados pela JP Morgan nos índices EMBI.

AS DECISÕES DO BCE

Desde 2008, os principais bancos centrais implementaram políticas de cariz fortemente expansionista, que implicaram um aumento substancial da dimensão dos respectivos balanços. Consequentemente, actualmente os activos da Fed, Banco de Inglaterra e BCE representam cerca de 20% do PIB. Mas as medidas adoptadas pelas principais autoridades monetárias apresentam divergências: enquanto que os bancos centrais anglo-saxónicos optaram pela implementação de programas de compra de activos públicos e privados de médio e longo prazo, o BCE adoptou como principal instrumento a alteração das características dos principais instrumentos de política monetária, actuando por intermédio do sistema financeiro. O objectivo do Banco Central Europeu foi assegurar liquidez ao sistema bancário e reduzir/corrigir o congelamento do mercado interbancário.

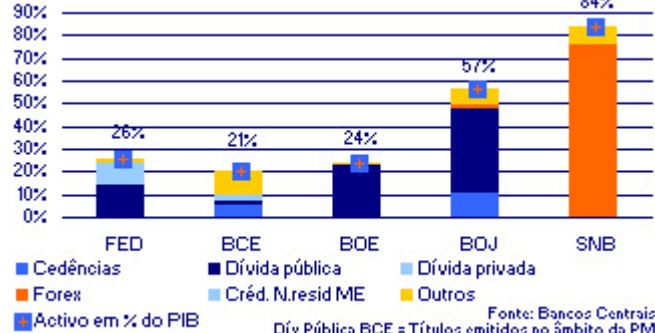
Balanços dos bancos centrais

(% do PIB)



Composição dos balanços

(% do PIB)

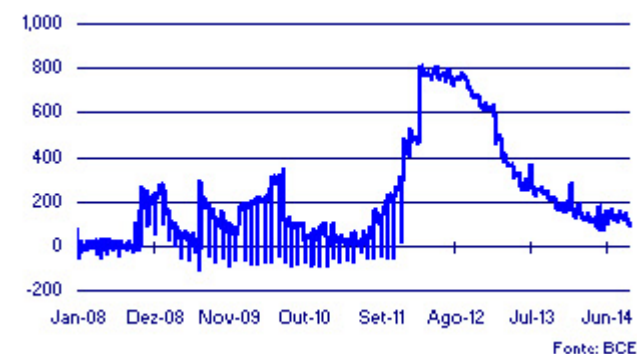


O pico de liquidez injectado no mercado aconteceu em finais de 2011, quando o BCE lançou duas operações de financiamento a 3 anos, tendo os bancos tomado cerca de 1,019 mil milhões de euros nas duas operações. Gráficamente é visível que os fundos foram tomados sobretudo pelos bancos espanhóis, franceses e italianos, que em conjunto representavam cerca de 70%-80% dos fundos cedidos pelo BCE.

A partir de Janeiro de 2013, o BCE permitiu aos bancos a amortização das duas operações de financiamento com prazo alargado, tendo-se observado desde aí a amortização de 666 mil milhões de euros, o que se reflectiu numa queda significativa da liquidez no mercado.

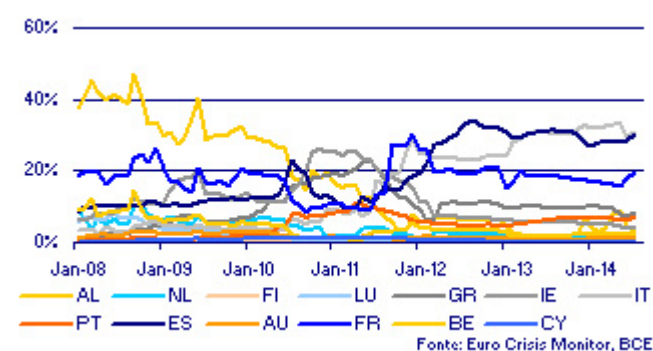
Excesso de liquidez na zona euro

(mil milhões de euros)



Crédito líquido concedido pelo Eurosistema

(% das cedências do Eurosistema)



Recentemente, o BCE reforçou o cariz acomodatório da sua política monetária, primeiramente através da gestão das expectativas, dando sinais ao mercado de que as taxas de juro de referência iriam permanecer num nível reduzido durante um longo período de tempo e, posteriormente, perante os riscos de materialização de um cenário de deflação, através da redução das taxas directoras - actualmente a taxa principal de refinanciamento está em 0.05%, a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez está em 0.30%; e a taxa da facilidade permanente de depósito em -0.20% -, a introdução de um programa de compra de activos titularizados - ABS e *covered Bonds* e a realização de operações de financiamento direccionadas para a dinamização do mercado de crédito.

OPINIÃO

...Taxas de juro negativas: que consequências?

Na apresentação, "ECB: life below zero: learning about negative interest rates", o governador Benoit Coeuré expôs os principais factores justificativos da colocação da taxa marginal da facilidade de depósitos em terreno negativo, apontando os seus benefícios e potenciais riscos. De acordo com a argumentação apresentada, o facto de a taxa marginal de depósitos se encontrar actualmente em níveis negativos justifica-se pela importância que exista diferenciação entre o custo a que o BCE empresta dinheiro aos bancos e o benefício que os bancos obtêm de parquear as suas reservas excedentárias junto do banco central, como forma de suporte à actividade no mercado interbancário. Isto, no actual cenário em que a taxa principal de refinanciamento se situa próximo de zero, implica que a taxa de remuneração das reservas excedentárias se situe em terreno negativo. A transmissão do cariz acomodatório da política monetária ao mercado num cenário de elevada liquidez, que tendencialmente tende a limitar o movimento de ajustamento (redução) das taxas de mercado, é assegurada apenas se houver uma diferenciação entre a taxa a que o banco central cede fundos e aquela a que remunera as reservas excedentárias. De acordo com o documento, o comportamento das taxas Euribor em todos os prazos evidenciam uma transmissão correcta das decisões do banco central. Com efeito, tanto as taxas Euribor como os seus futuros registaram um movimento de queda, após os anúncios do BCE, observando-se, inclusivamente, a descida da taxa Eonia e da Euribor a 7 dias (Euribor SW) para níveis negativos.

Relativamente ao mercado de crédito, as conclusões são mais cautelosas, na medida em que o facto de as taxas de juro estarem actualmente próximas de zero implica que o foco do mercado de crédito se fixe no prémio de risco, sendo ainda necessário tempo para avaliar em que medida a acomodação da política monetária se transmitirá ao mercado de crédito. Admitindo o não agravamento dos prémios sobre as taxas Euribor, é de prever que os efeitos se revelem positivos para os agentes económicos, na medida em que reduzirá os seus encargos financeiros e permitirá acomodar um maior ritmo de redução dos níveis de endividamento, promovendo o reequilíbrio dos balanços das famílias e empresas.

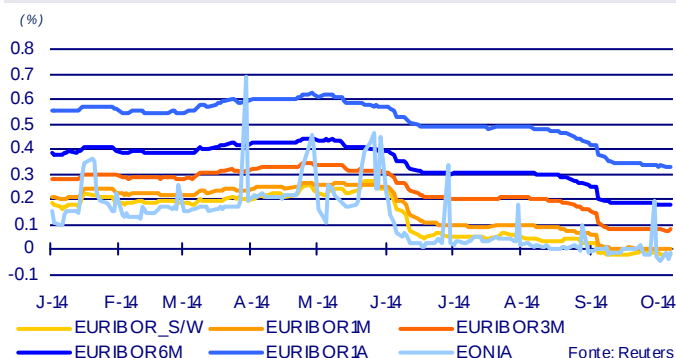
Para os bancos, as consequências dependerão também do seu posicionamento relativo. Os bancos excedentários, que não precisam de liquidez, vêm a sua rentabilidade afectada negativamente, pois é-lhes cobrado um imposto sobre a liquidez que têm parqueada no banco central. Para os restantes, tomadores líquidos de fundos é sem dúvida uma situação vantajosa, promovendo o regresso a estruturas de balanço mais saudáveis e equilibradas. Na prática, o efeito final dependerá da retoma da economia que se reflectiria positivamente sob o sector bancário.

No entanto, existem também alguns factores que deverão ser acompanhados, de forma a evitar efeitos adversos associados ao ambiente de reduzidas taxas de juro, como seja a tendência para de aumento excessivo da exposição a aplicações de maior risco ou avaliação demasiado complacente do risco.

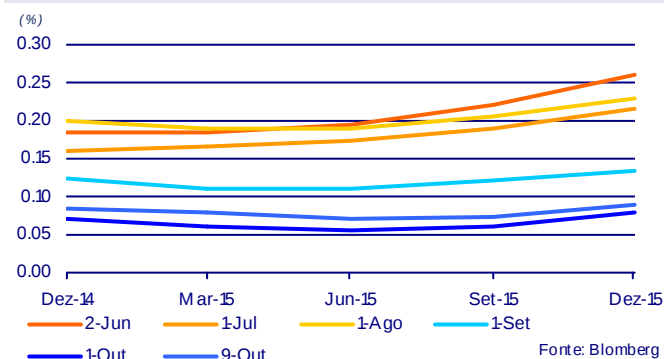
...O risco de deflação

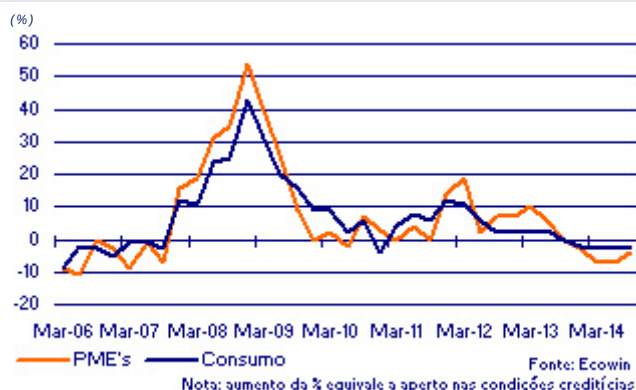
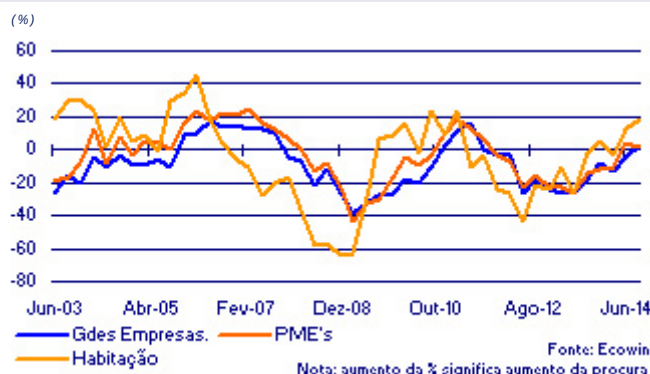
Em Setembro, o BCE levou a cabo a primeira operação de financiamento direccionada, cuja diferença face às operações de financiamento habituais, reside no facto de ser a taxa fixa - taxa actual das operações principais de financiamento (0.05%) mais 0.1% e no facto de que os fundos tomados pelos bancos terem de ser direccionados para a concessão de crédito. Todavia, o montante tomado pelos bancos ficou aquém das expectativas, o que em parte poderá reflectir a ainda fraca apetência dos bancos na concessão de crédito, dado que os níveis de incumprimento são ainda elevados e por outro porque a procura de crédito se encontra ainda debilitada.

Taxas Euribor



Futuros da Euribor 3M

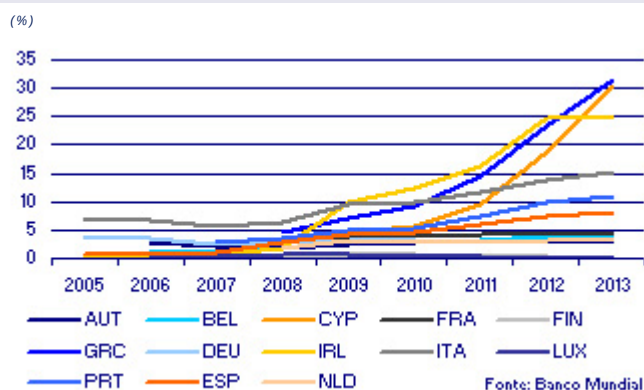
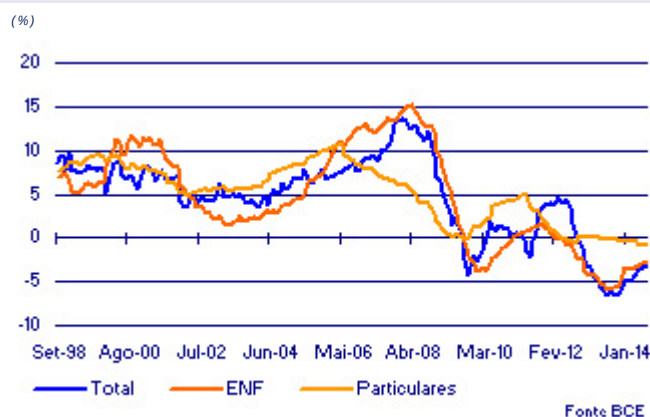


Resultado do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito: oferta de crédito**Resultado do inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito: procura de crédito****...Novos instrumentos**

Na reunião de política monetária de Outubro foram anunciados os detalhes relativos ao programa de compras de dívida titularizada: *ABS e covered bonds*, cujo início está programado para o último trimestre deste ano, sendo que o segundo iniciar-se-á na segunda metade de Outubro. De acordo com as declarações que acompanharam as decisões de política monetária da reunião de 2 de Outubro a implementação destes dois programas irá melhorar o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária e introduzir maior dinamismo no mercado de crédito na zona euro. O prazo para estes dois programas será no mínimo de dois anos.

As compras de dívida titularizada reger-se-ão pelas regras actualmente em vigor para a aceitação de activos como colateral nas operações de financiamento do BCE, com excepção das titularizações emitidas por entidades gregas e cipriotas que, pelo facto de actualmente não serem elegíveis, estarão sujeitas a regras específicas. No caso dos ABS, as compras das tranches senior e mezzanine poderão ocorrer em mercado primário ou secundário, devem ser constituídas por crédito concedido ao sector privado não financeiro, emitidas por residentes na zona euro e denominadas em euros; no que respeita à qualidade do risco, as tranches devem ter a segunda melhor classificação de risco equivalente a BBB- (nível mais baixo da dívida classificada como pertencente à classe de risco investimento): nos casos grego e cipriota a classificação de risco deverá ser a segunda melhor do país; condição necessária para a elegibilidade será o facto destes dois países permanecerem sob programas de ajustamento orientados pela União Europeia.

Não foi anunciada a dimensão dos programas, mas Draghi fez referência ao facto de actualmente o mercado de ABS e *covered bonds* que pode vir a ser objecto de compra por parte da autoridade monetária ascender a 1 bilião de euros, podendo incluir a compra de ABS detidos pelos bancos nas suas carteiras, os quais representam, actualmente, mais de metade do mercado de ABS europeu.

...Quais os resultados das decisões de política monetária**Rácio de crédito mal parado****Crédito concedido ao sector residente na UEM**

A compra de dívida titularizada e a cedência de fundos ao sistema financeiro através das novas operações de financiamento de longo prazo direccionadas para a concessão de crédito à economia irão aumentar a liquidez no mercado. Contudo, há alguma incerteza quanto ao impacto que estas medidas irão ter na dinamização do mercado de crédito, na medida em que por um lado, os bancos ainda se mostram cautelosos na concessão de crédito, dado que os níveis de incumprimento são

OPINIÃO

ainda elevados; e por outro lado, porque o nível da procura de crédito por parte dos agentes económicos continua aquém do observado antes de 2008, o que em parte se explicará pelo facto de os níveis de endividamento ainda estarem elevados. Contudo, a implementação destes programas tenderá a ter efeitos positivos nas condições de financiamento da economia, podendo favorecer a materialização de algumas decisões de investimento.

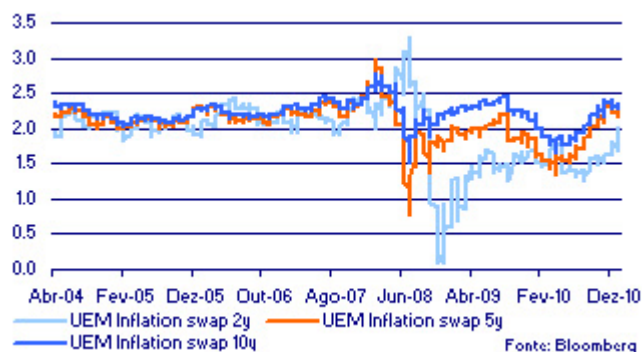
Evolução da inflação na zona euro

(Variação homóloga)



Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps

(Variação homóloga)

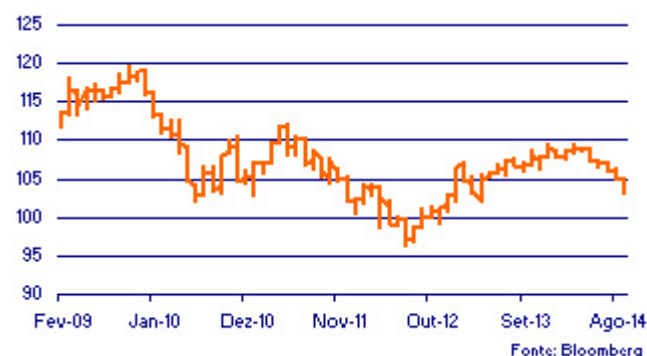


Para além do movimento contínuo da queda da taxa de inflação - que actualmente se situa em 0.3% - os indicadores que avaliam as expectativas de evolução dos preços na zona euro, sugerem que esta manter-se-á abaixo do objectivo do BCE: próximo, mas abaixo dos 2% do BCE. A dois anos as expectativas são de que a taxa de inflação se situe ainda ligeiramente abaixo de 1%, a cinco anos, o indicador preferido pelo BCE na condução da sua política monetária, aponta para um nível ligeiramente acima de 1%, e as expectativas a 10 anos pontam para um nível próximo de 1.5%.

Para além da dinamização do mercado de crédito, as medidas pretendem sustentar de forma firme as expectativas de inflação a médio/longo prazo, em linha com o objectivo de manter a taxa de inflação próximo mas abaixo dos 2%. Para atingir este objectivo, contribuirão as medidas enunciadas pelo BCE, na medida em que a perda de valor do euro face às principais economias tornará mais competitivas as exportações da zona euro e mais caros os produtos importados, contribuindo para um cenário mais benigno tanto para o crescimento como para a inflação. De facto, desde o início de Junho, quando o BCE anunciou a redução das taxas directoras e a implementação dos leilões de liquidez direccionados, o euro tem apresentado uma tendência de depreciação, tendo perdido 7% face ao dólar e 4% face ao cabaz de moedas de referência para as trocas comerciais da zona euro.

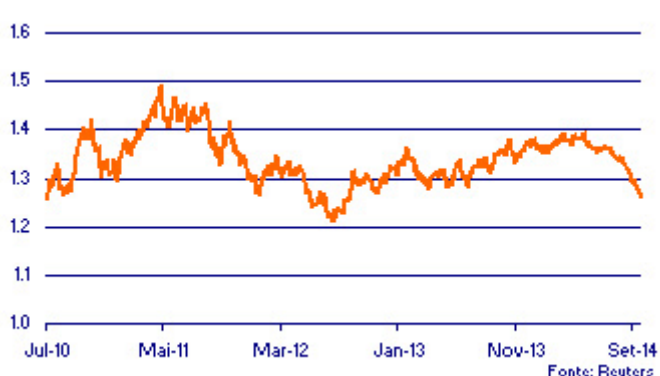
Taxa de cambio efectiva do euro

(índice)



Evolução do EURUSD

(x dólar por euro)



Em aberto, mantém-se a possibilidade de o BCE alargar as medidas de cariz não convencional à aquisição de títulos de dívida pública, como forma de inflacionar a economia. No entanto, esta é uma decisão ainda sujeita a divergências, na medida em que deverá estar garantido o princípio de que esta seria uma medida justificada apenas por razões de política monetária, não violando o princípio da proibição de financiamento dos estados por parte da autoridade monetária da zona euro. Mas o risco de que tal decisão introduza um relaxamento por parte de alguns dos estados-membros no que respeita à necessidade de implementar reformas estruturais, tenderá a levar o BCE a optar por tal medida apenas em caso de absoluta necessidade, ou seja, caso os programas agora apresentados não surtam efeitos na gestão das expectativas inflacionistas.

BASES DE DADOS

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos em
Outubro e Novembro 2014

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
Evolução dos Indexantes
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*

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Outubro e Novembro de 2014***Outubro 2014**

Zona Euro	2	Reunião de Política Monetária do BCE
Japão	6/7	Reunião de Política Monetária do Banco do Japão
Reino Unido	8/9	Reunião de Política Monetária do Banco de Inglaterra
G20	9/10	Reunião do G20 (Washington)
Global	10/12	Reunião do FMI
Zona Euro	13	Reunião do Eurogrupo (Luxemburgo)
Zona Euro	14	ECOFIN (Luxemburgo)
União Europeia	23	Cimeira da União Europeia
Zona Euro	24	Publicação do Asset Quality Review e Stress Tests
EUA	29	Decisão de política monetária do FOMC
Japão	31	Reunião de Política Monetária do Banco do Japão

Novembro 2014

EUA	4	Eleições para o Congresso
Reino Unido	5/6	Reunião do Banco de Inglaterra
Zona Euro	6	Reunião de Política Monetária do BCE
Zona Euro	6	Reunião do Eurogrupo
Reino Unido	12	Relatório de Inflação do Banco de Inglaterra
G20	13/15	Reunião do G20 (Brisbane)
Japão	18/19	Reunião de Política Monetária do Banco do Japão

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

	2011	2012	2013	2013	2014				Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.
Contas Nacionais (Base 2006)																					
PIB	-1.8%	-3.3%	-1.4%	-1.0%	-	-	-	1.6%	-	-	1.0%	-	-	0.9%	-	-	-	-	-	-	
Consumo privado	-3.7%	-5.2%	-1.4%	-0.9%	-	-	-	1.4%	-	-	2.1%	-	-	1.7%	-	-	-	-	-	-	
Consumo publico	-3.8%	-4.3%	-2.0%	-2.0%	-	-	-	-0.1%	-	-	0.0%	-	-	0.2%	-	-	-	-	-	-	
Investimento	-14.0%	-14.2%	-6.6%	-1.8%	-	-	-	-2.0%	-	-	13.4%	-	-	4.3%	-	-	-	-	-	-	
Exportações	7.0%	3.1%	6.4%	7.4%	-	-	-	8.8%	-	-	3.1%	-	-	2.4%	-	-	-	-	-	-	
Importações	-5.8%	-6.6%	3.6%	6.8%	-	-	-	6.0%	-	-	9.3%	-	-	4.8%	-	-	-	-	-	-	
Preços e salários																					
Taxa de inflação média (%)	3.7	2.8	0.3	0.8	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-	-	-	-	-	
Taxa de inflação homologa (%)	3.61	1.92	0.2	0.12	-0.25	-0.15	0.2	0.06	-0.08	-0.37	-0.14	-0.44	-0.42	-0.87	-0.36	-	-	-	-	-	
Taxa de inflação harmonizada (%)	3.5	2.1	0.2	0.3	0	0.1	0.2	0.1	-0.1	-0.4	-0.1	-0.3	-0.2	-0.7	-0.1	-	-	-	-	-	
Inflação de bens (taxa harmonizada)	4.3	1.2	0	-0.1	-0.6	-0.2	0	-0.5	-0.8	-0.8	-1	-1.2	-1.1	-2.1	-1.6	-	-	-	-	-	
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	2.3	3.4	0.4	0.8	0.8	0.5	0.4	0.8	0.9	0.2	1.1	1	0.9	1.2	2	-	-	-	-	-	
Variação de salários sector privado (tvh; %)(1), (2)	1.7	-0.1	2.4	2.3	2.2	1.9	1.3	-	-	-	-0.2	-0.1	0.4	0.4	-	-	-	-	-	-	
Nível de actividade																					
Indicador coincidente do BDP (tvh)	-1.5	-3.3	-1.1	0.1	0.5	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.6	0.4	0.2	-0.2	-0.6	-	-	-	-	-	
Índice de produção industrial (tvh)	-8	-4	4.8	1.8	3.3	3.4	4.8	3.8	3.1	-0.6	4	0.3	0.4	4.7	3.5	-	-	-	-	-	
Índice de confiança na industria	-21.5	-17.8	-7.4	-13.2	-12.8	-10.3	-7.4	-6.8	-8.3	-6.1	-5.9	-6.3	-7.3	-7.5	-7.4	-6.5	-	-	-	-	
Índice de confiança dos consumidores	-56.5	-57.1	-35.8	-43.7	-42.3	-39.1	-35.8	-31.5	-29.5	-31.3	-29.6	-25.4	-25.9	-24.3	-28.2	-23.9	-	-	-	-	
Índice de confiança no sector da construção	-62.5	-66.8	-48.5	-53.8	-49	-48.4	-48.5	-44.8	-45.1	-46.8	-45.1	-44.1	-43.4	-43.9	-46.2	-44.8	-	-	-	-	
Índice de confiança no comércio a retalho	-26.6	-23.9	0.7	-10.7	-6.5	-5	0.7	-1.9	0.5	3.9	3.4	4.5	2.3	1.6	1.2	2	-	-	-	-	
Vendas a retalho (tvh)	-9.4	-7.5	-0.2	-1.1	0.5	4.6	-0.2	2.1	1.9	0.8	-0.4	1.7	-0.3	1	1.3	-	-	-	-	-	
Vendas de automóveis (tvh)	-60	-43.6	35.8	15.9	23.1	23.5	35.8	31.8	40.2	47	53.1	36.5	23.5	30.7	26	-	-	-	-	-	
Vendas de cimento (tvh)	-15.6	-26.7	-22.8	-10.1	-16.5	-11.3	-1.5	-15.6	-20.3	2.9	-13.6	-15.1	-0.2	-7.8	-12.2	-	-	-	-	-	
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	5.5	0.6	5.2	5.1	4.9	6.0	8.6	11.7	6.7	-0.1	26.9	11.9	8.6	9.4	-	-	-	-	-	-	
Taxa de desemprego (%)	12.7	16.8	15.3	15.5	-	-	15.3	-	-	15.1	-	-	13.9	-	-	-	-	-	-	-	
Exterior																					
Balança corrente (ytd; M.E.)	-12006.4	-3331.6	880.9	974.3	950.4	893.1	880.9	-161.1	-461.8	-651.6	-775.2	-1153.7	-1341.6	-961.4	-	-	-	-	-	-	
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-15487.0	-10920.2	-9554.3	-6719.8	-7878.7	-8522.6	-9554.3	-991.0	-1826.9	-2630.0	-3267.0	-4163.2	-5005.0	-5949.0	-	-	-	-	-	-	
Exportações mercadorias (ytd; var.%)	15	5.7	4.7	3.4	4.0	4.4	4.6	2.3	3.5	1.7	-0.2	-0.9	0.3	0.9	-	-	-	-	-	-	
Excluindo Combustíveis (ytd; var.%)	-	-	2.3	6.9	2.2	2.5	8.6	0.7	8.9	5.6	4.6	3.6	4.0	4.2	-	-	-	-	-	-	
Importações mercadorias (ytd; var.%)	1.0	-5.2	1.0	-0.4	0.3	0.7	0.8	9.3	7.6	6.0	2.3	2.3	3.4	3.8	-	-	-	-	-	-	
Excluindo Combustíveis (ytd; var.%)	-	-	2.1	8.4	1.1	4.4	15.5	6.3	5.6	11.5	6.3	5.9	6.0	6.6	-	-	-	-	-	-	
Balança financeira (M.E.- ytd)	9.766	-53.0	-4.463.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-572.5	-	-	-	-	-	-	
Invest. directo em Port. (M.E.- ytd)	8.021	7.000.7	2.345.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.214.5	-	-	-	-	-	-	
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	-10.722	-450.5	-1.074.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3.562.8	-	-	-	-	-	-	
Outro invest. em Portugal (M.E.- ytd) (3)	14.042	15.792.8	-15.537.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-4.196.8	-	-	-	-	-	-	
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) (3)	1.325	-749.6	12.198.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-7.525.9	-	-	-	-	-	-	
Finanças públicas																					
Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)	6.692	7.487.0	6.764.0	4.079.0	6.157.0	7.475.0	6.764.0	313.0	632.0	1.424.0	6.802.0	6.257.0	9.309.0	-	-	-	-	-	-	-	

Nota: Os dados anuais correspondem a valores de final do período com exceção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2011, 2012 e 2013.

1) *tvh* - taxa de variação homóloga

2) Variação das remunerações declaradas à Segurança Social, excluindo as entidades empregadoras do sector bancário: para 2011, variação das remunerações implícitas na contratação colectiva do sector privado 8 lados descontinuados)

3) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I																			
	2011		2012		2013		2013		2014										
					Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.		
Matérias Primas																			
Preço do petróleo (USD/Barrel Brent)		107.58	111.94	109.22	108.89	110.57	110.82	107.2	109.3	106.98	108.65	110.66	112.09	103.9	101.26	93.17	-		
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)		-18.3	-0.2	-15.9	-11.7	-12.1	-11.2	-5.7	-5.7	-4.9	0.1	-1.4	-3.4	1.7	2.7	-1.9	-		
Custos laborais																			
EUA		0.5	5.1	1.2	-	-	-2.1	-	-	2.5	-	-	1.7	-	-	-	-		
Zona Euro		2.3	1.9	0.9	-	-	1.3	-	-	0.6	-	-	1.2	-	-	-	-		
Japão		0.0	-1.7	-0.2	-0.1	0.6	0.5	-0.2	-0.1	0.7	0.7	0.6	1	2.4	1.4	-	-		
Taxas de juro de curto prazo																			
EUA		0.58	0.31	0.25	0.24	0.24	0.25	0.24	0.24	0.23	0.22	0.23	0.23	0.24	0.23	0.24	-		
Zona Euro		1.29	0.13	0.16	0.18	0.19	0.27	0.26	0.26	0.28	0.31	0.29	0.18	0.18	0.13	0.06	-		
Japão		0.20	0.18	0.15	0.14	0.14	0.15	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.13	0.13	0.13	0.12	-		
Taxas de juro de longo prazo																			
EUA		1.88	1.76	2.61	2.55	2.74	3.03	2.64	2.65	2.72	2.65	2.48	2.53	2.56	2.34	2.49	-		
Alemanha		1.83	1.32	1.78	1.67	1.69	1.93	1.66	1.62	1.57	1.47	1.36	1.25	1.16	0.89	0.95	-		
Japão		0.99	0.79	0.69	0.60	0.61	0.74	0.62	0.59	0.64	0.63	0.58	0.57	0.54	0.50	0.53	-		
Taxas de câmbio efectivas																			
EUA (+ valorização; -depreciação)		0.7	-1.4	2.7	2.0	2.2	3.0	4.1	3.4	2.4	2.3	1.5	0.9	0.1	1.1	-	-		
Zona Euro		-2.1	-0.4	5.1	5.2	5.5	4.9	0.9	3.7	5.3	4.3	2.3	1.5	-0.2	-0.6	-3.1	-		
Japão		5.8	-12.8	-21.2	-19.7	-19.5	-17.5	-9.5	-8.8	-8.0	-3.4	-0.7	-3.7	-4.7	-5.7	-8.0	-		
Preços no produtor																			
EUA		4.7	1.4	0.3	0.3	0.8	1.4	1.6	1.3	1.8	3.1	2.4	2.7	2.9	2.3	-	-		
Zona Euro		4.4	2.2	-0.9	-1.3	-1.2	-0.7	-1.3	-1.7	-1.7	-1.2	-1.1	-0.9	-1.3	-1.4	-	-		
Japão		0.8	-0.7	2.2	2.5	2.6	2.5	2.4	1.8	1.7	4.2	4.4	4.5	4.3	3.9	-	-		
Preços no consumidor																			
EUA		3	1.7	1.2	1	1.2	1.5	1.6	1.1	1.5	2	2.1	2.1	2	1.7	-	-		
Zona Euro		2.7	2.2	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	-		
Japão		-0.2	-0.1	1.1	1.1	1.5	1.6	1.4	1.5	1.6	3.4	3.7	3.6	3.4	3.3	-	-		
Massa monetária																			
EUA (M2)		9.8	8	6.3	6.7	6.1	5.4	5.5	6.5	6.1	6.3	6.7	6.7	6.7	6.5	-	-		
Zona Euro (M3)		1.6	3.5	2	1.4	1.5	1	1.2	1.4	1	0.8	1.1	1.6	1.8	2	-	-		
Japão (M2)		3.2	2.6	3.9	4.1	4.4	4.2	4.3	4	3.6	3.5	3.3	3	3	3	-	-		

Fontes: IEA market report, Economist, UE, FMI, OCDE, Bdp, Meryll Lynch, Bloomberg.

Notas: taxas de variação homóloga, excepto quando indicado o contrário.

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II																
	2011	2012	2013	2013			2014			Jul.	Ago.	Set.	Out.			
				Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.					Abr.	Mai.	Jun.
Crescimento do Produto																
EUA (anualizado)	1.6	0.1	4.5	-	-	3.5	-	-	-2.1	-	-	4.6	-	-		
Zona Euro (q/q)	1.6	0.1	4.5	-	-	3.5	-	-	-2.1	-	-	4.6	-	-		
Japão (q/q)	-0.5	0.1	4.5	-	-	3.5	-	-	-2.1	-	-	4.6	-	-		
Desemprego																
EUA	8.9	7.9	7.2	7.2	7.0	6.7	6.6	6.7	6.7	6.3	6.3	6.1	6.2	6.1	5.9	-
Zona Euro	0.0	11.8	12.0	11.9	11.9	11.8	11.8	11.7	11.7	11.6	11.6	11.5	11.5	11.5	-	-
Japão	4.6	4.3	4.0	4.0	3.9	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.8	3.5	-	-
Confiança das Empresas																
EUA - Índice de confiança PME	94	88	94	92	93	94	94	91	93	95	97	95	96	96	-	-
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-7	-14	-7	-5	-4	-3	-4	-4	-3	-4	-3	-4	-4	-5	-6	-
Japão - Índice Tankan (global)	0	3	14	-	-	17	-	-	13	-	-	19	-	-	14	-
Confiança dos Consumidores																
EUA - Índice da Universidade de Michigan	69.9	72.9	77.5	73.2	75.1	82.5	81.2	81.6	80.0	84.1	81.9	82.5	81.8	82.5	84.6	-
Índice do Conference Board	64.8	66.69	80.2	72.4	72.0	77.5	79.4	78.3	83.9	81.7	82.2	86.4	90.3	93.4	86.0	-
Zona Euro - Índice do Eurostat	-21	-26	-15	-14	-15	-14	-12	-13	-9	-9	-7	-8	-8	-10	-11	-
Japão - Índice do ESRI	38.1	39	45.7	41.2	41.9	40.6	40.4	38.2	37.4	37.0	39.8	41.2	41.8	41.4	-	-
Indicador Avançado da OCDE																
EUA	102.6	104.6	106.6	106.7	106.9	107.0	107.1	107.2	107.4	107.7	107.9	108.1	-	-	-	-
Zona Euro	100.0	99.3	100.7	100.9	101.0	101.2	101.3	101.4	101.5	101.5	101.4	101.4	-	-	-	-
Japão	100.6	101.0	103.3	103.6	103.8	103.9	104.0	103.9	103.7	103.5	103.3	103.0	-	-	-	-
Indicador da Actividade Industrial																
EUA - ISM manufacturas	53.1	50.4	56.0	56.6	57.0	56.5	51.3	53.2	53.7	54.9	55.4	55.3	57.1	59.0	56.6	-
PMI manufacturas	46.9	46.1	51.1	51.3	51.6	52.7	54.0	53.2	53.0	53.4	52.2	51.8	51.8	50.7	50.3	-
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	97.5	96.4	97.9	97.8	98.0	98.0	99.7	98.6	100.3	95.9	96.4	96.1	95.9	-	-	-
Produção Industrial (t.v.h.)																
EUA	2.8	3.3	3.4	3.6	3.2	3.3	2.9	3.2	3.6	3.9	4.3	4.4	4.8	4.1	-	-
Zona Euro	-1.4	-2.5	0.2	0.4	2.6	1.6	2.2	1.9	0.5	1.6	0.6	0.1	1.8	-	-	-
Japão	-1.8	-7.6	5.3	5.4	4.8	7.2	10.6	7.0	7.4	3.8	1.0	3.1	-0.7	-2.9	-	-
Vendas a Retalho (t.v.h.)																
EUA	6.1	5.0	3.2	3.9	3.9	3.4	1.8	1.6	4.1	4.7	4.6	4.4	4.2	5.0	-	-
Zona Euro	-1.3	-2.5	-0.1	-0.1	1.2	0.3	0.6	1.1	1.2	1.4	0.5	1.9	0.6	1.8	-	-
Japão	-0.8	-1.7	2.8	2.0	2.9	2.8	4.4	2.5	8.5	-3.4	-1.0	-0.6	0.1	-1.6	-	-
Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)																
EUA	-740.6	-742.1	-532.6	-590.3	-645.1	-701.7	-59.5	-119.8	-182.3	-248.0	-311.1	-371.5	-431.3	-491.2	-	-
Zona Euro	-20.1	81.3	140.3	147.2	151.4	155.5	161.1	165.7	159.7	160.7	161.5	162.5	165.7	-	-	-
Japão	-2,765	-6,875	-7,880	-9,096	-10,426	-11,605	-1,724	-2,864	-4,461	-5,325	-6,185	-7,254	-8,276	-9,200	-	-

Fontes: Bloomberg, Conference Board, Economist, ESRI, Eurostat, OCDE, Reuters e Universidade de Michigan.

Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2009, 2010 e 2011.

Cotações no Mercado Spot

DATA	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
01-Set-14	1.3133	136.97	0.7903	1.2072	104.29
02-Set-14	1.3115	137.63	0.7933	1.2072	104.94
03-Set-14	1.3151	138.11	0.7986	1.2078	105.02
04-Set-14	1.3015	136.89	0.7932	1.2055	105.18
05-Set-14	1.2948	136.27	0.7946	1.2064	105.24
08-Set-14	1.2947	136.32	0.8024	1.2069	105.29
09-Set-14	1.2902	136.90	0.8005	1.2060	106.11
10-Set-14	1.2929	137.90	0.8013	1.2072	106.66
11-Set-14	1.2928	138.38	0.7958	1.2100	107.04
12-Set-14	1.2931	138.72	0.7966	1.2089	107.28
15-Set-14	1.2911	138.48	0.7950	1.2099	107.26
16-Set-14	1.2949	138.67	0.7992	1.2085	107.09
17-Set-14	1.2956	139.05	0.7936	1.2101	107.32
18-Set-14	1.2872	140.11	0.7883	1.2086	108.85
19-Set-14	1.2852	139.84	0.7865	1.2067	108.81
22-Set-14	1.2845	140.09	0.7866	1.2069	109.06
23-Set-14	1.2892	139.87	0.7860	1.2069	108.49
24-Set-14	1.2826	139.50	0.7823	1.2077	108.76
25-Set-14	1.2712	138.88	0.7804	1.2076	109.25
26-Set-14	1.2732	138.93	0.7807	1.2071	109.12
29-Set-14	1.2701	138.97	0.7827	1.2071	109.42
30-Set-14	1.2583	138.11	0.7773	1.2063	109.76
Var. Mês %	-4.19	0.83	-1.64	-0.07	5.24
Var. em 2014 %	-7.87	-3.97	-6.15	-1.98	4.23
Média mensal	1.29	138.39	0.79	1.21	107.28

Fonte: BPI, BCE.

Taxas Oficiais de Conversão para o 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

Fonte: BCE.

Nota: (*) Desde 01/01/2014.

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%
LTL (Litas lituana)	28.06.2004	3.45280	+/-15%	0%

Fonte: BCE.

Taxas de Juro Internacionais

	O/N	1 Mês	3 Meses	6 Meses	07.Out.14 1 Ano
EUR	-0.07%	0.00%	0.05%	0.15%	0.30%
USD	0.09%	0.15%	0.23%	0.33%	0.57%
JPY	0.04%	0.09%	0.11%	0.16%	0.31%
GBP	0.48%	0.51%	0.56%	0.71%	1.05%
CHF	-0.01%	0.00%	0.00%	0.06%	0.17%

Fonte: BPI, Reuters.

Nota: Taxas de juro Libor para todas as moedas.

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2011			2012			2013			2014			Ago	Set.
	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.				
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo														
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	273,554	290,566	286,407	287,138	282,494	291,213	290,704	287,849	288,513	286,807	280,373	280,141	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros)	14,610	-13,381	-322	-385	-4,560	3,524	-1,864	-5,812	-1,023	-1,917	-6,565	-673	-	-
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas														
Emissões brutas OT's (10 ⁶ euros) ¹	0	0	0	0	6,530	3,263	3,124	0	876	0	1,163	0	0	-
Emissões brutas BT's (10 ⁶ euros) ¹	986	500	2,245	1,666	0	2,144	1,662	1,431	1,362	1,574	1,496	2,633	1,282	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ²	-12,866	-1,486	-115	69	-3,521	3,054	2,690	-1,917	-32	-1,566	-1,856	1,192	-	-
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 ⁶ euros)														
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros) ³	41,185	42,533	45,099	45,145	45,021	44,545	44,774	45,351	47,852	46,740	46,721	-	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros)	2,437	585	93	41	-109	194	-683	231	508	2,506	-1,116	6	-	-
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 ⁶ euros)														
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	96,154	97,952	86,107	85,814	84,812	85,192	83,160	79,313	77,524	74,996	71,515	68,840	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	13,569	1,120	-135	-327	-1,044	452	-2,024	-3,890	-1,776	-2,848	-3,518	-2,570	-	-
Dívida Pública Transacionável em euros - Saldo Vivo (10 ⁶ euros)	119,564	113,641	116,501	116,569	113,343	116,383	119,172	117,254	117,020	115,535	113,490	111,374	111,259	-
BT's	12,461	17,777	21,910	22,152	19,046	19,001	19,322	19,160	18,348	17,134	18,581	16,653	16,782	-
OT's	103,940	93,626	92,962	92,794	92,708	95,843	98,290	96,535	97,246	96,895	93,457	93,274	93,030	-
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	-
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	3,112	2,187	1,578	1,572	1,538	1,488	1,509	1,508	1,375	1,455	1,401	1,396	1,396	-
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 ⁶ euros)	5,504	6,861	6,262	9,915	9,152	9,533	10,322	10,912	6,861	9,220	8,178	8,094	6,790	6,797
Valor de Obrig. na posse de não residentes ⁴	52,911	60,674	-	-	59,675	-	-	71,835	-	-	69,141	-	-	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	1,0	0,8	-	-	0,7	-	-	0,8	-	-	1	-	-	-
Transações de Obrigações do Tesouro no MEDIP. ⁵ (média diária) (10 ⁶ euros)	6	10	26	31	28	112	173	215	313	314	302	293	252	305

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVLPI/ICP.

Notas: ^{1.} Inclui apenas emissões em mercado interno de Títulos de Dívida Transacionáveis - BT's, OT's.

^{2.} Inclui apenas emissões no mercado interno e externo pela Administração Central; inclui certificados de aborro.

^{3.} Inclui emissões no mercado interno e externo; inclui títulos de participação.

^{4.} Inclui apenas Dívida Pública emitida no mercado interno e o valor encontrase expresso em milhões de euros.

^{5.} MEDIP: Mercado Especial de Dívida Pública, a funcionar desde 24.07.00 (inclui EuroMTS).

Evolução dos Indexantes

DATAS	TAXA			EURIBOR (ACT/360)						LIBOR / EURO			
	EONIA	Equival. ⁽¹⁾	TBA ⁽²⁾	1 mês	2 meses	3 meses	6 meses	9 meses	12 meses	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses
01-Set-14	-0.01	0.15	0.202	0.0660	0.1140	0.1590	0.2590	0.3410	0.4280	0.0557	0.1214	0.2179	0.3800
02-Set-14	-0.01	0.15	0.199	0.0600	0.1080	0.1520	0.2520	0.3340	0.4200	0.0500	0.1157	0.2086	0.3679
03-Set-14	-0.01	0.15	0.197	0.0610	0.1060	0.1500	0.2500	0.3300	0.4190	0.0514	0.1164	0.2086	0.3671
04-Set-14	0.00	0.15	0.193	0.0590	0.1040	0.1490	0.2490	0.3280	0.4180	0.0507	0.1150	0.2071	0.3643
05-Set-14	0.00	0.05	0.190	0.0190	0.0630	0.1040	0.2030	0.2860	0.3740	0.0007	0.0586	0.1557	0.3079
08-Set-14	0.00	0.05	0.187	0.0130	0.0560	0.0940	0.1960	0.2770	0.3660	-0.0007	0.0536	0.1514	0.3071
09-Set-14	0.01	0.05	0.182	0.0100	0.0510	0.0890	0.1910	0.2710	0.3600	-0.0029	0.0471	0.1450	0.3007
10-Set-14	-0.02	0.05	0.177	0.0100	0.0490	0.0870	0.1910	0.2680	0.3570	0.0000	0.0507	0.1429	0.3007
11-Set-14	-0.02	0.05	0.171	0.0070	0.0470	0.0840	0.1880	0.2640	0.3520	0.0000	0.0500	0.1400	0.2993
12-Set-14	-0.01	0.05	0.165	0.0060	0.0460	0.0820	0.1870	0.2620	0.3490	0.0021	0.0507	0.1400	0.2979
15-Set-14	-0.01	0.05	0.159	0.0070	0.0460	0.0810	0.1880	0.2620	0.3490	0.0007	0.0507	0.1429	0.2993
16-Set-14	0.01	0.05	0.153	0.0060	0.0450	0.0810	0.1870	0.2610	0.3460	0.0007	0.0500	0.1429	0.2993
17-Set-14	0.01	0.05	0.147	0.0060	0.0460	0.0820	0.1880	0.2610	0.3470	0.0007	0.0500	0.1429	0.3007
18-Set-14	0.00	0.05	0.142	0.0070	0.0460	0.0820	0.1870	0.2590	0.3470	0.0007	0.0514	0.1443	0.3021
19-Set-14	0.01	0.05	0.136	0.0080	0.0460	0.0830	0.1870	0.2580	0.3470	0.0007	0.0521	0.1486	0.3029
22-Set-14	0.00	0.05	0.131	0.0050	0.0440	0.0820	0.1860	0.2570	0.3450	0.0007	0.0514	0.1457	0.3021
23-Set-14	0.02	0.05	0.125	0.0050	0.0420	0.0820	0.1850	0.2570	0.3430	0.0007	0.0529	0.1457	0.3021
24-Set-14	0.02	0.05	0.121	0.0070	0.0430	0.0830	0.1860	0.2570	0.3440	0.0007	0.0557	0.1464	0.3050
25-Set-14	0.00	0.05	0.116	0.0060	0.0420	0.0820	0.1830	0.2540	0.3420	0.0007	0.0550	0.1450	0.3021
26-Set-14	-0.02	0.05	0.111	0.0070	0.0420	0.0820	0.1830	0.2530	0.3410	0.0007	0.0571	0.1450	0.3021
29-Set-14	-0.02	0.05	0.107	0.0070	0.0430	0.0830	0.1840	0.2530	0.3390	0.0007	0.0571	0.1471	0.3021
30-Set-14	0.20	0.05	0.103	0.0070	0.0430	0.0830	0.1830	0.2510	0.3380	0.0007	0.0571	0.1457	0.3021

Fonte: BPI, Reuters, IGCP, BdP.

Notas: ⁽¹⁾ Ex-taxa de desconto do BP. De acordo com a Portaria nº 1227/2001, esta taxa passa a ser igual à taxa mínima de proposta aplicável às operações principais de refinanciamento pelo BCE.⁽²⁾ Desde 31/12/2002 a TBA passou a ser fixada segundo a seguinte fórmula: $0.52 \times L3 + 0.47 \times L12 - 0.12$, em que L3 e L12 representam as médias móveis das últimas 20 observações da Euribor a 3 e 12 meses, respectivamente, terminadas no penúltimo dia útil ao dia a que se refere o cálculo.

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

09.Out.14

09.Out.14

Título	Maturidade	Admitidas a negoc. (10³ EUR)	Vida		Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
			Anos	Meses				
Obrig. do Tesouro								
OTs 10 Anos 05	2015-10-15	7,469,000	1	0	3.350%	102.28	0.98	0.246%
OTs 5 Anos 11	2016-02-15	3,500,000	1	4	6.400%	96.74	1.29	0.508%
OTs 10 Anos 06	2016-10-15	6,185,000	2	0	4.200%	110.34	1.89	0.614%
OTs 10 Anos 07	2017-10-16	11,258,000	3	0	4.350%	106.23	2.76	1.016%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	10,853,000	3	8	4.450%	105.66	3.40	1.366%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,915,000	4	8	4.750%	110.45	4.21	1.621%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	8,551,000	5	8	4.800%	99.18	5.00	1.885%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	7,510,000	6	6	3.850%	99.18	5.70	2.190%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	7,228,000	9	0	4.950%	99.18	7.13	2.887%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	7,725,000	9	4	5.650%	99.18	7.27	2.966%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	6,973,000	22	6	4.100%	99.18	14.31	4.014%

Fonte: BPI, IGCP, Reuters.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações I

	07.Out.14	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mín. 52 sem.	Data Mín. 52sem.	Var. % face Máx. 52sem.	Data Máx. 52sem.	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estim.
DJ EURO STOXX 50	3,082.1	-6.1	-3.4	-1.3	6.0	2013-10-09	-7.7	2014-06-19	5.7	13.9
DJ EURO STOXX	308.9	-6.4	-5.1	-2.3	5.1	2013-10-09	-8.7	2014-06-10	4.6	14.9
DJ EUROPE STOXX 50	2,960.2	-4.5	0.7	0.9	8.7	2013-10-09	-6.0	2014-09-19	7.8	13.8
DJ EUROPE STOXX	330.9	-5.0	-1.5	0.2	8.0	2013-10-09	-6.3	2014-09-19	7.2	14.7
MSCI EUROPE	1,360.5	-5.1	-2.5	-1.1	n.a.	2013-10-09	n.a.	2014-06-10	4.6	n.a.
BBG EUROPEAN INTERNET	83.2	-6.2	-12.0	-13.9	2.9	2014-08-08	-18.4	2014-03-10	-5.4	21.1
BBG US INTERNET	89.3	-4.7	3.2	-1.9	18.5	2014-04-03	-6.2	2014-03-07	16.0	22.7
FTSE 100	6,495.6	-5.2	-1.7	-4.0	2.5	2013-10-09	-6.2	2014-09-04	1.8	13.4
DAX	9,086.2	-7.5	-4.9	-5.6	6.3	2013-10-09	-10.2	2014-06-20	5.4	12.6
CAC 40	4,209.1	-6.5	-5.5	-2.6	3.3	2013-12-16	-9.0	2014-06-10	1.2	14.3
PSI-20	5,507.5	-9.8	-27.1	-17.0	2.2	2014-08-12	-30.2	2014-04-02	-8.7	19.1
IBEX 35	10,430.7	-6.1	-0.5	5.1	12.9	2013-12-06	-7.3	2014-06-19	11.9	16.7
DOW JONES INDUST.	16,719.4	-2.3	2.8	0.9	13.6	2013-10-09	-3.6	2014-09-19	13.1	14.6
S&P 500	1,935.1	-3.3	4.5	4.7	17.5	2013-10-09	-4.2	2014-09-19	16.9	16.1
NASDAQ COMPOSITE INDEX	4,385.2	-4.5	6.6	5.0	20.1	2013-10-09	-4.9	2014-09-19	18.7	20.9
S&P UTILITIES	442.8	-5.0	-0.8	-2.1	13.6	2013-10-09	-7.7	2014-06-09	12.8	16.1
S&P FINANCIALS INDEX	307.4	-2.5	4.3	4.3	17.1	2013-10-09	-4.5	2014-09-19	16.7	14.2
NIKKEI 225	15,596.0	-0.7	6.8	-4.3	13.4	2013-10-08	-4.8	2014-09-25	12.2	17.4
BOVESPA	57,436.3	-2.2	12.1	12.4	28.9	2014-03-14	-7.1	2014-09-03	10.7	12.7
MSCI WORLD	1,228.5	-4.0	2.6	2.4	n.a.	2013-10-08	n.a.	2014-09-19	11.2	n.a.

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações II

	07.Out.14	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mín. 52 sem.	Data Mín. 52sem.	Var. % face Máx. 52sem.	Data Máx. 52sem.	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estim.
DJ EUROPE TELECOM	293.6	-1.9	1.5	-1.5	6.1	2013-10-09	-5.6	2014-06-09	5.5	17.1
DJ EUROPE BANK	194.7	-3.9	-3.9	-0.0	6.8	2013-12-13	-7.3	2014-01-16	4.8	13.3
DJ EUROPE TECHNOLOGY	285.9	-7.6	-2.6	-3.9	5.1	2013-10-09	-8.7	2014-09-19	2.6	20.3
DJ EUROPE INDUSTRIAL	384.3	-7.3	-8.1	-8.1	0.4	2014-10-08	-10.7	2014-01-20	-1.4	15.2
DJ EUROPE INSURANCE	233.9	-1.6	3.7	2.5	16.2	2013-10-09	-4.5	2014-09-25	15.7	10.6
DJ EUROPE MEDIA	245.6	-3.9	0.2	-3.8	6.7	2013-10-09	-6.3	2014-02-25	5.4	17.6
DJ EUROPE FINANCIAL	332.9	-5.7	-4.3	-3.4	9.6	2013-10-09	-10.0	2014-07-04	8.6	14.4
DJ EUROPE OIL&GAS	327.6	-8.0	-3.9	-2.9	4.6	2014-02-04	-14.8	2014-06-24	2.8	11.7
DJ EUROPE UTILITY	312.2	-3.9	2.5	12.2	17.5	2013-12-16	-4.8	2014-09-05	14.3	14.9
DJ EUROPE AUTO	439.8	-12.2	-17.1	-10.0	0.0	2014-10-08	-19.2	2014-04-04	-1.1	9.4
DJ EUROPE CONSTRUCT	308.1	-9.6	-14.6	-4.9	3.8	2013-10-09	-17.8	2014-06-09	2.0	16.0
DJ EUROPE HEALTHCARE	684.1	-1.4	12.0	15.4	26.6	2013-10-09	-5.0	2014-10-01	25.0	18.2
DJ EUROPE PR & HO GOODS	586.0	-3.9	1.4	0.1	7.3	2014-01-30	-6.5	2014-06-20	n.a.	n.a.
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	189.6	-4.6	-3.6	-0.5	14.1	2013-10-09	-9.9	2014-06-11	n.a.	n.a.
DJ EUROPE BAS.RESR	392.2	-9.2	-7.5	-3.4	4.9	2013-12-16	-15.0	2014-07-28	1.1	12.5
DJ EUROPE FOOD&BEV	516.7	-4.4	1.9	4.1	11.2	2013-10-09	-5.5	2014-09-04	10.1	19.2
DJ EUROPE CHEMICAL	730.7	-5.7	-2.4	-4.4	6.7	2013-10-09	-8.8	2014-07-04	n.a.	n.a.
DJ EUROPE RETAIL	281.3	-7.9	-10.5	-13.7	0.6	2014-10-02	-15.9	2013-11-07	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	121.8	-11.3	-9.7	-12.4	0.0	2014-10-07	-17.1	2014-07-14	-5.0	12.2
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	643.4	-3.4	9.5	9.9	27.0	2013-10-09	-4.3	2014-09-19	26.2	15.7
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	520.4	-4.6	2.5	-1.8	12.3	2013-10-09	-5.1	2014-09-04	11.0	18.8
S&P CONSUMER STAPLES	466.1	0.3	5.1	5.3	14.3	2013-10-09	-0.8	2014-09-19	14.1	18.7
S&P ENERGY	638.5	-7.9	-2.7	-2.0	7.5	2013-10-09	-13.6	2014-06-23	6.5	13.7
S&P HEALTH CARE	730.4	-1.5	10.8	13.7	27.2	2013-10-09	-3.3	2014-09-24	26.4	17.5
S&P MATERIALS	300.0	-5.4	1.5	2.9	15.8	2013-10-09	-6.5	2014-09-22	15.0	17.6
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	160.5	0.2	2.8	3.2	12.0	2014-02-03	-6.9	2014-07-29	9.4	14.1

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

	Peso	Preço						Variação				
		Out.14	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	Dez.13	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
CRB Futuros												
Índice Global	100%	278.53	286.75	303.44	307.98	288	280.17	-2.9%	-8.2%	-9.6%	-3.3%	-0.6%
CRB Energia												
Petróleo		87.8	92.7	103.4	102.6	103.5	98.4	-5.3%	-15.1%	-14.4%	-15.2%	-10.8%
Heating oil		258.2	280.9	287.4	293.4	303.3	307.7	-8.1%	-10.2%	-12.0%	-14.9%	-16.1%
Gas natural		3.882	3.876	4.204	4.534	3.716	4.23	0.2%	-7.7%	-14.4%	4.5%	-8.2%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1217.9	1253.2	1316.5	1308.7	1324.2	1202.3	-2.8%	-7.5%	-6.9%	-8.0%	1.3%
Platina		1262.5	1397.5	1495.4	1439.8	1400.2	1371.1	-9.7%	-15.6%	-12.3%	-9.8%	-7.9%
Prata		17.335	18.887	20.967	20.057	22.443	19.339	-8.2%	-17.3%	-13.6%	-22.8%	-10.4%
CRB Agrícola												
Milho		339.5	339.3	408.3	507.0	441.8	422.0	0.1%	-16.8%	-33.0%	-23.1%	-19.5%
Sementes de soja		943.0	1090.8	1329.8	1482.5	1288.8	1312.5	-13.5%	-29.1%	-36.4%	-26.8%	-28.2%
Trigo		506.75	533.5	545.25	681	693.5	605.25	-5.0%	-7.1%	-25.6%	-26.9%	-16.3%
CRB Alimentares												
Cacau		3053.0	3082.0	3134.0	2992.0	2718.0	2709.0	-0.9%	-2.6%	2.0%	12.3%	12.7%
Café		218.7	189.7	170.2	196.5	115.1	110.7	15.3%	28.5%	11.3%	90.0%	97.5%
Sumo de laranja		142.9	150.5	148.4	155.5	129.2	136.5	-5.1%	-3.7%	-8.1%	10.6%	4.7%
Açúcar		16.83	14.94	17.68	17.16	18.62	16.41	12.7%	-4.8%	-1.9%	-9.6%	2.6%
CRB Industriais												
Cobre		303.6	315.8	324.3	305.1	329.3	339.7	-3.8%	-6.4%	-0.5%	-7.8%	-10.6%
Algodão		65.83	66.56	75	91.79	82.19	84.64	-1.1%	-12.2%	-28.3%	-19.9%	-22.2%
CRB Gado												
Bovino		165.9	158.5	153.5	143.3	128.3	134.5	4.7%	8.1%	15.8%	29.4%	23.4%
Suíno		107.675	103.075	132.2	123.3	91.225	85.425	4.5%	-18.6%	-12.7%	18.0%	26.0%

Fonte: Bloomberg, BPI.

"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