

Análise Mensal

12 de Novembro de 2014

Mercados Financeiros

DIVERGÊNCIA...OU NEM POR ISSO

- ▶ Na habitual revisão do cenário macroeconómico global, a OCDE chama a atenção para a ausência de dinamismo no comércio internacional, crédito ao sector privado e investimento empresarial, em simultâneo causas e consequências da ausência de um crescimento económico global sustentado. Efectivamente, tarda a concretização de investimento e as políticas salariais permanecem restritivas nos principais blocos económicos, apesar das melhorias observadas no mercado de trabalho, quer nos EUA quer na região do euro. As economias emergentes não deverão também exercer a sua função de locomotiva tão cedo. O PIB mundial deverá registar uma variação positiva de 3.3% este ano, ligeiramente acima do ritmo observado em 2013 (3.1%) e acelerar para 3.7% em 2015 e 3.9% em 2016, mas ainda assim claramente inferior aos níveis registados antes da crise financeira internacional e também abaixo da tendência histórica. A Comissão Europeia divulgou igualmente as previsões de Outono, revendo ligeiramente em baixa as anteriores perspectivas. A CE espera que a expansão da actividade se quede pelos 0.8% na região do euro em 2014, acelerando para 1.1% em 2015. A taxa de inflação deverá aumentar para 0.8% (0.5% em 2014) e o desemprego continuar a trajectória de descida, embora lenta (11.6% este ano e 11.3% em 2015).
- ▶ O dólar continua a ganhar face às principais moedas nos mercados internacionais, sinalizando a posição dianteira no ciclo económico global. No actual contexto, existe espaço para perdas adicionais do euro, oferecendo a fasquia de 1.20 um importante ponto de suporte. Entretanto, as moedas dos países exportadores líquidos de petróleo manter-se-ão sob pressão, com destaque para a coroa norueguesa e as moedas de algumas economias emergentes (exportadoras e mais vulneráveis). No Japão, a decisão inesperada do banco central, de reforço do pendor da sua política, justificou novo impulso de desvalorização do iene, que corteja os 115 ienes por dólar.
- ▶ Os bancos centrais continuam a suportar activamente o crescimento, embora em Outubro a Reserva Federal tenha comprado a última tranche de títulos de dívida (USD 15 mil milhões) no âmbito do QE3. Todavia, atendendo à anunciada política de *rollover* de dívida vincenda, o seu balanço não irá encolher tão cedo. Entretanto, o Banco do Japão surpreendeu ao reforçar o programa de compra de activos, num movimento que aparentemente tenciona sobretudo assegurar que o Governo nipónico mantenha os planos iniciais para a política fiscal (que prevê novo aumento da taxa de IVA em 2015). Na reunião de Novembro, o BCE manteve inalterada a sua política monetária, reforçando a intenção em expandir o balanço para cerca de 3 biliões de euros de forma a evitar a materialização de um cenário de deflação na zona euro. Todavia, o montante estimado de potencial intervenção através do mercado de *covered bonds* e *ABS* ascende a EUR 140 mil milhões, segundo a IIF, pelo que o cumprimento do objectivo da autoridade monetária passaria pela extensão do programa a outros activos. Refira-se que o actual saldo vivo de obrigações soberanas ascende a cerca de EUR 6.8 biliões, segundo a mesma fonte.
- ▶ No curto prazo não se perspectiva alteração significativa das tendências no mercado de obrigações soberanas dos mercados de referência, devendo as *yields* continuarem em níveis mínimos, reflectindo fragilidade do crescimento, ausência de inflação e liquidez abundante. Todavia, a médio prazo, as perspectivas continuam a ser de subida gradual das taxas de juro implícitas, 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, dado o atraso relativo no ciclo.
- ▶ As correcções nos principais índices de acções a que se assistiu no mês de Outubro vieram aliviar tensões e gerar espaço para a retoma de tendências positivas (ainda que moderadas). Apesar dos múltiplos factores de sustentação, valorizações adicionais sustentadas neste mercado carecem de confirmação das tendências macroeconómicas. Neste contexto, recorde-se que a depreciação da moeda deverá beneficiar a recomposição das margens na Europa, promovendo a melhoria dos resultados e impulsionando as cotações, cuja evolução permanece, em geral, desfasada tendo por referência outros mercados desenvolvidos.
- ▶ Esta publicação inclui dois artigos de opinião, incidindo o primeiro, sob o Orçamento de Estado para 2015 e abordando alguns aspectos do ciclo de consolidação orçamental desde 2010. No segundo artigo, analisa-se com algum detalhe o emprego na função pública, contextualizando no espaço Europeu.

Paula Gonçalves Carvalho
Agostinho Leal Alves
Luisa Teixeira Felino
Pedro Miguel Mendes
Teresa Gil Pinheiro
Vânia Patrícia Duarte

DIVERGÊNCIA...OU NEM POR ISSO

Apesar das medidas de estímulo de política monetária, primeiro nos EUA e Reino Unido, actualmente no Japão e UEM, os preços ao consumidor teimam em não inverter a tendência. Nos EUA, a taxa de inflação deverá quedar-se por 1.7% este ano enquanto, na região do euro, Outubro marca o sexto mês consecutivo em que a taxa de inflação iguala ou é inferior a 0.5%. Atendendo ao erro estatístico estimado na medição do andamento dos preços, significa que estes já podem mesmo estar a cair. Ainda que se afaste, por ora, a palavra deflação, a verdade é que esta espreita, fazendo temer pelas tendências futuras. Sobretudo num contexto em que, por razões estruturais – declínio e envelhecimento da população nas economias mais desenvolvidas, aumentos de produtividade graças à automação, entre outros – o crescimento económico ronda a estagnação nos grandes blocos económicos, os níveis de endividamento são elevados e os principais instrumentos de política económica estão limitados. Na região do euro, a queda significativa dos preços do petróleo (e aparentemente sustentada) contribui para este quadro, embora o efeito nos preços ao consumidor seja parcialmente compensado pela depreciação da moeda (e outras rigidezes).

Num contexto económico que se continua a pautar pela ausência de riscos de inflação e crescimento positivo, embora muito limitado, as taxas de juro deverão permanecer baixas e os activos de risco suportados, embora susceptíveis a notícias que possam reforçar a probabilidade de antecipação do ciclo de subida dos juros nos EUA. Entretanto, na região do euro, a depreciação da moeda favorece a recomposição das margens das empresas, conferindo suporte adicional ao mercado, embora este tarde em materializar-se.

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 POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL DA RESERVA FEDERAL	07
BRASIL DA ESPERANÇA	11
A TENDÊNCIA DESCENDENTE NO PREÇO DAS COMMODITIES	14
ECONOMIAS	
GLOBAL - PREVISÕES ECONÓMICAS REVISTAS EM BAIXO MAIS UMA VEZ...	19
PORTUGAL - ORGANISMOS INTERNACIONAIS CAUTELOSOS NO PÓS-TROIKA	20
ESPAÑA - RETOMA SUSTENTADA	21
MÉXICO - RECUPERAÇÃO DA ACTIVIDADE, COM SECTOR INDUSTRIAL A LIDERAR	22
ANGOLA - BANCO NACIONAL DE ANGOLA AUMENTA A TAXA DE JURO DE REFERÊNCIA PARA 9%	23
MOÇAMBIQUE - SUBIDA DE 15 POSIÇÕES DO RAKING DOING BUSINESS	24
ÁFRICA DO SUL - CRESCIMENTO DO PIB REVISTO EM BAIXA, SECTOR CHAVE EM QUEDA	25
MERCADOS	
MERCADO CAMBIAL	
MOEDAS NÓRDICAS MAIS FRACAS	27
MOEDAS EMERGENTES POUCO ATRACTIVAS	28
MERCADO MONETÁRIO	
BCE FOCADO NO COMBATE À DEFLAÇÃO	29
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA	
YIELDS PRÓXIMAS DE MÍNIMOS	30
MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA	
REGRESSO DE VOLATILIDADE NO MERCADO DE DÍVIDA CORPORATE	31
MERCADOS ACCIONISTAS	
DEPOIS DA FUGA ANTERIOR, BOLSAS AMERICANAS VOLTAM AOS MÁXIMOS	32
PREVISÕES	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas do BPI	33
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	34
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	35
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes	36
OPINIÃO	
OE 2015: O PRIMEIRO ORÇAMENTO DO PÓS-TROIKA	37
EMPREGO PÚBLICO EM PORTUGAL E NO CONTEXTO DA ZONA EURO	48
BASES DE DADOS	59

Perpectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perpectivas Globais	Factores de Risco
Global	. A Comissão Europeia estima que a economia mundial avance 3.3% este ano, reflectindo um desempenho mais fraco do que o esperado na primeira metade do ano, tanto nas economias desenvolvidas como emergentes. A revisão em baixa do ritmo de crescimento (menos 0.2 pontos percentuais do que na Primavera), resulta de um desempenho menos forte do que o esperado no comércio internacional, em grande parte traduzindo um crescimento mais moderado da China. Para 2015 e 2016, antecipa-se a aceleração do ritmo de expansão global, para 3.8% no próximo ano e 4.1% em 2016. A suportar o crescimento mundial estão as políticas monetárias e fiscais acomodáticas, sobretudo nos EUA. O crescimento económico nas economias emergentes continuará suportado pela resiliência das economias asiáticas, pese embora o abrandamento do crescimento chinês.	. Os factores de ordem política continuam a condicionar 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; finalmente, uma eventual escalada do preço do petróleo teria consequências potencialmente muito adversas numa fase em que a expansão ainda se revela hesitante. . A nova fase da política da Reserva Federal poderá gerar instabilidade nos mercados financeiros internacionais, descarrilhando a retoma ainda frágil.
EUA	. O mau desempenho da actividade no início do ano condicionou a actividade, traduzindo-se na revisão em baixa do crescimento para 2.2% em 2014, menos 0.6 pontos percentuais do que o esperado anteriormente pela Comissão Europeia. Mas para 2015 e 2016, as previsões apontam para uma aceleração significativa do crescimento: 3.1% e 3.2%, respectivamente. . Em Outubro, a taxa de desemprego caiu para 5.8%, reflectindo uma recuperação sustentada do mercado de trabalho norte-americano. Ainda assim, a autoridade monetária deverá manter uma avaliação muito cautelosa das expectativas de inversão do ciclo, de forma a não pôr em causa o processo de recuperação da actividade.	. 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 induziram já um ajustamento do calendário expectável para o início do próximo ciclo, antecipando-se, agora, que este não ocorra antes do terceiro trimestre de 2015.
Japão	. A Comissão Europeia estima que a economia cresça 1.1% em 2014 e 1% em 2015 e 2016. As previsões da CE reflectem enfraquecimento do consumo privado, resultante tanto da subida da taxa do IVA no primeiro semestre de 2014, mas também da permanência de factores de incerteza quanto à evolução futura da política fiscal.	. Riscos para o crescimento estão enviesados no sentido descendente, por via do efeito no consumo privado da subida do IVA; arrefecimento chinês poderá afectar exportações.
Z. Euro	. De acordo com a Comissão Europeia o crescimento económico na zona euro continuará fragilizado, pelo menos até ao final deste ano e nos primeiros meses de 2015. Com efeito, os ritmos de crescimento antecipados são elucidativos da dificuldade de materialização de cenários mais benignos para o bloco do euro. Em 2014, antecipa-se um crescimento de 0.8%, em 2015 de 1.1% e em 2016 de 1.5%. . A queda dos preços das principais matérias-primas e a fragilidade da actividade económica internamente, reflectiu-se num cenário de muito baixas taxas de inflação, dando suporte a receios de materialização de um cenário de deflação. Este facto traduziu-se na revisão em baixa das previsões para a evolução da inflação para 0.5% este ano (0.8% nas anteriores previsões), 0.8% em 2015 e 1.5% em 2016.	. 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 aumentar o preço das importações, contribuindo para que a aceleração do ritmo de crescimento dos preços.
R. Unido	. A Comissão Europeia antecipa que o bom momento observado na primeira metade de 2014 se prolongue no médio prazo, antecipando um crescimento do produto de 3.1% em 2014, 2.7% em 2015 e 2.5% em 2016. Nesta economia, o crescimento reflectiu a aceleração da procura interna - consumo e investimento - antecipando-se que estas duas variáveis continuem a evoluir de forma favorável.	. 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. Note-se, todavia, que este é um risco razoavelmente reduzido, na medida em que não se espera a inversão da política monetária antes do segundo semestre do ano.
Portugal	. Os principais organismos internacionais reviram em baixa as previsões de crescimento em 2014 e 2015 em 0.1-0.3 pontos percentuais, mantendo-se, todavia, o cenário de recuperação gradual do ritmo de expansão da actividade. Na sua generalidade, a actualização das previsões resulta de perspectivas menos favoráveis para o comportamento da procura externa, reflexo de um desempenho menos positivo das exportações e aumento das importações. Face ao desempenho da economia até Outubro, algumas das previsões agora publicadas para este ano parecem assumir uma postura excessivamente cautelosa, na medida em que implicam ou uma forte revisão em baixa do crescimento nos primeiros seis meses do ano, ou uma contracção da actividade na segunda metade do ano, cenário este a que atribuímos uma reduzida probabilidade. As previsões para 2014 variam entre 0.6-0.9% e para 2015 entre 1.1-1.3%.	. A curto prazo, os principais factores de risco estão relacionados com o andamento das economias externas e factores de natureza política. . 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. . A avaliação dos riscos associados aos cenários traçados por estes organismos são, na sua essência, idênticos, prendendo-se com a possibilidade de que a redução do esforço reformista e de consolidação das contas públicas se reflecta negativamente na capacidade de crescimento, tanto por via de redução do contributo do sector externo, como por via de uma deterioração das condições de financiamento da economia.
América Latina	. As perspectivas para o crescimento económico da região foram novamente revistas em baixa pelo FMI, para 1.3% em 2014 (-0.7p.p. do que as projecções de Julho) e 2.2% em 2015. A fragilidade económica da região resulta por um lado de factores externos (nomeadamente a desaceleração do crescimento da China e a quebra dos preços das <i>commodities</i>), mas também de uma multiplicidade de constrangimentos internos. . O enfraquecimento das perspectivas económicas para a região resultou de um fraco dinamismo económico 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 decorreu essencialmente de factores externos (fraca actividade nos EUA), sendo que actualmente 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 <i>commodities</i> . 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 <i>performance</i> 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 trajectória menos favorável na África do Sul onde os constrangimentos no mercado de trabalho continuam a ter um impacto adverso nas actividades económicas.	. 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). . Para os países exportadores de petróleo, a recente queda dos preços pode pôr em causa a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento económico.

Principais Recomendações e Factores de Risco

	Recomendações	Factores de Risco
M. Cambial	. Acentua-se o sentimento favorável ao dólar perante as principais moedas rivais. O USD prossegue e consolida a tendência de apreciação perante o EUR, o JPY, o GBP e o CHF, sobretudo porque vai à frente no ciclo de crescimento económico. Por outro lado, cessou antes do final do ano o programa de QE, que não deixa de ser um factor importante no suporte de expectativas de que as taxas de juro poderão em breve iniciar o movimento de subida. Caberá à Fed contrariar estas expectativas, se quiser trazer tranquilidade aos mercados e limitar valorizações adicionais da sua moeda. No entanto, no caso do EUR/USD, parece haver espaço para que se aproxime de 1.20 ao longo dos próximos meses (importante referência de suporte de longo prazo). No USD/JPY, a introdução por parte do BoJ de um novo programa de injeção de liquidez na economia nipónica está a gerar uma nova desvalorização do iene. A referência a médio/longo prazo encontra-se a 125 ienes por dólar. As moedas nórdicas, SEK e NOK, estão a ser alvo de depreciação no mercado, num movimento suportado por taxas de juro nulas (caso da SEK) e por quebra significativa de receita devida à queda do preço do crude (caso da NOK).	. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais. . Decepção com a evolução económica em alguns blocos. . Questões geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais.
M. Monetário	. As taxas Euribor continuam em mínimos históricos, reflectindo a política do 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 sinalizam a possibilidade de inversão do ciclo no terceiro trimestre de 2015.	. 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 redução do QE pela Fed.
Dív. Pública	. As <i>yields</i> dos títulos de dívida pública nos principais mercados desenvolvidos mantêm-se próximo 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 de 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 US <i>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.
Div. Diversa	. As condições no mercado de dívida diversa deverão manter-se favoráveis para os emittentes de dívida com qualidade creditícia mais elevada. 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, o sentimento dos investidores encontra-se fragilizado por motivos de natureza estrutural, ainda que, historicamente os prémios de risco exigidos às classes de risco mais elevado sejam reduzidos.	. Num contexto de elevado endividamento e baixa inflação, a redução dos investimentos em obrigações no início do aumento das taxas de juro poderá causar alguma pressão sobre a capacidade das empresas de renovarem a sua dívida. . Nos mercados emergentes, a pressão deverá atingir em particular as empresas dos países com fundamentos macroeconómicos mais frágeis e mais endividadas em moeda estrangeira.
Acções	. Enquanto nos EUA, os principais índices bolsistas voltam a registar novos valores máximos recorde, na Europa mantêm-se o arrefecimento no reforço adicional das carteiras dos investidores com activos de maior risco. Os índices norte-americanos continuam a liderar a tendência geral de alta, mas não estão a conseguir contagiar significativamente outras praças, nomeadamente na Europa ou nas economias emergentes. Para além da falta de um crescimento económico sólido na Zona Euro, a incerteza e a desconfiança ainda limitam a actuação dos investidores. Sugere-se uma actuação de cariz neutral, no âmbito de uma postura de espera por um cenário mais claro e mais dinâmico.	. 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 o desapontamento acerca da evolução económica podem limitar a atitude compradora; o sector tecnológico poderá mostrar-se demasiado valorizado para os resultados apresentados.
Commodities	. A tendência de preços na maioria dos principais mercados continua claramente a ser decrescente, com o cenário de oferta ampla face a um crescimento da procura decepcionante a levar vários preços a mínimos de vários anos. Com a excepção do gás natural, onde o equilíbrio das pressões inversas sobre os preços permite que este adopte a sua postura sazonal habitual, deve-se esperar que os preços se mantenham próximos dos valores mínimos que têm sido registados por mais algum tempo.	. Face à inexistência de indicadores credíveis que apontem para um aumento considerável no lado da procura, os maiores riscos apontam-se ao lado da oferta, nomeadamente quanto à possibilidade de aplicação de medidas de controlo dos preços petrolíferos pela OPEP, algo para o qual começa a haver alguma pressão no interior da organização. No mercado do gás natural, avanços ténues na resolução da disputa entre a Rússia e Ucrânia minimizam os riscos geopolíticos, mas estes não podem ser para já descartados, face à volatilidade da situação.

A POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL DA RESERVA FEDERAL

Nos últimos seis anos, a Reserva Federal (Fed) levou a cabo uma política monetária ultra-expansionista, marcada pela adopção de medidas de cariz não convencional de forma a reduzir a turbulência nos mercados financeiros e estimular o crescimento e o emprego, que se traduziu no aumento da dimensão do seu balanço em cerca de 3.5 biliões de USD entre 2007 e 2014. Na reunião de Outubro, a Reserva Federal terminou o seu terceiro pacote de medidas não convencionais, anunciando, todavia, que irá prosseguir com o *rollover* da carteira e manutenção da taxa dos *fed-funds* em níveis reduzidos por um considerável período de tempo. No presente artigo procura analisar-se, de forma breve, o sucesso dos programas de compra de activos de longo prazo por parte da Fed.

Na primeira fase de combate ao movimento de disrupção dos mercados financeiros, a acção da Reserva Federal foi marcada pela redução da taxa dos *fed-funds* - entre Agosto de 2007 e Dezembro de 2008, a taxa directora caiu de 5.25% para 0.125% - e pela implementação de programas de injeção de liquidez no mercado através da utilização de instrumentos de curto prazo.

Medidas de política monetária implementadas pela Reserva Federal desde o início da crise financeira

Medida	Período de implementação	Dimensão da medida
Redução da taxa dos <i>fed-funds</i>	Set 2007 - Dez 2008	De 5.25% para 0.125% (ponto médio do intervalo 0-0.25%)
Prog. de injeção de liq. de curto prazo	Ago 2008 - Fev 2010	Até 1.5 biliões de USD
QE1	Dez 2008 - Ago 2010	Total - 1.725 biliões de USD Dív.agências - 175 mm USD MBS - 1.25 biliões de USD UST - 300 mm USD
QE2	Nov 2010 - Jun 2011	UST - 300 mm USD
QE3	Set 2012 - Out 2014	MBS - 40 mm USD/mês Jan 2013 - Out 2014 UST - 45 mm USD/mês
	Desde Dezembro de 2013: redução do montante mensal de compras	

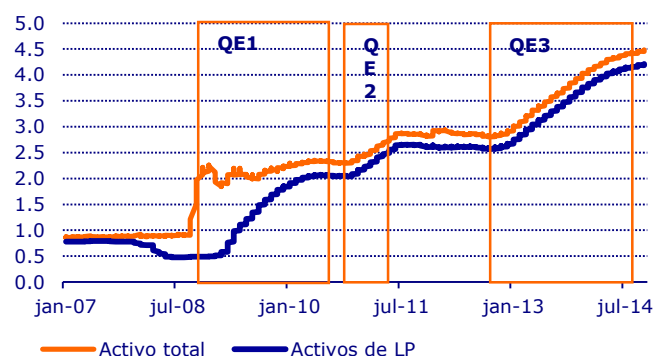
Fonte: Reserva Federal, Unitcredit

O primeiro programa de compra de dívida de longo prazo (QE) foi anunciado em Novembro de 2008, tendo sido caracterizado principalmente pela compra de MBS e dívida emitida pelas agências imobiliárias Fannie Mae e Freddie Mac, tendo o montante global do programa rondado os 1.725 biliões de dólares, dos quais apenas 300 milhões de USD foram alocados à compra de títulos de dívida pública. O segundo QE esteve em vigor entre o final de 2010 e meados de 2011 e as compras focaram-se em dívida pública. Finalmente o terceiro QE foi iniciado em Setembro de 2013 e terminou agora em Outubro de 2014. Inicialmente, o programa incidiu na compra de MBS – 40 mm de dólares por mês – simultaneamente, a Fed prosseguiu com a operação Twist, que consistia na troca de dívida pública de curto prazo por dívida pública de longo prazo, à qual se seguiu a decisão de compra de 45 mm dólares/mês de dívida pública de longo prazo. Até Dezembro de 2013, o montante mensal das compras foi de 85 mm dólares, a partir daí o montante foi sendo reduzido em 10 mm dólares em cada reunião de política monetária até ao seu termo em Outubro de 2014.

Como efeito das políticas implementadas, a dimensão do balanço da Reserva Federal passou de 0.86 biliões de dólares no início de 2007 para 4.5 biliões em Outubro de 2014, sendo evidente o contributo dos programas de compra de activos na evolução do balanço. No final de Outubro, 58% dos activos de longo prazo referem-se a dívida pública, cerca de 41% a MBS e 0.9% a dívida das agências imobiliárias.

Evolução do Balanço da Reserva Federal

(biliões de dólares)



Fonte: Reserva Federal

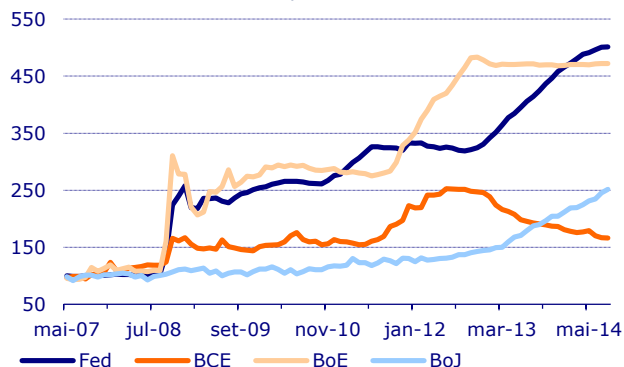
TEMAS EM DESTAQUE

A POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL DA RESERVA FEDERAL (cont.)

Quando comparado com a evolução do balanço de outras autoridades monetárias, verifica-se que o ritmo de expansão do balanço da Fed foi muito mais forte do que o das suas congéneres, evidenciando uma maior “proactividade” do banco central norte-americano.

Activos dos bancos centrais, índice

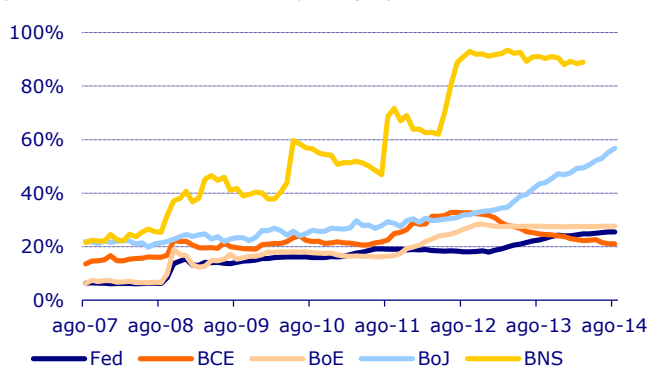
(activos do banco central, 2007=100)



Fonte: Bancos Centrais

Activos dos bancos centrais, % do PIB

(activos do banco central, % do PIB país/região)



Fonte: Bancos Centrais, FMI

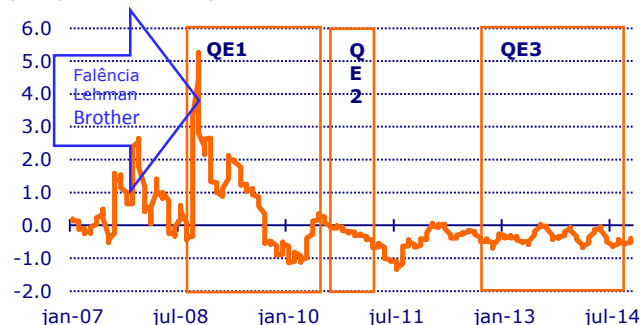
No entanto, quando se avaliam as políticas adoptadas no período pós crise tendo presente a dimensão das respectivas economias, observa-se que a tomada de “risco” pela autoridade monetária norte-americana foi mais moderada do que nos casos do Banco do Japão e do Banco Nacional da Suíça e idêntica à do Banco de Inglaterra. Actualmente, o balanço da Fed representa 26% do PIB norte-americano, enquanto que o do Banco de Inglaterra pesa 27% no respectivo PIB, o do Banco do Japão 57% e o do Banco Nacional da Suíça cerca de 89%. Actualmente, é o balanço do BCE que menos pesa no respectivo PIB: 21%.

... Queda das taxas longas

A finalidade dos programas implementados foi reduzir as pressões existentes sobre as taxas de juro longas, tornando mais benignas as condições de financiamento à economia. E de facto, o comportamento do índice de condições financeiras calculado pela Reserva Federal de Chicago mostra que depois do agravamento das condições financeiras entre Agosto e Dezembro de 2008, se assistiu a um alívio considerável das mesmas. Da mesma forma, o efeito no comportamento das taxas de juro de longo prazo foi alcançado: face ao nível observado no final de Outubro de 2008, um mês antes do anúncio do primeiro programa de aquisição de activos de longo prazo, as *yields* caíram entre 95 e 182 pontos base. O nível máximo da redução das *yields* ocorreu em Maio de 2013, antes da Reserva Federal ter anunciado que iria iniciar o processo de retirada dos estímulos monetários; o mínimo foi observado em Dezembro de 2013, quando as *yields* atingiram os 3%, ainda assim consideravelmente abaixo do nível médio histórico das *yields* dos títulos de dívida pública norte-americanos a 10 anos (em torno dos 4.5-5%). Actualmente as *yields* estão cerca de 170 pontos base abaixo do nível de Outubro de 2008. Ainda que se deva ter presente que o movimento de queda das taxas longas pode também ter sido influenciado por factores como redução das expectativas inflacionistas e incerteza quanto ao dinamismo da retoma económica, parece notório o êxito dos programas de compra de dívida pública no que diz respeito à redução das taxas de juro de longo prazo.

Índice de condições financeiras

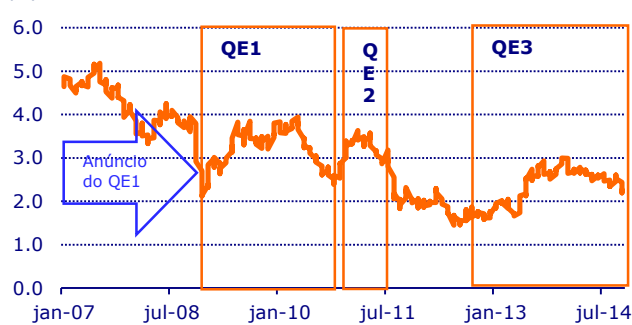
(variação semanal em %)



Fonte: Reserva Federal Chicago

Evolução da yield do UST 10 anos

(%)



Fonte: Bloomberg

A POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL DA RESERVA FEDERAL (cont.)

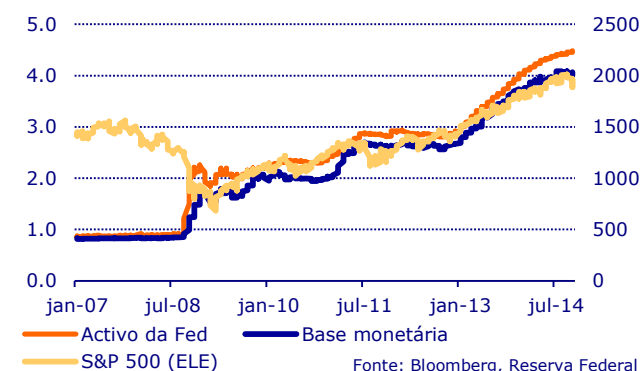
Paralelamente, parece evidente que a redução do montante de compras de activos de longo prazo ao longo deste ano não se reflectiu num aumento das taxas de juro longas. A influenciar este comportamento estará o facto de a Reserva Federal não perspectivar a redução da dimensão do seu balanço, já que irá proceder ao *rollover* dos activos actualmente em carteira, mantendo a carteira de dívida pública próximo dos níveis actuais, bem como elevada a liquidez no sistema.

... Outros mercados

Este facto, deverá também continuar a dar suporte aos mercados accionistas norte-americanos, na medida em que por um lado o nível de liquidez no mercado manter-se-á elevado e por outro, porque as empresas têm apresentado bons resultados, sendo possível que o cenário mais benigno para o sector empresarial se mantenha dados os sinais de retoma gradual da actividade. Esta perspectiva parece ser confirmada pelo comportamento do indicador que avalia a volatilidade do índice S&P 500, se encontrar bastante abaixo dos níveis observados aquando do termo dos anteriores programas, apesar do ligeiro aumento observado em torno do termo da compra de activos pela Fed. O comportamento menos volátil do mercado accionista traduzirá também maior confiança no processo de recuperação da actividade, que tem vindo a consolidar-se. Importa também ter presente que o aumento da volatilidade próximo do fim dos dois primeiros programas de compra de activos de longo prazo foi influenciado pelo eclodir de crises de dívida soberana na Europa, antecipando-se que, para além da maior solidez da recuperação económica nos EUA, também o facto de na Europa terem já sido corrigidos alguns dos desequilíbrios que justificaram as anteriores crises favorecerá um comportamento menos volátil dos mercados na actual conjuntura.

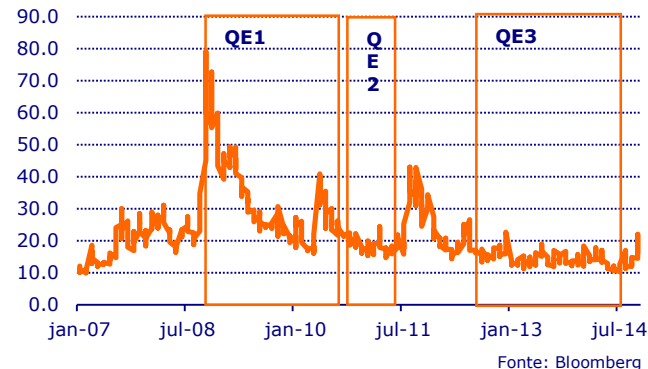
Balanço da Fed, Base monetária nos EUA e Mercado accionista

(bilhões de dólares, índice)



Volatilidade implícita no índice S&P 500 (VIX)

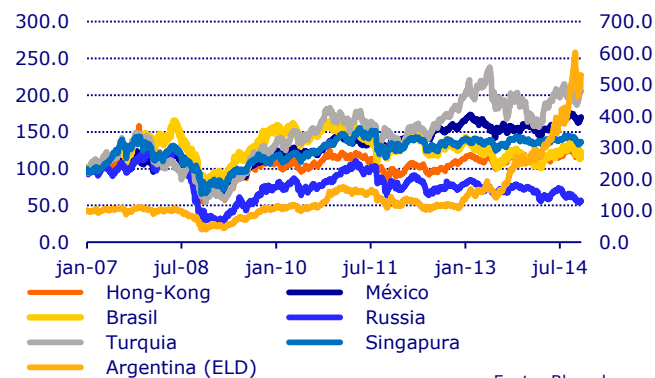
(índice)



Como principal factor desfavorável da política monetária ultra expansionista da Reserva Federal e que se poderá prolongar no médio prazo, tem a ver com o facto do cenário de taxas de juro reduzidíssimas nos mercados desenvolvidos e elevada liquidez no mercado continuar a favorecer a procura de rentabilidade por parte dos investidores sem que os riscos sejam devidamente esquecidos. Este movimento é evidente, por exemplo, no facto dos índices accionistas nas economias emergentes se encontrarem próximo de níveis máximos e no facto de os prémios de risco exigidos à dívida com menor qualidade se encontrarem não muito longe dos mínimos registados no período pré-crise. O que sugere que num ambiente de baixas taxas de juro, a procura de rentabilidade ter-se-á traduzido na formação de bolhas pontuais em alguns activos cuja valorização do respectivo preço não reflecte de forma adequada o seu risco.

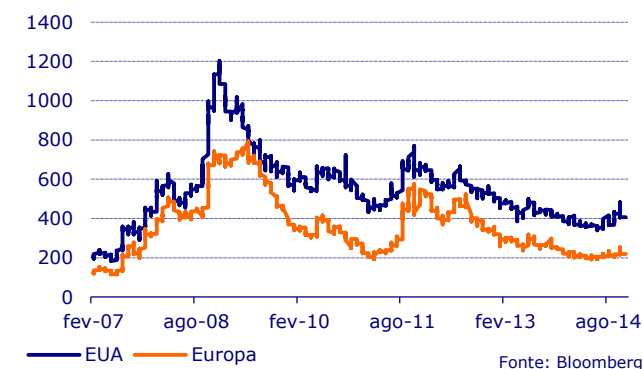
Evolução dos índices bolsistas nos mercados emergentes

(Índice, Jan 2007 = 100)



Spreads face ao Swap - High Yield

(pontos base)

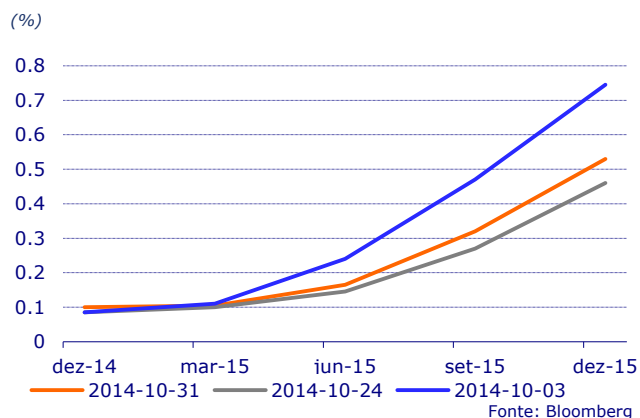


TEMAS EM DESTAQUE

A POLÍTICA MONETÁRIA NÃO CONVENCIONAL DA RESERVA FEDERAL (cont.)

Findo o período de medidas não convencionais, as atenções focam-se agora no momento em que a Reserva Federal iniciará o ciclo de normalização dos níveis das taxas de juro. Quanto a isto importa ter presente que a Reserva Federal continua a adoptar uma postura muito cautelosa, apontando as suas declarações para que a taxa dos *fed-funds* se mantenha próxima de zero durante um considerável período de tempo, como referido nas declarações que acompanharam a divulgação dos resultados da última reunião de política monetária.

Actualmente, de acordo com o comportamento dos futuros da taxa dos *fed-funds*, o mercado atribui maior probabilidade a que a Reserva Federal inicie o ciclo de subida de taxas de juro no final do terceiro trimestre de 2015, em linha com a nossa perspectiva. De qualquer forma, deve ter-se presente que este será um processo muito dependente do andamento da informação económica – indicadores laborais, salários, actividade, inflação – bem como visará não causar instabilidade nos mercados financeiros internacionais.

Política Monetária implícita nos futuros da taxa dos *fed-funds*

BRASIL DA ESPERANÇA

Ao fim de um **período eleitoral** longo e cansativo, Dilma Rousseff (PT) conseguiu, por uma curta margem, permanecer por mais quatro anos como Presidente do Brasil, derrotando em dois escrutínios os outros candidatos. Com a menor margem da história das eleições presidenciais em regime democrático, 3.28%, a candidata Dilma Rousseff venceu a 2ª volta, obtendo 51.64% dos votos, contra 48.36% pertencentes ao candidato Aécio Neves (PSDB).

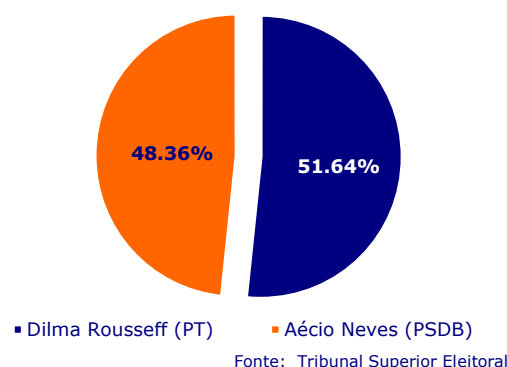
Esta curta diferença entre os candidatos já era previsível, pois em véspera da 2ª volta das **eleições presidenciais** ninguém era capaz de avançar com uma previsão de vitória de um candidato sobre o outro, pois as próprias sondagens davam um persistente empate técnico. Dilma Rousseff pretendia renovar o mandato e ser eleita pela segunda vez Presidente do Brasil, tendo o suporte popular dos apoiados social e financeiramente pelo Estado; Aécio Neves era o candidato da alternância (mudança), tendo o apoio das classes média e média/alta, para além de ter conseguido um acordo e apoio importante da candidata perdedora da 1ª volta, Marina Silva, e dos seus seguidores.

Mesmo que possa ser redutor, houve uma notória divisão dos votos entre o norte e o sul, entre os estados do norte/nordeste com mais participação nos programas sociais, como o importante "Bolsa Família", e os estados do sul/sudeste com maiores índices de industrialização e de riqueza. Os primeiros votaram mais em Dilma e os segundos em Aécio. Contudo, poucos foram os municípios/estados que deram uma vitória esmagadora a Dilma.

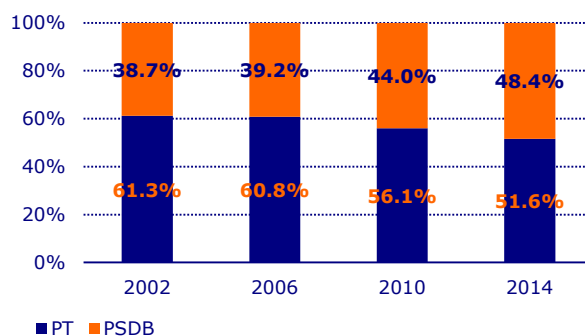
Em termos da posição na Câmara de Deputados e do Senado, os respectivos lugares ficaram preenchidos desta forma: dos 513 deputados que constituem a Câmara de Deputados, a coligação de Dilma Rousseff ficou com 304 representantes (o que garante a maioria numérica no Congresso), enquanto que os partidos que suportaram Aécio Neves somaram 181 deputados, sobrando 28 deputados de partidos fora destas coligações; no Senado, a coligação de Dilma Rousseff arrecadou 52 assentos, ficando a coligação de Aécio Neves (com Marina Silva) com 27 lugares e os restantes 2 foram entregues a partidos sem coligação. Acrescente-se ainda que a composição da Câmara de deputados é bastante fragmentada em termos da representação partidária, passando os partidos da oposição na segunda volta dos 22 para os 28, da anterior para a nova legislatura.

As eleições presidenciais decorreram perante uma conjuntura económica desfavorável, que nos últimos anos se tem caracterizado pela elevada inflação e fraco crescimento. O **crescimento do PIB** caiu de uma média de 4.1% entre 2003-2010 (durante os oito anos de presidência de Lula da Silva) para 1.7% entre 2011-14, assumindo um crescimento do PIB de 0.7% para 2014 (últimas previsões do Banco Central do Brasil).

Resultados da 2ª volta



Evolução da votação nos 2 principais partidos ao longo dos últimos mandatos



Composição do Senado

-Coligação de Dilma Rousseff (PT)	52
-Coligação de Aécio Neves (PSDB) e de Marina Silva (PSB)	27
-Partidos sem coligação na 2ª volta	2
TOTAL	81

Fonte: Tribunal Superior Eleitoral

Composição da Câmara de Deputados

-Coligação de Dilma Rousseff (PT)	304
-Coligação de Aécio Neves (PSDB) e de Marina Silva (PSB)	181
-Partidos sem coligação na 2ª volta	28
TOTAL	513

Fonte: Tribunal Superior Eleitoral

Depois de no 2T o PIB ter recuado 0.87% em termos anuais, e de ter registado o segundo trimestre consecutivo de contracção (-0.2% q/q no 1T e -0.6% q/q no 2T), tanto o índice mensal de actividade económica como o da produção industrial voltaram a apresentar sinais de fragilidade em Agosto (o IMAE -1.35% y/y e produção industrial -5.4% y/y). Neste contexto, a confiança dos investidores tem-se deteriorado, não só devido à falta de dinamismo na actividade mas também pela descreditação em

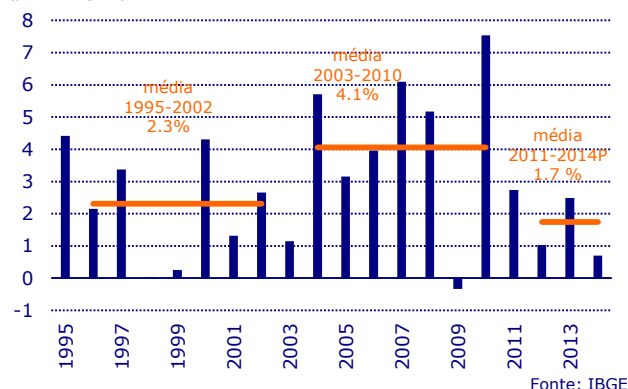
TEMAS EM DESTAQUE

BRASIL DA ESPERANÇA (cont.)

políticas económicas demasiado intervencionistas (e.g. incentivos fiscais para determinados sectores, regulação de preços, promoção do crédito através de bancos estatais), e que não têm sido capazes de estimular a economia. Um dos principais desafios da Presidente Dilma neste segundo mandato será o de recuperar a confiança dos empresários, de forma a construir um modelo de crescimento menos dependente do crescimento do consumo e mais orientado para a captação de investimento, e ao mesmo tempo fazer face às exigências de uma classe média crescente, que tenderá a reivindicar cada vez mais por melhores serviços públicos, tal como já aconteceu no passado.

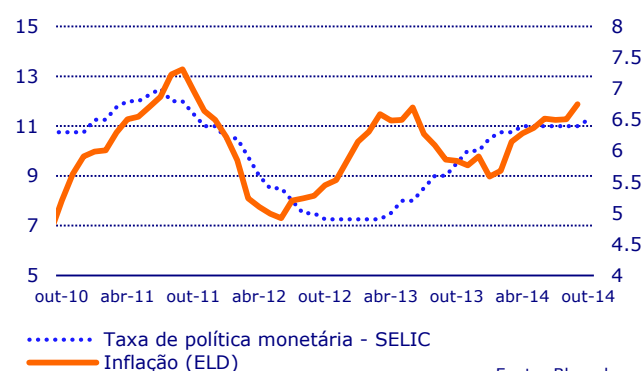
Crescimento do PIB real

(percentagem)



Inflação

(percentagem)



Outro ponto de preocupação prende-se com as dificuldades das autoridades em conterem o rápido aumento do nível geral de preços, apesar dos diversos aumentos das taxas de juro e das políticas de controlo dos preços (nomeadamente dos preços da energia e transportes). A **inflação** aumentou em Setembro para o nível mais alto registado desde Setembro de 2011 (+6.75% y/y), bastante acima do objectivo do Banco Central de manter a inflação em 4.5% (+/-2%). Perante expectativas de inflação de longo prazo completamente desancoradas, o Banco Central do Brasil aumentou as taxas de juro para um máximo de 3 anos (em 25 pontos base, para 11.25%), logo na primeira reunião após as eleições, numa tentativa de proteger a sua credibilidade, e de, ao mesmo tempo, proteger a inflação dos efeitos da recente desvalorização do real.

Relativamente à **política fiscal**, a percepção relativamente à qualidade creditícia do soberano continua dependente da sua capacidade de resolver o problema do fraco crescimento. Caso contrário, a sustentabilidade das finanças públicas voltará ser posta em causa, já que com um nível da despesa pública a rondar os 40% do PIB (um nível bastante elevado para um país de rendimento médio alto), o espaço fiscal continua reduzido. Paralelamente, no sector externo, o contexto internacional apresenta-se bastante mais desafiante, face a um fraco dinamismo nas economias avançadas e à desaceleração do crescimento da China (para onde o Brasil continua a exportar uma quota considerável das suas *commodities*). Por sua vez, a própria queda dos preços das *commodities* continuará a prejudicar as receitas das exportações, sendo que perante a anunciada valorização do USD a pressão sobre a queda dos preços poderá ser ainda maior. Refira-se também que nos últimos 6 anos, o Brasil beneficiou fortemente da elevada injeção de liquidez pela Fed, à semelhança das restantes economias emergentes, mas é pouco provável que com o progressivo aumento das taxas de juro nas economias avançadas, este nível de fluxos de investimento para os mercados de capitais destas economias se mantenha.

Evolução de USD/BRL

(X reais do Brasil por dólar)



Evolução do índice bolsista Bovespa (Bolsa de S.Paulo)

(índice)



BRASIL DA ESPERANÇA (cont.)

Com a reeleição de Dilma Rousseff houve uma reacção imediata dos mercados financeiros: na Bolsa de São Paulo, o índice Bovespa (BVSP) registou um valor mínimo desde Março, 48 722 pontos, sendo o culminar de uma tendência de queda que acompanhou todo o acto eleitoral; do mesmo modo o real brasileiro (BRL) alcançou os 2,50 por dólar, valor que não era alcançado desde Dezembro de 2008. No contexto ainda de grande volatilidade, tanto a Bolsa como a moeda pararam a desvalorização e mostram presentemente uma ligeira recuperação.

Nos próximos tempos será essencial que Dilma unifique a nação dividida (a campanha eleitoral foi de grande agressividade e antagonismo) e restaure a confiança para um novo ciclo que se pretende de pujança económica. Para já existe grande especulação acerca da composição do novo executivo, nomeadamente do novo ministro da fazenda, pois são aspectos sensíveis aos mercados.

Na verdade existe um pessimismo inicial de investidores e agentes económicos face à capacidade da Presidente reeleita conseguir por em marcha uma dinâmica (que conseguiu no início do 1º mandato mas que foi perdendo fulgor ao longo do tempo) que ponha a economia a crescer mesmo com uma envolvente externa adversa (preços das commodities em queda e menor crescimento da China) e que ao mesmo tempo resolva desequilíbrios domésticos reincidentes: pressão inflacionista e défices corrente e público. Os investidores esperam que, mais do que nomes, o novo ministro da fazenda não seja hostil aos mercados, restaure a necessária disciplina fiscal, traga transparência ao orçamento federal, dialogue com os representantes das empresas e evite políticas económicas intervencionistas.

TEMAS EM DESTAQUE

A TENDÊNCIA DESCENDENTE NO PREÇO DAS COMMODITIES

Desde finais de Junho que observamos várias quedas de preços nos mercados das *commodities*, não só nos preços do petróleo onde, desde finais de Junho, os preços do Brent e do WTI caíram 25% e 20%, respectivamente, mas também os preços de outras *commodities* – que vão desde produtos agrícolas como algodão, o trigo e o milho até metais como o ouro, o cobre e o ferro – têm registado quedas, em muitos casos acentuadas e com teor histórico. Porém, apesar do carácter diverso dos preços afectados e de uma multiplicidade de factores causadores, alguns pontos comuns apontam-se como principais responsáveis por esta tendência, nomeadamente, a presente situação de oferta expansiva (especialmente no caso do petróleo e ferro), à qual o crescimento da procura, abaixo das previsões, não se mostra capaz de dar resposta, factor para o qual contribui o abrandamento da economia chinesa e, secundariamente, a estagnação na Zona Euro.

Apesar da maior atenção que a queda dos preços do petróleo, iniciada em finais de Junho, tem vindo a suscitar nos mercados internacionais, uma análise mais extensa dos vários mercados de *commodities* mostra uma generalizada queda dos preços que afecta vários sectores e é apenas compensada por aumentos no preço de grupo selecto de produtos. Caracterizando a presente situação, no seu World Economic Outlook, lançado em Outubro passado, o FMI estimou que os preços das *commodities* baixaram, em média, 8.3% desde o início do ano, leitura esta que é suportada pela evolução dos índices agregados, elaborados tanto pela Bloomberg como pela Reuters: de facto, o índice de preços da Bloomberg, o *benchmark* para investimentos neste mercado, caiu mais de 20 pontos-índice desde um máximo de 138 pontos em Abril deste ano para um mínimo de 116, o valor mais baixo desde 2009. Igualmente, o índice agregado da Reuters, que atingiu os 312 pontos em finais de Junho, caiu para 270 em Outubro, o nível mais baixo desde 2012. Como já referido, a tendência dos índices agregados apresenta um comportamento notavelmente semelhante àquele observado nos mercados petrolíferos, porém este não se cinge apenas a esta *commodity*. Efectivamente, para além da queda dos preços do petróleo na segunda metade do ano, notamos um semelhante comportamento num vasto leque de produtos, nomeadamente a prata, o cobre, o algodão, o milho, a soja e o trigo, onde se registaram semelhantes descidas no mesmo período e, surpreendentemente, todas elas registaram preços mínimos de 2009 ou 2010 no período entre Setembro e Outubro do presente ano. Fica assim claro o cariz generalizado da descida de preços das *commodities*, para além de uma observada tendência para o retorno a preços relativamente semelhantes a 2010 ou seja, preços em valores observados pela última vez no período de plena crise da dívida soberana na zona euro.

...Petróleo e Carvão

No caso do petróleo, e como referido na Análise Mensal BPI de Outubro, os preços do WTI e do Brent têm protagonizado, na segunda metade de 2014, uma queda com características históricas, sendo apenas a quarta vez desde 2010 que o preço do Brent se posicionou abaixo da linha psicológica dos USD100, sendo também de longe o maior período de tempo em que o preço se situou abaixo dessa linha. Desde a leitura anterior, esta tendência não abrandou, tendo ambos os preços descido em sensivelmente USD 10 dólares face aos preços médios de Setembro, ampliando a queda face a Junho para USD 26.57 (WTI) e USD 28.6 (Brent), o que representa mínimos de três e quatro anos, respectivamente. Também no preço do carvão – *commodity* responsável por cerca de 40% da produção de electricidade a nível mundial e principalmente relevante para os mercados do leste europeu, Alemanha e Ásia – têm sido registadas quedas acentuadas em 2014, com o preço de USD 78, cotado em finais de Outubro, a representar também um mínimo de quatro anos. Como evidenciado pela nossa análise realizada no mês anterior, nos mercados de matéria-prima energética, a situação actual é de desfasamento da procura em relação à oferta, observando-as que, considerando o presente cenário de abrandamento do processo de retoma económica da Zona Euro e o arrefecimento do crescimento na economia chinesa, não existem expectativas de aumentos consideráveis no consumo de petróleo no curto a médio prazo, o que se traduz em pressão decrescente nos preços, tanto petrolíferos, como no carvão. Também no lado da oferta, o aumento consistente e sustentado da produção de *shale oil* nos EUA, onde foi alcançado este mês o nível de produção mais elevado nos últimos 31

Índice agregados de preços de *commodities*

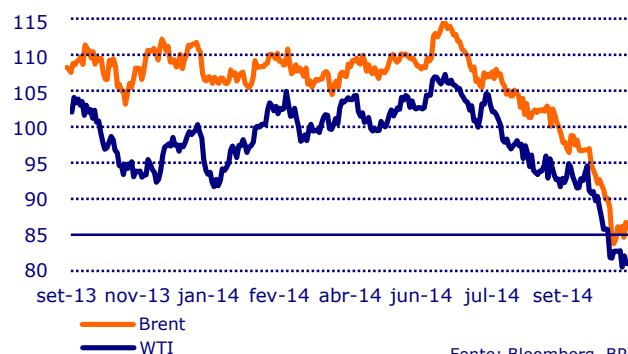
(índice)



Fonte: Bloomberg

A queda dos preços do petróleo para mínimos

(USD/barril)



Fonte: Bloomberg, BPI

A TENDÊNCIA DESCENDENTE NO PREÇO DAS COMMODITIES (cont.)

anos, contribui amplamente para a queda dos preços, com a maior economia mundial cada vez mais a aproximar-se de uma situação de independência energética e redução da sua participação no mercado de importações, factor que é ampliado pela insistência da OPEP em não controlar os preços através de reduções na produção (supostamente, como forma de determinar o *break-even point* do *shale* norte-americano e não comprometer quota de mercado). Face ao teor das forças que causaram esta descida nos preços do petróleo e, particularmente, face à possibilidade de que o *shale* norte-americano tenha um *break-even point* mais baixo do que o inicialmente esperada (abaixo de USD 75), começa-se a abrir a possibilidade de que a presente situação se mantenha por mais algum tempo, principalmente num cenário em que a economia chinesa não consiga recuperar os seus anteriores níveis de crescimento, o que parece cada vez mais credível e levou a Goldman Sachs a surpreender com uma previsão para os preços do petróleo em 2015 de USD 70 a USD 75.

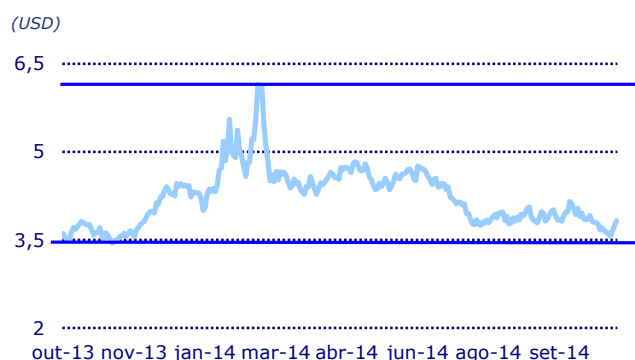
...Gás natural

Notavelmente, de entre as *commodities* energéticas, observamos que o gás natural apresenta-se como o único que não segue a tendência evidenciada no resto do sector, sendo que após um aumento momentâneo para máximos de 2010 no início do ano (face à tensão política na Ucrânia), os preços foram subsequentes normalizados, apresentando-se actualmente numa posição ligeiramente superior ao período homólogo, mas claramente dentro da média de longo prazo (USD 4.01, média de 2 anos. Os preços actuais rondam os USD 3.8). Para esta situação contribuíram três factores: no lado da oferta, e tal como no caso do petróleo, notamos uma rápida expansão da produção nos EUA graças à sua "Revolução do *Shale*", sendo este país actualmente o maior produtor mundial de gás natural, esperando-se que se venha a tornar num exportador líquido num futuro próximo. Porém, dado que os EUA são historicamente um país importador de gás natural liquidificado, a sua infra-estrutura está virada para tal, não sendo de execução rápida a criação de uma infra-estrutura de exportação, pelo que a sua entrada neste lado do mercado não é equacionável a médio prazo, notando-se apenas (e mais uma vez) a redução das importações norte-americanas e subsequente pressão descendente nos preços. Porém, e ao contrário do mercado petrolífero, nota-se que o aumento de gás disponível acontece paralelamente com um aumento da procura, maioritariamente centrada no Japão, onde o desastre nuclear em Fukushima levou ao encerramento de todas as centrais nucleares, responsáveis por um quarto da produção de energia do país, tendo esta percentagem sido compensada com gás natural. De facto, as importações japonesas aumentaram 40% desde o desastre, posicionando-se actualmente como o maior importador mundial de gás, com 119 mil milhões de metros cúbicos em 2013, mais do dobro que o segundo classificado (Coreia do Sul). Por último, não se deve ainda desconsiderar o possível impacto da crise entre a Rússia e a Ucrânia. Apesar dos sinais promissores de uma resolução diplomática para a disputa entre os dois países quanto ao preço a praticar no fornecimento de gás à Ucrânia (visto a empresa estatal russa, Gazprom, ter extinto os descontos praticados com o anterior governo ucraniano), a volatilidade da situação (particularmente face à ocupação do leste ucraniano por separatistas pró-russos) não permite desconsiderar uma deterioração do diálogo entre os dois países, lembrando-se que em 2009 semelhante situação culminou com a cessação de todas as importações para o Sudeste Europeu.

... Bens industriais

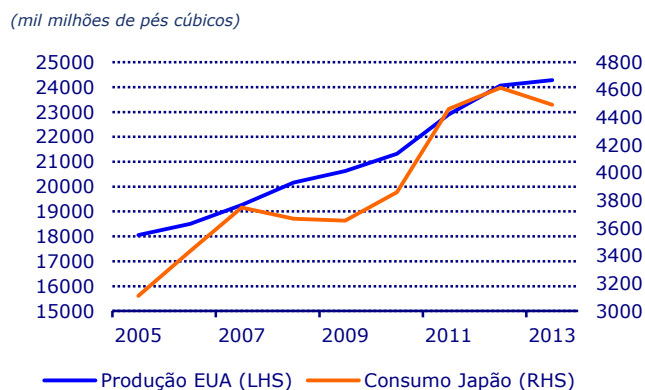
Nas matérias-primas industriais, nomeadamente no cobre, algodão e ferro, a tendência em 2014, como já referido, tem sido claramente de queda de preços, contrariando-se a tendência de aumentos que foi registada aquando da crise financeira de 2010 e da redução da actividade manufactureira em várias economias. Este movimento tem sido mais notável no preço do algodão, onde aumentos exponenciais dos preços em 2008 e 2009 levaram várias manufacturas têxteis à falência e causaram um movimento de substituição do algodão por poliéster, diminuindo a cota do algodão no mercado global das fibras de 40%,

O mercado do gás natural apresenta-se equilibrado entre as pressões do lado da procura e oferta



Fonte: Bloomberg, BPI

A evolução da produção de *shale gas* norte-americano é acompanhada pelo consumo japonês



Fonte: EIA

TEMAS EM DESTAQUE

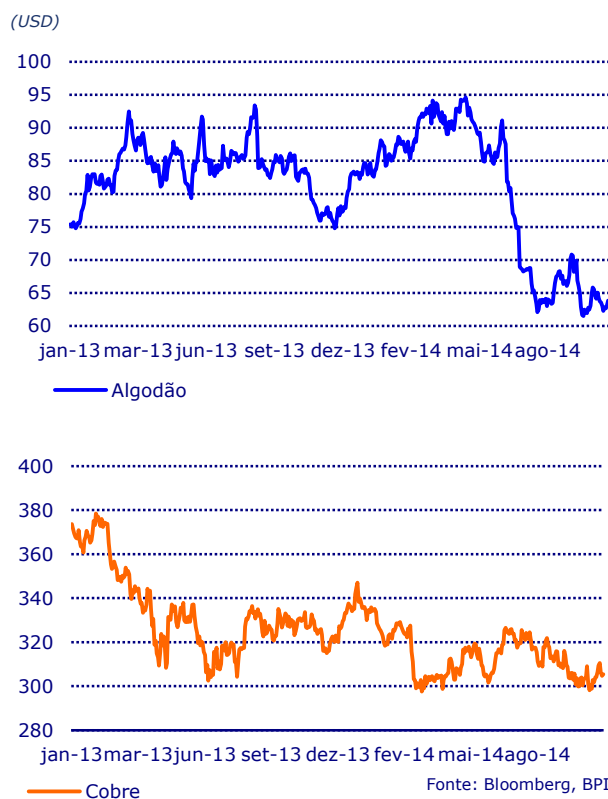
A TENDÊNCIA DESCENDENTE NO PREÇO DAS COMMODITIES (cont.)

a média histórica, para 27.5% em 2013. Porém, uma queda acentuada dos preços, de USD 94 em Março para USD 62 em Outubro deste ano, trouxeram os preços de volta a níveis mais realistas e competitivos. No caso do ferro, a expansão da produção de ferro no Brasil e Austrália por parte das três principais empresas extractivas mundiais causou uma queda de 40% do preço em 2014, atingindo-se em Outubro os USD 77.5, um mínimo de cinco anos. Por último o cobre, cujo preço se encontra em declínio desde 2013, desceu em 2014 abaixo dos USD 300 por tonelada pela primeira vez desde 2010. Todos estes desenvolvimentos sucedem com a perda de fulgor da economia chinesa como plano de fundo, não sendo de estranhar a queda dos preços do ferro face ao aumento de produção, numa altura em que se espera que a indústria metalúrgica chinesa diminua 15% y/y em 2014, de acordo com previsões da HSBC. Por outro lado, no caso do cobre e do algodão, nenhum aumento notável de produção foi registado, devendo-se a queda dos preços aos valores relativamente inflacionados praticados no algodão (espera-se que a indústria têxtil chinesa, maior importadora mundial de algodão, seja das mais resilientes no presente cenário de crescimento) enquanto o declínio do cobre deve-se ao geral declínio das manufacturas a nível mundial, principalmente no sector automóvel.

...Bens alimentares

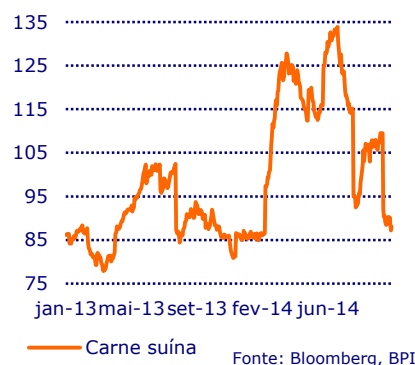
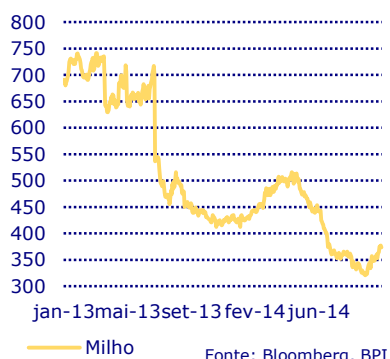
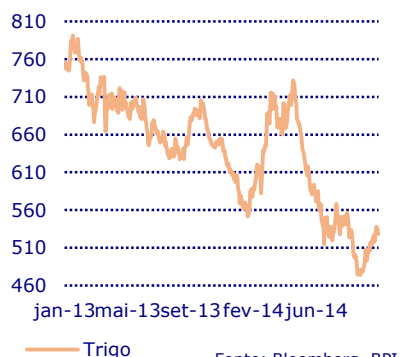
Finalmente, o FMI estima que os preços dos alimentos caiam 9% desde Março de 2014, principalmente face a previsões notavelmente positivas para a produção global. Porém, este declínio dos preços centra-se maioritariamente nos produtos agrícolas, onde o actual clima propício justifica crescente optimismo para a época de colheitas, principalmente no caso do trigo, onde se registou uma queda de 35% desde Maio de 2014, e o milho, onde uma queda de 15% levou os preços para mínimos de 2009 (note-se que, desde o relatório do FMI, algumas previsões, nomeadamente para a Rússia e Austrália, foram revistas em baixa, causando uma recuperação ligeira, principalmente no trigo). Por outro lado, o preço da carne suína atingiu os valores mais elevados desde pelo menos 2003 face a uma epidemia nos EUA.

As commodities industriais apresentam quedas consideráveis na segunda metade de 2014



O preço dos alimentos encontra-se, agregadamente a descer, porém este segue tendências opostas entre os vegetais e a carne

(USD)



Em suma, o presente momento é de viragem no panorama das *commodities*. A perda de fulgor na recuperação económica europeia e o decréscimo de dinamismo da economia chinesa justificam, em parte, as tendências registadas nos preços das principais *commodities* situação esta que, obviamente, acarreta custos ou benefícios para cada país, dependendo da sua posição no mercado. Nos mercados petrolíferos, os EUA e a sua revolução do *shale* aparecem claramente como o principal agente de mudança, à medida que o país reduz a sua dependência energética externa. De facto, os consumidores americanos são os mais beneficiados pela queda dos preços petrolíferos, com a gasolina a cotar-se 15% mais barata em Outubro face a um pico

A TENDÊNCIA DESCENDENTE NO PREÇO DAS *COMMODITIES* (cont.)

anual em Abril. A Europa, amplamente dependente de petróleo externo, sai também beneficiada da situação actual, onde a queda dos preços deste bem essencial acaba por ter o efeito de uma redução de impostos ao Estado e às empresas e alívio do custo de vida para as famílias. Por outro lado, os grandes produtores de petróleo são os mais prejudicados, principalmente na OPEP e no Canadá (onde os *break-even points* são mais elevados) ao serem confrontados com uma escolha entre a redução de produção e perda de quota de mercado ou aceitação dos preços actuais e consequente perda de lucros. O mercado do gás natural apresenta-se notavelmente estável, sendo que apesar de também existir pressão descendente proveniente do *shale* norte-americano, esta é compensada pela expansiva importação japonesa, que serve de alívio para todos os exportadores na metade oriental do mundo (onde a maioria da produção mundial se encontra, à excepção dos EUA, Nigéria e Argélia). Por último, os mercados dos produtos industriais e agrícolas vão continuar a depender dos resultados da economia global, mas principalmente da economia chinesa. É provável que apenas uma recuperação da indústria metalúrgica chinesa -impulsionada exactamente pelos preços notavelmente baixos da matéria-prima- possa dar resposta ao presente aumento de produção de ferro, principalmente quando se espera que esta continue a expandir acima das previsões de crescimento para a procura. Na mesma linha, a sustentabilidade dos têxteis chineses será crucial para os produtores de algodão, principalmente face à queda dos preços do petróleo, que terá um efeito nos preços do poliéster, principal bem substituto desta *commodity*. Finalmente, no caso do cobre e dos produtos agrícolas, as forças do lado da procura são relativamente constantes e estarão dependentes da evolução da economia mundial, algo que preocupa alguns dos produtores mais dependentes de exportações destas *commodities*, como é o caso de vários países africanos.

GLOBAL - PREVISÕES ECONÓMICAS REVISTAS EM BAIXO MAIS UMA VEZ...

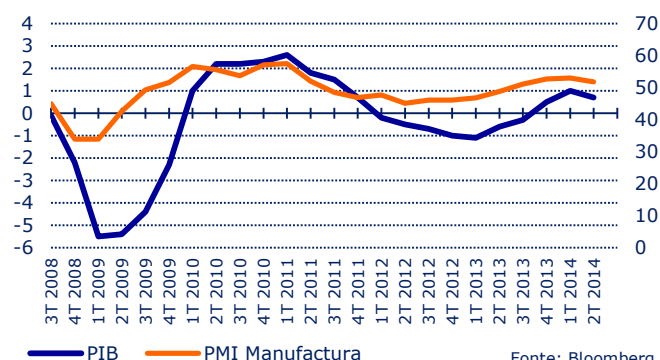
- A Comissão Europeia divulgou recentemente as previsões para as principais economias mundiais, com especial destaque para a Zona Euro, Estados Unidos da América e China. Em termos globais, continua-se a assistir a substanciais disparidades entre os diferentes países e regiões, com reflexo nas revisões em baixa do PIB na segunda metade de 2014, justificado pela fraca procura em algumas economias avançadas e emergentes e devido ao agravamento dos conflitos geopolíticos na Ucrânia e Médio Oriente. Assim sendo, antecipa-se que o PIB mundial cresça 3.3%, 3.8% e 4.1% em 2014, 2015 e 2016, respectivamente.
- Em relação à Zona Euro, as previsões foram revistas em baixo, mais uma vez, antecipando-se uma recuperação lenta da actividade económica para 2014 e anos seguintes. Deste modo, a Comissão prevê um crescimento do PIB em 0.8% em 2014, projectando-se uma ligeira aceleração para 1.1% em 2015 e de 1.7% em 2016. As variáveis que poderão acelerar a actividade económica serão a procura externa e interna, a maior consolidação do sector financeiro, a par dos efeitos das reformas estruturais recentemente aplicadas. Entretanto, as expectativas para a inflação são de um aumento gradual, atingindo no final deste ano 0.5%, enquanto em 2015 e 2016 se estima uma taxa de 0.8% e 1.5%, respectivamente. No entanto, de acordo com a instituição, **a inflação não deverá assumir valores preocupantes nem caminhar para a deflação, devido à recuperação progressiva da economia, aumento dos salários, assim como graças ao declínio do preço da energia e do aumento ligeiro do preço das importações.** As perspectivas para o desemprego são de uma ligeira descida, prevendo-se taxas de 11.6%, 11.3% e 10.8% em 2014, 2015 e 2016, respectivamente. Estas previsões podem ser revistas em baixo, devido ao agravamento dos conflitos geopolíticos, assim como a menor procura doméstica face ao previsto.
- Por outro lado, as perspectivas para a economia norte-americana são bem mais favoráveis do que para a Zona Euro. A Comissão Europeia prevê que o PIB cresça 2.2% este ano e melhore significativamente nos anos seguintes (3.1% em 2015 e 3.2% em 2016). O menor agravamento fiscal e a prossecução de políticas monetárias acomodáticas irão contribuir para acelerar a actividade económica dos EUA. A par disso, espera-se que o mercado de trabalho continue a recuperar de forma significativa (a Comissão Europeia prevê uma taxa de desemprego de 6.3%, 5.8% e de 5.4%, em 2014, 2015 e 2016, respectivamente). Os dados mais recentes dão conta de uma taxa de desemprego de 5.8% em Outubro, que, a continuar assim, ficará abaixo da prevista pela instituição para 2014. A Comissão Europeia chama à atenção para a possibilidade de haver correcções nos mercados norte-americanos quando a política monetária levada a cabo pela Reserva Federal normalizar.
- Na China, o crescimento antecipado pela Comissão para os próximos dois anos é mais baixo do que no passado, esperando que cresça 7.1% e 6.9% em 2015 e 2016, respectivamente. Após uma primeira metade do ano tépida, espera-se que o Governo chinês mantenha as políticas monetária e fiscal e que continue a usar estímulos para conseguir um crescimento de 7.5% para este ano, acima do valor antecipado pela Comissão Europeia de 7.3%. O consumo privado deverá crescer de forma contínua, baseado num aumento constante dos salários reais e da baixa inflação. Os principais riscos que põem em causa estas previsões têm a ver com os desequilíbrios domésticos, como excesso de confiança sobre as despesas de investimento.

Previsões de Outono da Comissão Europeia

	PIB			Taxa de inflação		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Zona Euro	0.8%	1.1%	1.7%	0.5%	0.8%	1.5%
Alemanha	1.3%	1.1%	1.8%	0.9%	1.2%	1.6%
França	0.3%	0.7%	1.5%	0.6%	0.7%	1.1%
Espanha	1.2%	1.7%	2.2%	-0.1%	0.5%	1.2%
Itália	-0.4%	0.6%	1.1%	0.2%	0.5%	2.0%
Portugal	0.9%	1.3%	1.7%	0.0%	0.6%	0.9%
Irlanda	4.6%	3.6%	3.7%	0.4%	0.9%	1.4%
Grécia	0.6%	2.9%	3.7%	-1.0%	0.3%	1.1%
EUA	2.2%	3.1%	3.2%	1.8%	2.0%	2.3%
China	7.3%	7.1%	6.9%	2.4%	2.4%	-
Mundo	3.3%	3.8%	4.1%	-	-	-

Zona Euro - Evolução do PIB e do PMI Manufacturas

(em percentagem; pontos)



ECONOMIAS

PORTUGAL - ORGANISMOS INTERNACIONAIS CAUTELOSOS NO PÓS-TROIKA

□ **Organismos internacionais revêem em baixa crescimento:** As previsões para o crescimento em 2014 e 2015 foram revistas em baixa face às anteriores estimativas entre 0.1-0.3 pontos percentuais (p.p.), mantendo-se, todavia, o cenário de recuperação gradual do ritmo de expansão da actividade. Na sua generalidade, a actualização das previsões resulta de perspectivas menos favoráveis para o comportamento da procura externa (sobretudo em 2014), reflexo de um desempenho esperado menos positivo das exportações e aumento das importações. Face ao desempenho da economia no primeiro semestre de 2014, algumas das previsões agora publicadas para este ano parecem assumir uma postura excessivamente cautelosa, na medida em que implicam ou uma forte revisão em baixa do crescimento nos primeiros seis meses do ano, ou uma contracção da actividade na segunda metade do ano, cenário este a que atribuímos uma reduzida probabilidade. **A avaliação dos riscos associados aos cenários traçados por estes organismos são, na sua essência, idênticos, prendendo-se com a possibilidade de que a redução do esforço reformista e de consolidação das contas públicas se reflecta negativamente na capacidade de crescimento, tanto por via de redução do contributo do sector externo, como por via de uma deterioração das condições de financiamento da economia.** No campo das reformas, é de salientar a referência do FMI, mas também mencionada por outros organismos, da necessidade de que sejam implementadas reformas que facilitem a redução da alocação de recursos produtivos a sectores protegidos e pouco competitivos, permitindo que os mesmos recursos sejam direccionados para os sectores transaccionáveis. Do conjunto das previsões publicadas, destacam-se também as diferenças existentes nas estimativas para o deflator do PIB. De facto, observa-se alguma disparidade nas previsões do governo e Comissão Europeia face às do FMI e EIU, o que terá consequências importantes na evolução, por exemplo, dos níveis de endividamento público e privado (ver artigo sobre OE 2015).

□ **Taxa de desemprego cai no 3T14:** Naquele trimestre a taxa de desemprego situou-se em 13.1%, menos 0.8 p.p. do que no trimestre anterior e menos 2.4 p.p. do que no período homólogo, o que aponta para que a taxa de desemprego anual se situe em torno dos 14.1-14.3% no conjunto do ano, em linha com as previsões do FMI (14.2%) e da OCDE (14.1%), mas ligeiramente abaixo das estimativas da Comissão Europeia (14.5%) e da EIU (814.6%). Relativamente ao comportamento do emprego salientam-se os seguintes aspectos: aumento da população empregada em 1.1% qoq e 2.1% yoy, predominantemente através da realização de contractos a prazo, +8.5% qoq e +9.2% yoy, enquanto os contractos sem termo avançaram 1.2% qoq e 5.4% yoy. Foi positiva a evolução dos empregados a tempo completo, +1.2% qoq e +3.3%, enquanto que os contractos a tempo parcial, normalmente associados a situações de subemprego, aumentaram 0.7% qoq, mas caíram 5% yoy. Quanto ao desemprego, embora se assista à redução do número de indivíduos nessa situação, continua a ser preocupante a evolução do número de desempregados de longa duração, os quais representam 67% do total dos desempregados, menos 0.5 p.p. do que no trimestre anterior, mas mais 3.5 p.p. do que há um ano atrás.

Previsões para a economia portuguesa			
	2014	2015	2016
FMI	0.8%	1.2%	1.3%
CE	0.9%	1.3%	1.7%
EIU	0.6%	1.1%	1.3%
OCDE	0.8%	1.3%	1.5%
Governo	1.0%	1.5%	-

Saldo orçamental em % do PIB			
	2014	2015	2016
FMI	-5.0%	-3.4%	-3.3%
CE	-4.9%	-3.3%	-2.8%
EIU	-4.8%	-3.0%	-2.8%
OCDE	-4.9%	-2.9%	-2.3%
Governo	-4.8%	-2.7%	-

Saldo balança corrente em % do PIB			
	2014	2015	2016
FMI	0.6%	0.4%	0.2%
CE	-0.2%	0.1%	0.3%
EIU	0.6%	1.0%	1.1%
OCDE	-0.4%	0.5%	1.0%
Governo	0.3%	0.3%	-

Deflator do PIB			
	2014	2015	2016
FMI	0.0%	0.4%	1.0%
CE	1.1%	1.4%	1.5%
EIU	-	-	-
OCDE	0.9%	0.7%	0.9%
Governo	1.0%	1.5%	-

Previsões Económicas BPI - Portugal			
	2013	2014	2015
Consumo privado	-1.7	1.2	0.9
Consumo público	-1.8	-0.3	0.5
Investimento	-7.3	4.3	3.0
Exportações	6.1	3.5	3.0
Importações	2.8	4.5	2.2
PIB	-1.4	1.0	1.5
Défice Orçamental (PDE)	4.9	4.8	2.7
Déf. orçam. s/ medidas extraordinárias	5.3	6.8	2.7
Taxa de inflação média	0.3	-0.3	0.6
Taxa média de desemprego	16.3	14.2	14.0

ESPAÑA - RETOMA SUSTENTADA

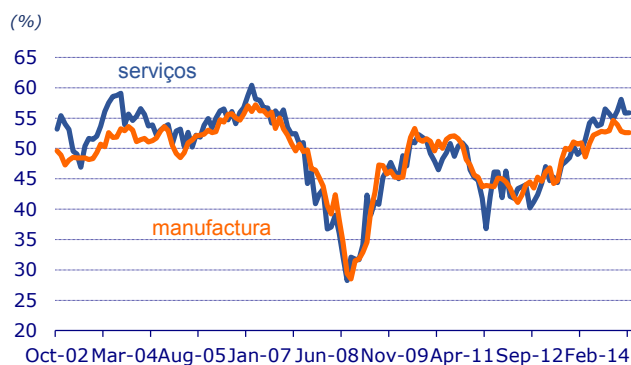
□ **Crescimento consolida-se:** A primeira estimativa para o crescimento económico no 3T14, confirma um cenário de sustentabilidade para a retoma da actividade. Naquele trimestre o PIB avançou 0.5% em cadeia. Entretanto, a informação disponível para o quarto trimestre indica que o ritmo de expansão poderá manter-se em torno dos 0.5-0.6% sugerindo que a economia poderá crescer 1.2-1.3% no conjunto do ano. A procura interna continua a ser o principal factor de expansão, mas verifica-se um desempenho mais positivo das exportações na segunda metade do ano. Destaca-se o facto da melhoria da actividade reflectir melhorias estruturais, nomeadamente ao nível da competitividade, expansão do comércio externo e redução dos níveis de endividamento.

□ **Comissão Europeia aponta para aceleração da actividade:** No triénio 2014-16, o produto deverá crescer 1.2%, 1.7% e 2.2%, respectivamente, beneficiando de contributos positivos da procura interna e neutros do comércio internacional. Os factores que favorecem um cenário mais benigno para o crescimento são melhorias no mercado de trabalho – ainda que o desemprego permaneça elevado –, ganhos no rendimento disponível das famílias e condições de financiamento muito acomodáticas. Estas tenderão a favorecer a actividade do sector produtivo, favorecendo a expansão do sector transaccional. A depreciação da moeda única e ganhos de competitividade também contribuirão para o desenvolvimento do sector exportador. Depois de um crescimento médio anual de 2.7% entre 1995-2010, os custos laborais caíram 1.5%, em termos médios anuais, entre 2011-13; e em 2014, antecipa-se uma queda de 0.1%, a que se seguirá uma recuperação moderada nos dois anos seguintes: entre 0.3-0.4%. Este comportamento mais positivo das exportações será visível na evolução das balanças comercial e corrente. A Comissão Europeia estima a redução do défice comercial espanhol no período em análise, antecipando que em 2016, o saldo se situe em -0.2% do PIB; quanto à evolução da balança corrente, as expectativas apontam para um nível próximo de 1% do PIB em 2016. A avaliação dos riscos por parte de CE são desfavoráveis, estando principalmente associados a factores externos, nomeadamente a possibilidade de arrefecimento mais acentuado do que o esperado na zona euro como um todo.

Previsões macroeconómicas da Comissão Europeia

	2013	2014P	2015P	2016P
PIB	-1.2	1.2	1.7	2.2
Consumo privado	-2.3	2.0	2.0	2.2
Consumo público	-2.9	0.4	-1.4	-0.4
Investimento	-5.1	1.1	4.2	5.0
Exportações	4.3	3.8	4.9	5.8
Importações	-0.5	4.8	5.1	6
Taxa de inflação	1.5	-0.1	0.5	1.2
Taxa de desemprego	26.1	24.8	23.5	22.2
Défice público, % do PIB	-6.8	-5.6	-4.6	-3.9
Saldo da conta corrente, % do PIB	1.5	0.5	0.7	0.9

PMI próximo de máximos históricos



Indicadores económicos mais recentes

	May/14	Jun/14	Jul/14	Aug/14	Sep/14	Oct/14
Consumo privado						
Indicador de confiança dos consumidores	-7.0	-4.0	-8.0	-6.0	-10	-10
Indicador de confiança do retalho	7.2	6.0	6.0	9.0	6.9	6.3
Índice de vendas no retalho, deflacionado, tvh	0.8	0.0	-0.1	-0.9	2.9	-
Vendas de automóveis ligeiros, tvh	16.9	23.9	10.9	14.1	26.2	26.15
Investimento						
Índice de prod. industrial de bens de equip., tvh	-0.3	-0.3	-0.8	-7.8	-	-
Carteira de encomendas de bens de equip.	-9.0	-32.0	-17.0	-11.0	-20	-
Importações de bens de equipamento, tvh	25.5	15.4	30.9	-1.0	-	-
Indicador de disponibilidades de bens de equip.	11.5	10.2	-9.4	4.5	-	-
Vendas de automóveis comerciais, tvh	54.2	22.9	17.2	16.4	20.41	35.33
Procura externa						
Exportações de bens e serviços, tvh	-2.5	1.5	10.7	-1.0	-	-
Importações de bens e serviços, tvh	6.2	7.7	14.9	2.21	-	-
Actividade Industrial						
Índice de produção industrial	2.5	0.7	0.9	0.6	-	-
Indicador de confiança na indústria	-8.0	-7.4	-5.7	-5.7	-5.7	-6
Carteira de encomendas à indústria	-14.3	-19.1	-15.9	-12.2	-12.3	-14
Utilização da capacidade instalada	-	74.1	-	-	75.3	-
Índice PMI manufacturas	52.9	54.6	53.9	52.8	52.6	52.6
Construção						
Consumo de cimento	-2.9	-2.0	5.0	-3.2	6.14	-
Indicador de confiança na construção	-48.3	-64.6	-40.0	-33.5	-31.5	-19.6
Carteira de encomendas	-57.1	-70.2	-50.9	-48.4	-41	-26
Mercado de trabalho						
Inscritos na segurança social, tvh	2.2	1.3	2.0	2.1	2	2.38
Desempregados, tvh	-6.5	-6.6	-5.9	-5.8	-5.86	-5.91
Taxa de desemprego, taxa média mensal	24.7	24.5	24.3	24.2	24	-

Fonte: Banco de Espanha, Markit Economics, Eurostat

ECONOMIAS

MÉXICO - RECUPERAÇÃO DA ACTIVIDADE, COM SECTOR INDUSTRIAL A LIDERAR

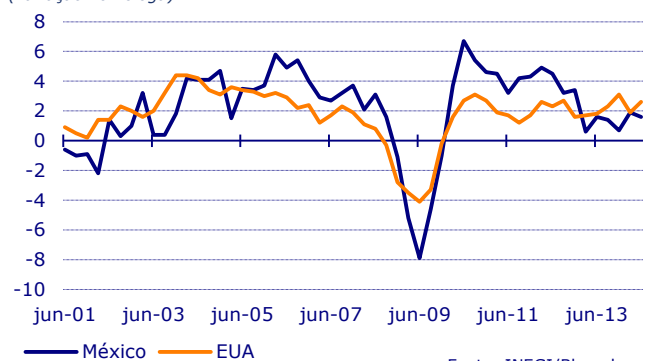
□ **O sector industrial continua a ser o principal motor do crescimento.** O Indicador de actividade mensal (IGAE) registou em Agosto um crescimento anual de apenas 1.4%, que compara com +2.5% em Julho e +2.8% em Junho. Em termos mensais, o índice recuou 0.2%, resultado de performances menos positivas nos sectores da agricultura (-0.42%) e serviços (-0.24%), enquanto as actividades secundárias cresceram (+0.37). Apesar do bom desempenho da indústria, será importante que os dados de Setembro reflectam uma recuperação do sector dos serviços para o bom desempenho da actividade económica. O indicador PMI para a indústria transformadora acelerou em Outubro para 53.3 pontos face a 52.6 em Setembro, confirmando que o crescimento do sector se encontra sólido, e que deverá continuar a expandir no terceiro trimestre.

□ **A recuperação da actividade industrial traduziu-se num melhor desempenho do sector exportador não petrolífero.** O saldo da balança comercial surpreendeu em Setembro, apresentado um excedente de USD 590 milhões, depois de em Agosto ter registado um défice de USD 1.1 mil milhões. Em termos acumulados desde o início do ano, o défice fixou-se em USD 1.8 mil milhões, que compara com um défice de USD 3 mil milhões, em igual período do ano anterior. A melhoria na balança comercial resultou de uma recuperação das exportações, que avançaram 2.7% m/m e 9.2% y/y, enquanto as importações recuaram 2.4% m/m e cresceram 9.6% y/y. Por trás deste bom desempenho das exportações esteve uma aceleração do crescimento das exportações não petrolíferas que avançaram 11.6% y/y, sendo que as exportações da indústria transformadora cresceram 16.6% em Setembro, enquanto as exportações de automóveis também cresceram a um bom ritmo (+10.3% y/y). O crescimento das importações ficou aquém do avanço nas exportações, mas o aumento aponta para sinais de ligeira retoma da procura interna.

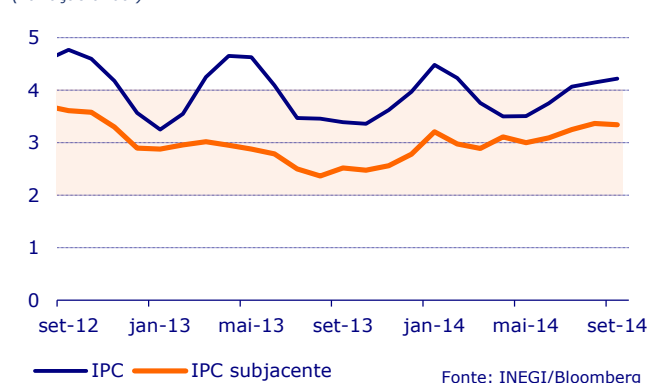
□ **Entretanto, a inflação voltou a registar um novo máximo, com uma variação mensal de +0.44%, que resultou num aumento da taxa de variação anual para 4.22% y/y em Setembro,** face a 4.15% y/y em Agosto. Contudo, o Banco Central considerou que os riscos parecem ser reduzidos, uma vez que não há pressões do lado da procura e o crescimento dos bens agro-pecuários parece estar a ceder. De facto, a inflação subjacente encontra-se bastante mais contida, sendo que a taxa de variação homóloga recuou ligeiramente em Setembro para 3.34%, face a 3.37% no mês anterior. Neste contexto, o Banco Central do México manteve a taxa de política monetária inalterada em 3%. Apesar da pressão do crescimento dos preços, a autoridade monetária considera que as expectativas se encontram bem ancoradas. Relativamente ao crescimento da actividade, espera-se que o crescimento dos Estados Unidos juntamente com as reformas estruturais internas, contribuam para compensar os riscos da deterioração do contexto global.

Crescimento do PIB real trimestral

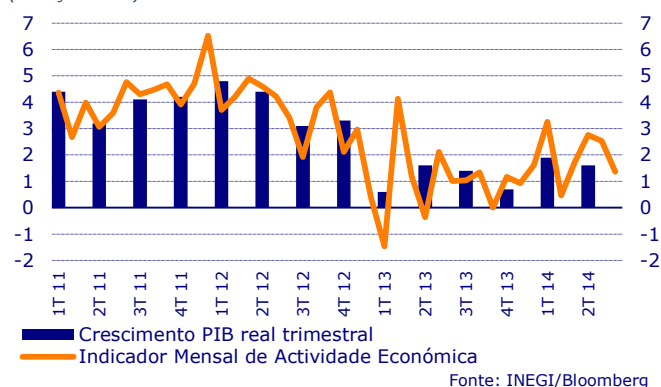
(variação homóloga)

**Inflação**

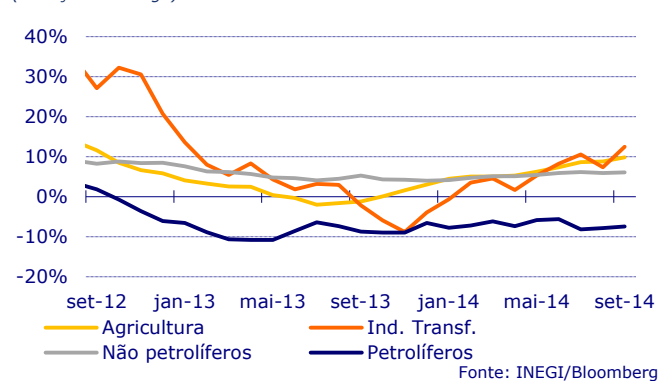
(variação anual)

**PIB e Indicador Mensal de actividade económica**

(variação anual)

**Exportações**

(variação homóloga)



ANGOLA - BANCO NACIONAL DE ANGOLA AUMENTA A TAXA DE JURO DE REFERÊNCIA PARA 9%

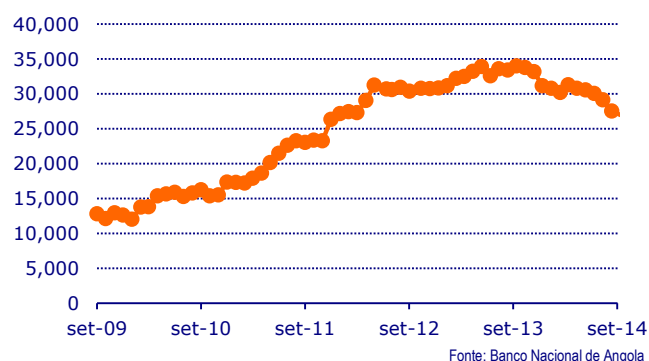
□ **O Comité de Política Monetária do Banco Nacional de Angola decidiu, na última reunião, aumentar em 0.25 pontos percentuais a taxa de juro de referência (taxa BNA) para 9%.** Em causa poderá estar o aumento dos combustíveis, com impacto na taxa de inflação, mas também o aumento da despesa pública e a pressão sobre a taxa de câmbio. Relativamente à taxa de juro da facilidade permanente de liquidez e de absorção de liquidez, o BNA optou por não fazer alterações, mantendo-se em 9.75% e 1.75%, respectivamente. A taxa de inflação em Setembro registou uma variação de 0.63% face ao mês anterior, enquanto a taxa de inflação homóloga aumentou para 7.19%, face a 7.05% registado no mês anterior. Estes dados parecem ainda não reflectir as consequências da medida recentemente aplicada pelo governo angolano de aumento em 25% no preço da gasolina e do gasóleo, para KZ 75 e KZ 50, respectivamente.

□ **A produção petrolífera recuperou nos últimos meses, sugerindo que os problemas técnicos que estavam a condicionar a produção já foram ultrapassados.** De acordo com o relatório de Outubro da IEA (International Energy Agency), a produção de petróleo no terceiro trimestre aumentou para 1.72 milhões de barris por dia (mbd), que compara com uma média de 1.63 registada no trimestre anterior. Esta retoma constitui um factor importante para compensar o movimento descendente dos preços do petróleo. Ainda assim, as receitas da exportação de petróleo voltaram a ficar aquém do desejado, reflectindo a queda nos preços do petróleo, que registou um novo mínimo de USD 85 em Outubro. As receitas acumuladas durante os primeiros 9 meses do ano ascenderam a USD 47 mil milhões, registando-se uma quebra relativamente a um total de receitas de USD 50 mil milhões, obtidas em igual período do ano anterior. Para além disso, importa destacar que esta quebra de receitas se continuou a reflectir nas reservas internacionais líquidas, que em Setembro diminuíram mais uma vez, prosseguindo a tendência decrescente iniciada em Março deste ano, fixando-se nos USD 26.98 mil milhões.

□ **Foram divulgados, ainda, os resultados preliminares dos Censos 2014, que demonstram que a população angolana quadruplicou nos últimos 44 anos,** prevendo-se que tenha atingido 24.3 milhões este ano. Para além disso, outro dado relevante é a forte concentração da população em certas regiões do país, nomeadamente em Luanda, reunindo-se, nesta província, 26.8% da população total. Em termos de distribuição por sexo, 51.6% dos indivíduos são do sexo feminino e 48.4% do sexo masculino. Por fim, importa destacar que a população angolana reside, principalmente, na zona urbana, com 62.3%, em contraste com 37.7% registado para a zona rural.

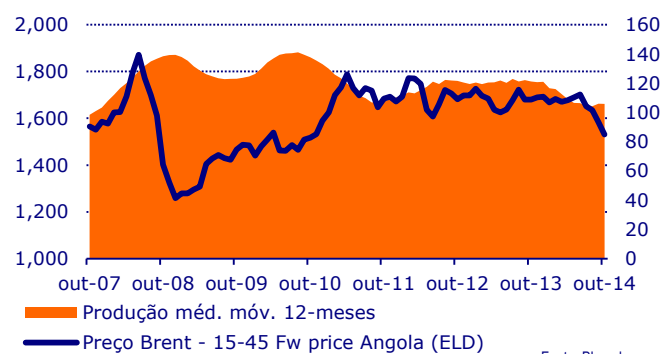
Reservas Internacionais

(em milhões de USD)



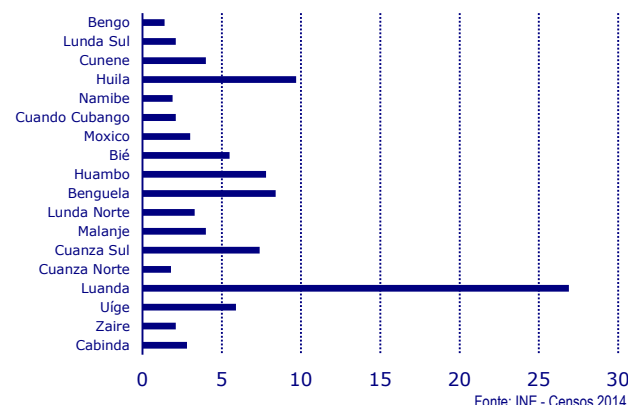
Produção petrolífera em Angola

(milhões de barris por dia; USD por barril)



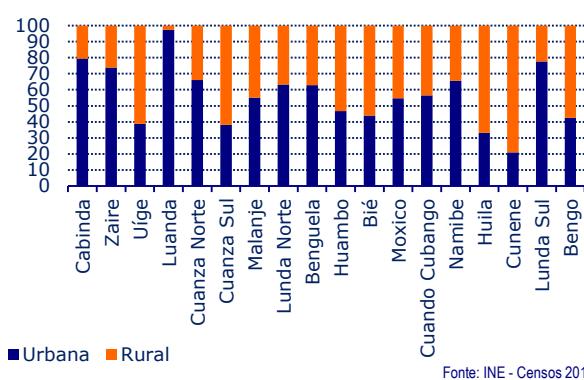
População residente por província

(em percentagem do total)



População residente por província e área de residência

(em percentagem do total)



ECONOMIAS

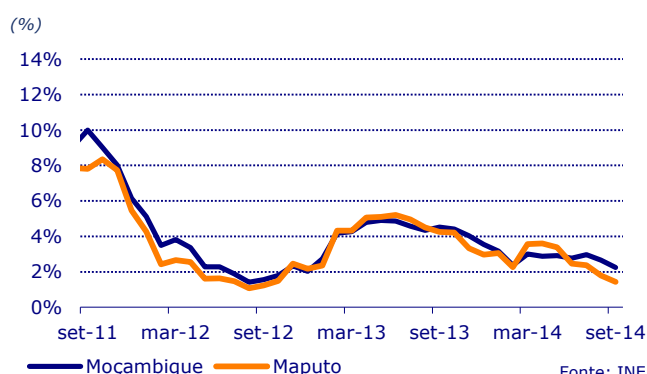
MOÇAMBIQUE - SUBIDA DE 15 POSIÇÕES DO RANKING DO DOING BUSINESS

□ Após uma campanha eleitoral tensa e tumultuosa, as eleições acabaram por decorrer com uma relativa normalidade, ainda que os membros da oposição continuem a alegar ilegalidades na contagem dos votos. Os resultados provisórios apontam para uma vitória do candidato presidencial da Frelimo (Felipe Nyusi), sem grandes surpresas, que deve manter a maioria no Parlamento (com 144 dos 250 lugares no parlamento, sendo que em 2009 a Frelimo tinha conseguido 191 lugares), ainda que com um reforço considerável dos partidos da oposição (Renamo com 89 e MDM com 17). A actividade económica na primeira metade do ano cresceu a um bom ritmo (7.5% y/y no 1T e 6.9% y/y no 2T), mas o indicador de confiança de Agosto apontou para uma deterioração do clima económico, que poderá ter estado relacionada com a tensão nos meses que se antecederam às eleições. Apesar de se prever que as hostilidades políticas se mantenham (dado que apesar da Frelimo manter a sua posição dominante, perante uma composição do parlamento agora mais equilibrada, a pressão para ceder a determinadas exigências das forças da oposição será certamente maior) espera-se que o período mais conturbado possa ter sido ultrapassado, e que nos próximos meses a estabilidade política possa contribuir para o bom andamento da actividade económica.

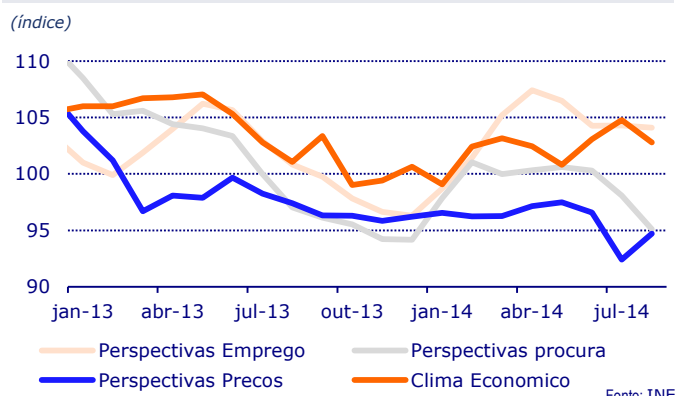
□ Moçambique subiu 15 posições no *ranking* dos melhores países para fazer negócio, avançando da posição 142 para a 127 no exercício de 2015, num conjunto de 189 países. De acordo com os dados do relatório, Moçambique melhorou bastante nas componentes de acesso ao crédito (+47 posições), facilidade de registo de propriedade (+24 posições) e resolução de processos de insolvência (+46 posições). Em contrapartida, Moçambique deixou-se ultrapassar na avaliação da facilidade de iniciar um negócio (em que desceu 12 posições) e no pagamento de impostos (desceu 6 posições). Refira-se ainda que em termos da avaliação da distância à fronteira, que permite avaliar a distância de Moçambique para o país que apresenta o melhor desempenho (em que numa escala de 0 a 100, 0 representa o pior desempenho e 100 representa a fronteira), Moçambique reduziu a distância relativamente à melhor classificação em 4.7 pontos percentuais. Ainda que as decisões de investimento directo estrangeiro, no caso de Moçambique, permaneçam associadas à exploração dos recursos naturais, esta melhoria de competitividade é importante para apoiar o crescimento do investimento em outras actividades económicas.

□ O crescimento do nível geral dos preços permanece sob controlo, com a taxa de inflação a flutuar bastante abaixo dos 3%. A taxa de inflação anual em Maputo abrandou para 1.4% em Setembro, face a um crescimento de 1.8% y/y em Agosto, e em termos mensais os preços registaram uma queda de 0.5%, sendo este o quinto mês consecutivo em que os preços descem. O Banco Central continua a justificar esta queda nos preços com o aumento da oferta de bens alimentares e pela estabilização do câmbio. Apesar dos riscos reduzidos de inflação, na última reunião do Comité de Política Monetária (MPC), o Banco de Moçambique decidiu manter as taxas de juro das facilidades permanentes de depósito e cedência em 1.50% e 8.25%, respectivamente, e o coeficiente de reservas mínimo obrigatório em 8%.

Inflação



Indicador de clima económico



Ranking Doing Business

	DB 2015 Rank	DB 2014 Rank	Variação no ranking	DB 2015 DTF** (p.p.)	DB 2014 DTF** (p.p.)	Variação (p.p.)
Doing Business	127	142	↑ 15	56.9	52.2	↑ 4,7
Início de Negócio	107	95	↓ -12	83.0	82.8	↑ 0,2
Obtenção de licenças de construção	84	87	↑ 3	73.3	72.6	↑ 0,7
Obtenção de electricidade	164	163	↓ -1	54.7	53.1	↑ 1,5
Registo de propriedade	101	125	↑ 24	64.5	58.2	↑ 6,3
Acesso ao crédito	131	178	↑ 47	30.0	5.0	↑ 25
Protecção dos investidores minoritários	94	91	↓ -3	51.7	51.7	- 0
Pagamento de impostos	123	117	↓ -6	66.9	66.9	- 0
Comércio internacional	129	128	↓ -1	64.8	64.2	↑ 0,6
Cumprimento de contractos	164	164	- 0	39.8	39.8	- 0
Resolução de processos de insolvência	107	153	↑ 46	40.8	27.7	↑ 13,1

Fonte: Banco Mundial.

Luísa Teixeira Felino

ÁFRICA DO SUL - CRESCIMENTO DO PIB REVISTO EM BAIXA, SECTOR CHAVE EM QUEDA

□ O FMI voltou a rever em baixa a sua previsão de crescimento para a economia sul-africana, isto após já terem sido feitas revisões em baixa no relatório de Abril e na actualização de Julho. Assim, a mais recente previsão do FMI aponta para um crescimento de 1.4% em 2014 e 2.3% em 2015, respectivamente 0.3p.p. e 0.4p.p. abaixo da previsão anterior. No seu relatório, o FMI voltou a sublinhar os efeitos nocivos para o crescimento económico das tensões sentidas nas indústrias chave, que incluem greves de longa duração e baixa confiança empresarial, tal como os consecutivos atrasos na reparação das falhas na rede infra-estrutural.

□ Os relatórios de actividade para os sectores das manufacturas e extracção mineira voltaram a mostrar debilidades em Agosto. Efectivamente, a produtividade do sector das manufacturas caiu 1.2%, comparado com o mesmo mês de 2013, resultado para o qual contribuíram vários subsectores, tendo os maiores contributos sido registados nos produtos de madeira (-1.1p.p.) e produtos petrolíferos (-0.9p.p.). Contrariando a tendência observada nos períodos anteriores, o sector automóvel registou os maiores ganhos do período, aumentando a produção em 31.7% y/y, o que representa um contributo de 3.4p.p. Mais preocupante é o sector de extracção mineira, onde se observou uma contracção de 10.1% no valor da produção, em comparação com o período homónimo. A produção de platina continua a registar as maiores perdas, com a produção a cair 45% y/y, o que representa um contributo de -11.6, apenas compensado por aumentos na produção de ferro.

□ A inflação na África do Sul em Setembro registou uma queda de 0.5p.p., posicionando-se nos 5.9% y/y, registando-se assim o retorno a valores da inflação dentro do alvo apontado pela Reserva Sul-Africana (inflação abaixo dos 6%). O preço dos alimentos e bebidas não-alcoólicas, categoria principalmente responsável pelo aumento da inflação, registou uma redução do crescimento dos preços, de 9.4% em Agosto para 8.4% y/y na mais recente leitura, seguindo-se um aumento de 5.8% y/y no preço dos artigos domésticos, o qual incluí um aumento de 4.9% y/y no preço das rendas. O preço dos combustíveis aumentou 1.1% y/y, tendo diminuído 4.8% face ao mês anterior.

□ O índice de confiança do consumidor voltou a cair para -1 no terceiro trimestre, aumentando a diferença para com a média de longo curso (+5) mas estando ainda acima do resultado homólogo de -8 pontos. Face ao trimestre anterior registou-se um agravamento da leitura da situação financeira do agregado familiar, porém registou-se um aumento na propensão das famílias para a compra de bens duradouros. Quanto ao indicador de confiança das empresas, este aumentou cinco pontos para 46 (de 100), sendo este o primeiro aumento notável em 2014, um resultado que se deve principalmente a aumentos substanciais nos níveis de confiança nos sectores grossista e de retalho, mas que foi compensado pelo sector automóvel, que no terceiro trimestre registou a única deterioração dos níveis de confiança.

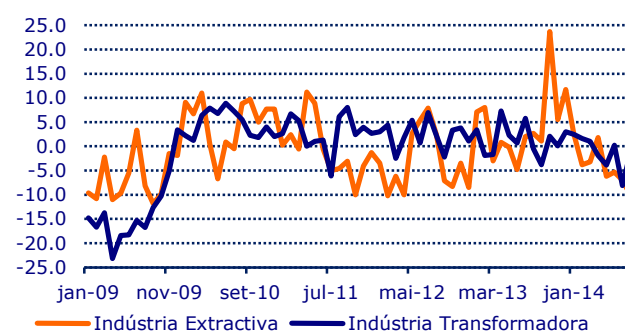
Previsões de Outono, África do Sul - FMI

	2013	2014p	2015p
PIB (%)	1.9	1.4	2.3
Inflação (%)	5.8	6.3	5.8
Conta Corrente (% PIB)	-5.8	-5.7	-5.6
Conta Corrente (USD MM)	-20.4	-19.6	-19.9
Desemprego (%)	24.7	25.2	25.0

Fonte: World Economic Outlook, Outubro 2014

Produção das Indústrias-Chave Sul-Africanas

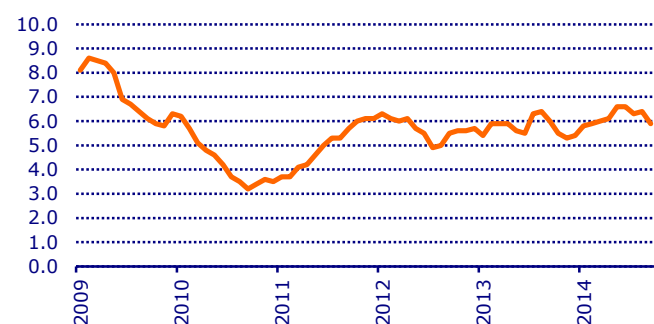
(variação da produção, %)



Fonte: Statistics South Africa

Inflação

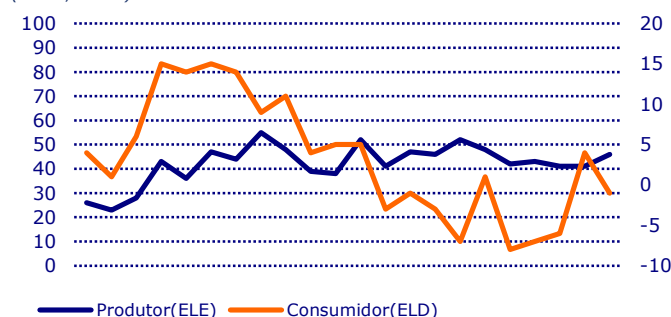
(%)



Fonte: Statistics South Africa

Índices de confiança

(índice; índice)



Fonte: Bureau for Economic Research SA

• MERCADO CAMBIAL

MERCADOS

MOEDAS NÓRDICAS MAIS FRACAS

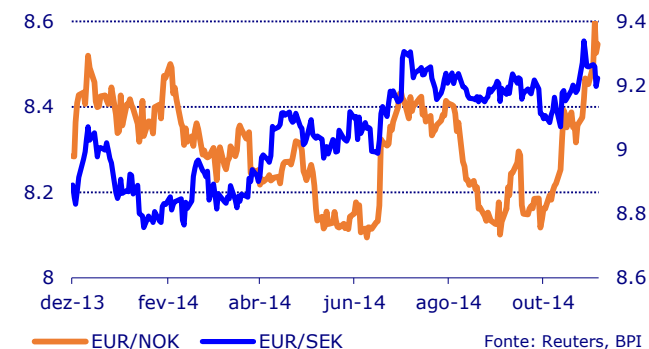
▫ **A degradação do ambiente económico tanto na Suécia como na Noruega, assim como a recente decisão do banco central da Suécia em colocar os juros de referência em zero (abrindo perspectiva para que o banco da Noruega faça o mesmo), estão a levar à perda de atracção das coroas sueca (SEK) e norueguesa (NOK).** Com efeito, no final de Outubro, o Riksbank da Suécia cortou a sua taxa repo de 0.25% para zero, justificando a acção com a necessidade de criar condições para o surgimento de inflação (que tem sido negativa). Por outro lado, anunciou que só em meados de 2016 regressará a subida dos juros. Em termos de crescimento, o banco central prevê taxas anuais de 1.9% em 2014 e de 2.7% em 2015. Assim, nos últimos meses, a depreciação da SEK tem reflectido a situação de inflação negativa e de queda das taxas de juro. O EUR/SEK alcançou recentemente as 9.38 coroas por euro, valores de transacção ocorridos em 2010 e 2011 (posteriormente, em Agosto de 2012, este câmbio chegou ao mínimo 8.21).

▫ **No caso da NOK, o movimento de depreciação está sobretudo ligado ao forte movimento de queda do preço do petróleo, registado nos últimos meses.** De facto, o valor da NOK tem sido sensível à evolução do preço desta importante *commodity*, dado ser a principal fonte de receita do país. Apesar das expectativas de investidores, analistas e operadores de mercado, o banco central tem mantido persistentemente a sua principal taxa de política monetária em 1.5%, desde Março de 2012. Com efeito, em termos do cenário macro, a taxa de inflação tem-se mantido estável (perto dos 2.5%), mas há sinais de aumento do desemprego e de diminuição do consumo doméstico. Desde Outubro, a NOK depreciou-se perto de 7% contra o EUR, tendo o EUR/NOK subido de 8.10 para 8.65 (no mesmo período, o preço do Brent caiu de 97 para 83 dólares o barril, uma variação de -14%).

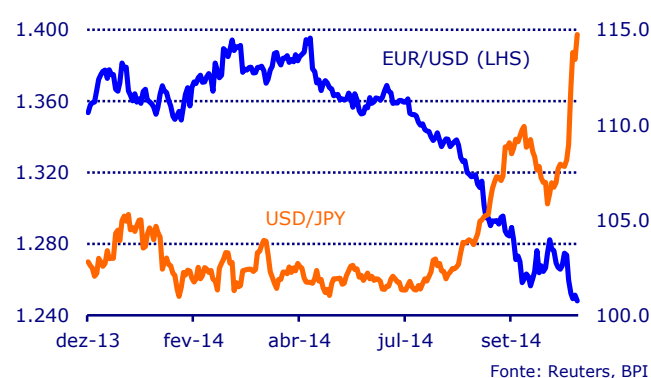
▫ **O dólar continua a beneficiar da divergência de cenários nas duas margens do Atlântico:** nos EUA, confirma-se a pujança económica através de indicadores de actividade, de sentimento dos agentes económicos e da constante melhoria do mercado de trabalho, para além de ter sido encerrado o QE por parte da Fed; na Zona Euro, mantém-se morosa a consolidação económica, dadas as actuais preocupações com o maior equilíbrio das contas públicas dos estados-membros, e com o BCE a realizar programas de recompra de activos nas carteiras dos bancos, cedendo liquidez, ao mesmo tempo que se assiste à paragem da queda tanto da inflação como das expectativas dos agentes económicos (em níveis mínimos). Neste contexto, o valor do EUR/USD poderá rondar durante algum tempo os 1.25, embora a possibilidade de aproximação de 1.20, a médio prazo, seja forte. O dólar também está a valorizar-se de forma significativa perante o iene, depois de anunciado um novo programa de injeção de liquidez no mercado por parte do BoJ. Com um montante máximo de USD 725 mil milhões, esta nova medida levou o USD/JPY para níveis máximos dos últimos 7 anos, a cortejar os 115 ienes por dólar.

Tanto a coroa sueca (SEK) como a coroa norueguesa (NOK) têm vindo a perder valor para o euro

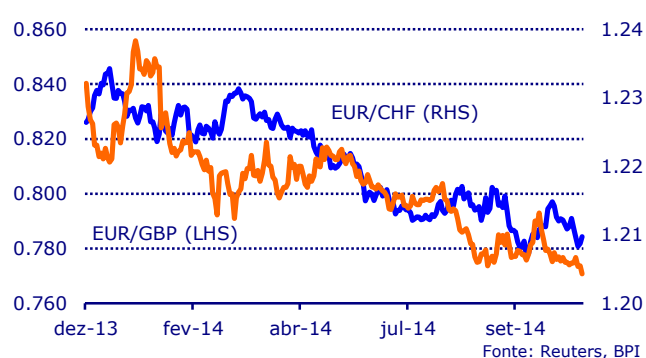
(x coroas suecas por EUR; x coroas norueguesas por EUR)


O dólar faz o pleno e aprecia-se de forma significativa em relação ao euro e ao iene

(x dólares por EUR; x ienes por USD)


O euro não acumula factores favoráveis e mantém depreciação perante libra e franco suíço

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


JPY acumula altos níveis de volatilidade

06.Nov.14

Moedas	Nov	últimos 6 meses	último ano
EUR/USD	8.3555	5.3259	5.7126
USD/JPY	13.3800	7.2620	7.4279
EUR/JPY	11.1508	6.6575	7.6696
EUR/GBP	5.2684	5.2139	5.3684
EUR/CHF	1.3628	1.3402	2.0534

Fonte: BPI.

Agostinho Leal Alves

MERCADOS

MERCADO CAMBIAL (moedas emergentes)

MOEDAS EMERGENTES POUCO ATRACTIVAS

□ **O cenário económico nalgumas importantes economias emergentes está a tornar-se gradualmente mais débil, de acordo com um cenário de produção e consumo mais fracos e de quebra significativa de receitas no negócio das matérias-primas, concretamente do petróleo e do gás natural, de que as suas contas dependem de forma significativa.** De alguma forma estão a concretizar-se as previsões feitas no início do ano de que as economias emergentes perderiam vigor, regressando o motor do mundo aos EUA, embora as restantes economias ocidentais também mostrem dificuldades em acompanhar o ritmo americano.

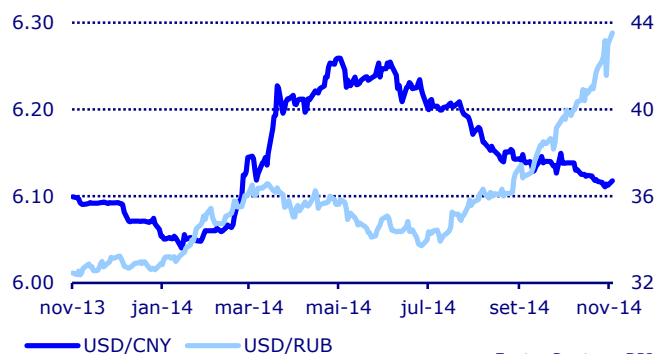
□ **A China, segundo os últimos dados divulgados, deverá crescer 7.3% em 2014, a taxa anual mais fraca dos últimos anos e abaixo da estimativa das autoridades de 7.5%.** Por outro lado, a produção industrial chinesa e o sentimento do sector estão em queda progressiva, sabendo-se que fábricas e armazéns estão a acumular *stocks*. Por outro lado, o mercado das *commodities* tornou-se menos rentável face à queda dos preços (embora o custo seja menor no caso da importação de crude e derivados). Mesmo assim, o yuan (CNY) tem vindo a desenhar uma nova tendência de apreciação face ao dólar, embora possa voltar a retroceder de acordo com os novos dados, sendo mesmo do interesse das autoridades estabilizar a moeda. Em termos de USD/CNY, 6.12 poderá ser um bom nível para um mercado mais tranquilo.

□ **A Rússia tem assistido a uma degradação da situação económica, sobretudo com o impacto negativo das sanções económicas em virtude da crise ucraniana e igualmente da descida do preço do petróleo.** A balança corrente é fortemente dependente das receitas fiscais obtidas com a exportação do petróleo e do gás (por isso foi conveniente ter um acordo celebrado com a Ucrânia no fornecimento de gás), sendo problemático se o preço de ambos vierem para níveis que ponham em risco o equilíbrio financeiro. Por outro lado, tem-se acentuando a fuga de capitais e as poupanças domésticas têm sido alteradas para depósitos em moeda estrangeira (o banco central reportou para os primeiros 9 meses do ano uma saída de capitais correspondente a cerca de 85 mil milhões de dólares). Este movimento deverá ter-se agravado, pois entre Setembro e Outubro o rublo (RUB) depreciou-se 16% face ao dólar. O USD/RUB encontra-se no nível máximo 43 rublos por dólar.

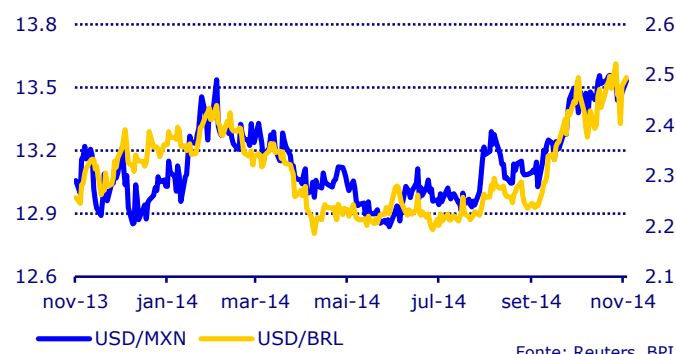
□ **No Brasil, o valor do défice público em Setembro mostra um agravamento considerável, 20.4 mil milhões de reais (BRL), nível que não era alcançado há alguns anos.** Este desequilíbrio, mais a pressão na inflação aguardam o mandato renovado da Presidente Dilma Rousseff, que terá de reconquistar a confiança dos mercados. Para já, o USD/BRL corteja os 2.50, o que poderá ser uma ajuda à reanimação da actividade económica, mas colocará novos desafios no que toca à inflação.

Rublo russo (RUB) acentua depreciação face ao dólar; Yuan chinês (CNY) deverá estabilizar

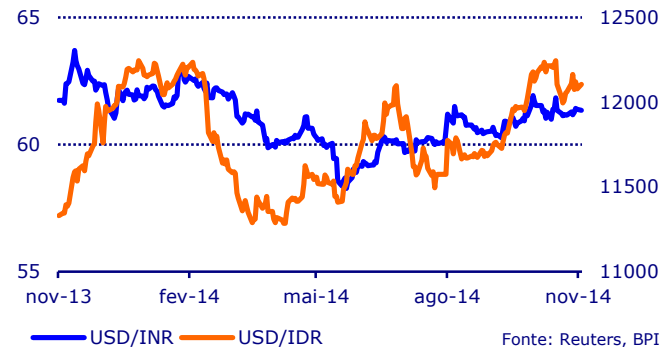
(x yuans por USD; x rublos por USD)


Num cenário instável, real do Brasil (BRL) e peso do México (MXN) mantêm-se fracos face ao dólar

(x pesos por USD; x reais por USD)


A rupia da Índia (INR) e rupia da Indonésia (IDR) continuam a perder valor para o dólar

(x rupias por USD; x rupias por USD)


Lira turca (TRY) e rand da África do Sul (ZAR) corrigiram perante o USD, devendo estabilizar

(x rands por USD; x liras turcas por USD)



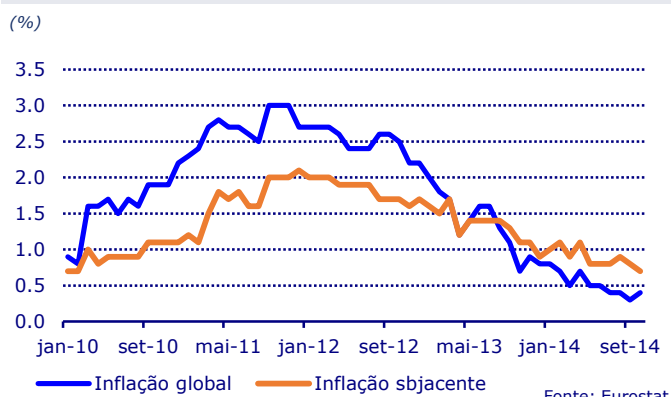
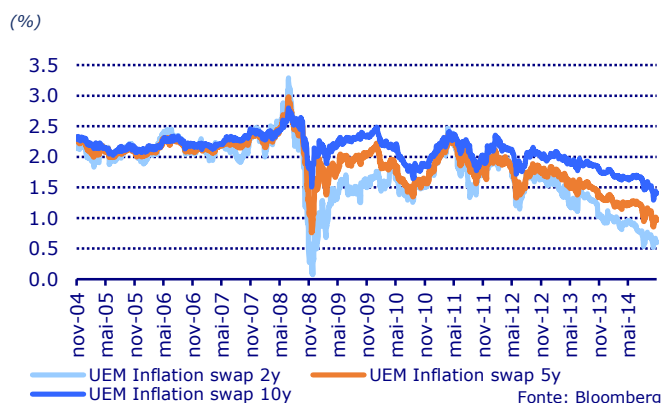
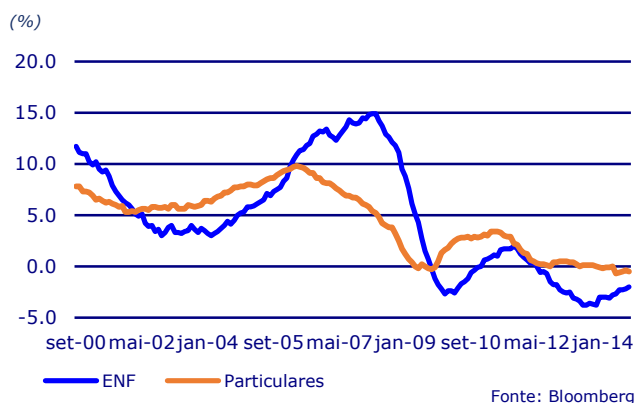
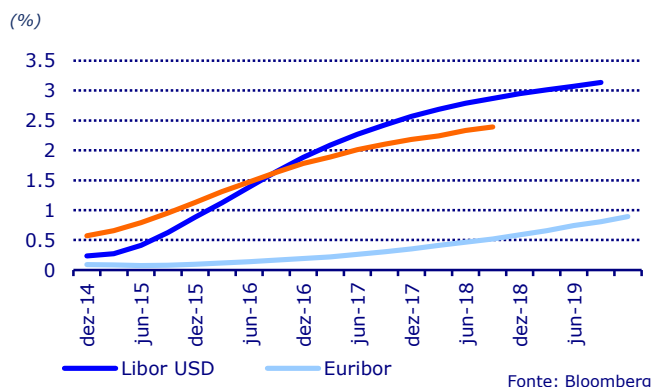
, MERCADO MONETÁRIO

MERCADOS

BCE FOCADO NO COMBATE À DEFLAÇÃO

□ **Na reunião de Novembro, o BCE manteve inalterada a sua política monetária, reforçando a intenção em expandir o balanço para cerca de 3 biliões de euros de forma a evitar a materialização de um cenário de deflação na zona euro.** No mesmo sentido, foi mantida em aberto a possibilidade de adopção de medidas adicionais de cariz não convencional, as quais possivelmente incidirão na aquisição de dívida diversa de longo prazo no mercado secundário. Os resultados da reunião de Novembro estiveram em linha com o esperado, mas parece importante salientar dois aspectos. O primeiro refere-se ao facto de Mario Draghi ter referido diversas vezes a existência de unanimidade entre os governadores tanto no que se refere às medidas já adoptadas, como na necessidade de novas medidas, caso a situação macroeconómica da zona euro o justifique. Outro aspecto a salientar tem a ver com a referência quantitativa à amplitude do aumento do balanço resultante das compras de *covered bonds* – este programa começou em meados de Outubro, tendo o BCE até ao final de Outubro comprado 4.8 mil milhões de euros – de ABS e das linhas de crédito de longo prazo direccionadas para a dinamização do mercado de crédito.

□ **O mercado de crédito na região do euro continua anémico, ainda que comportamentos menos negativos sejam observados tanto no crédito a empresas como a particulares.** Neste capítulo, refere-se em termos resumidos que os resultados do último inquérito ao mercado de crédito mostram melhorias nos indicadores que avaliam as perspectivas para a evolução da oferta e a procura de crédito, tanto por parte das empresas como dos particulares, no 4T14. Do inquérito fazia parte uma pergunta quanto à participação e utilização da primeira TLTRO e expectativas quanto à participação no segundo leilão programado para Dezembro. No primeiro leilão participaram 44% dos bancos da UEM, tendo o principal motivo sido a obtenção de rentabilidade (58%). No segundo leilão, 47% dos bancos esperam participar, enquanto que 29% ainda estão indecisos. A principal razão para participar continua a ser a obtenção de rentabilidade. No que se refere à utilização das linhas, os bancos participantes indicam primordialmente a canalização dos fundos para crédito a empresas, através da prática de condições creditícias mais acomodáticas.

Evolução da inflação na zona euro**Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps****Crédito concedido ao sector privado na UEM****Futuros das taxas de juros a 3 meses**

Teresa Gil Pinheiro

MERCADOS

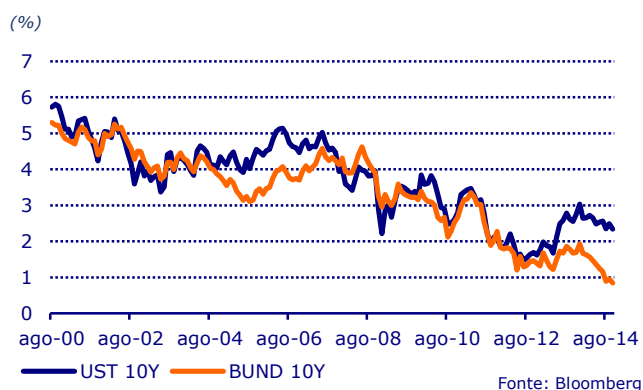
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

YIELDS PRÓXIMAS DE MÍNIMOS

□ **Mercados desenvolvidos:** o mercado de dívida pública nos países desenvolvidos continua a ser dominado pela incerteza quanto à fortaleza e sustentabilidade da retoma económica (principalmente na Europa), pelos receios de abrandamento acentuado no ritmo de crescimento dos preços (em grande parte reflectindo a queda dos preços do petróleo) e o prorrogar-se de política monetárias ultra-acomodatórias. Estes factores são mais evidentes no comportamento dos títulos europeus, cujas *yields* se mantêm próximo de mínimos históricos, em torno de 0.8%. Nos EUA, o movimento é idêntico, mas menos acentuado, verificando-se que as *yields* dos títulos a 10 anos recuperaram para níveis em torno de 2.35%. Todavia, do outro lado do Atlântico vale a pena referir, que o mercado interpretou de modo desfavorável as declarações da Reserva Federal – no que se refere à avaliação da economia, antecipando para Setembro o momento esperado para a inversão do ciclo de taxas de juro – o que se traduziu na redução da inclinação da curva de rendimentos norte-americana. 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 continua a observar-se taxas de rentabilidade negativas em alguns títulos com prazos mais curtos, 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, os prémios de risco face ao *benchmark* alemão corrigiram face aos mínimos observados, em parte reflectindo uma percepção menos positiva dos riscos por parte dos investidores. Contudo, não se antecipa a formação de pressões significativas na avaliação da dívida soberana destes países, já que o cenário de reduzidas taxas de juro nos mercados desenvolvidos, continua a traduzir-se na procura deste tipo de dívida por parte dos investidores de forma a otimizar a rentabilidade.

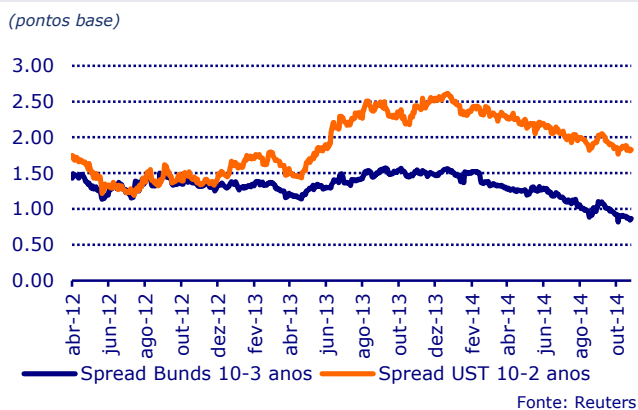
Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais



Spread UST-DEM



Curva de rendimentos



UEM: Mercados periféricos



, MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

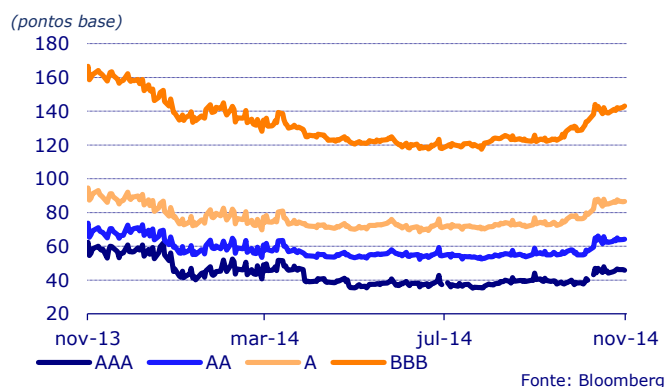
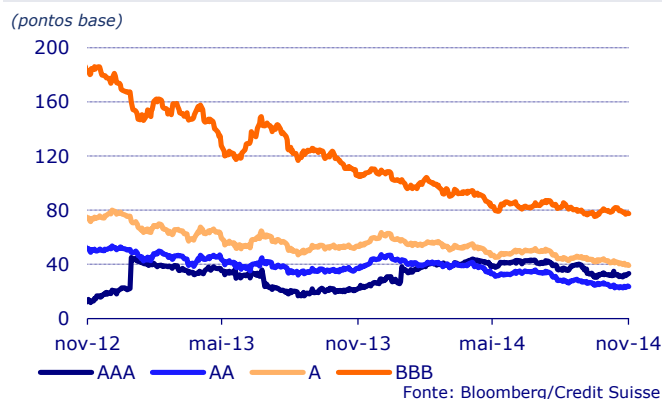
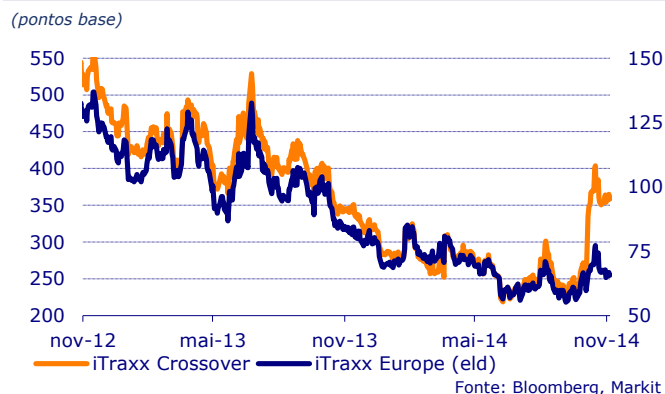
MERCADOS

REGRESSO DE VOLATILIDADE NO MERCADO DE DÍVIDA CORPORATE

□ **As emissões de obrigações de dívida diversa voltaram a ceder em Outubro**, num mês em que se voltou a registar alguma volatilidade. Nos Estados Unidos os *spreads* face ao *swap* nas obrigações com qualidade creditícia máxima (AAA) alargaram para cerca de 46 pontos base no final de Outubro, depois de terem fixado mínimos de 35 pontos base nos meses do Verão. Por seu turno, na Europa os *spreads* face ao *swap* para a mesma classe de activos caíram para perto dos 30 pontos base, sendo que no final do segundo trimestre ainda estavam a transaccionar em torno dos 40 pontos base. Relativamente às principais emissões, destaca-se uma emissão de dívida pela empresa norte-americana Apple, que aproveitou os baixos custos de financiamento na europa para emitir no mercado europeu, obrigações num total de Eur 2.8 mil milhões distribuídos em duas tranches de igual montante com prazos de 8 e 12 anos, e *yields* de 1% e 1.5%, respectivamente.

□ **A vaga de volatilidade foi mais pronunciada no mercado de dívida *high-yield***. Nos Estados Unidos, as perspectivas do mercado de obrigações de empresas com balanços mais frágeis e com maiores probabilidades de incumprimento deterioraram-se no seguimento das expectativas de uma política monetária mais restritiva. Os *spreads* face ao *swap*, que já tinham estado sob pressão em Agosto, voltaram a alargar, desta vez chegando aos 480 pontos base, apesar de logo depois terem recuperado parcialmente. Estes desenvolvimentos alastraram-se para o mercado europeu, onde a quebra de confiança tem um carácter mais fundamental, nomeadamente relacionada com os receios dos investidores relativamente às perspectivas económicas e a riscos de refinanciamento mais elevados. Os *spreads* agravaram substancialmente, e o número de emissões neste segmento do mercado europeu foi mais contido no último mês, ainda que o total das emissões deste ano (USD 149 mil milhões) já tenha ultrapassado o total emitido no ano de 2013 de USD 125 mil milhões, de acordo com os dados da Dealogic.

□ **O relatório de estabilidade financeira do FMI voltou a alertar para a necessidade de se aumentar a vigilância sobre os mercados financeiros**, dado que um período prolongado de taxas de juro baixas e a procura dos investidores por maiores rentabilidades terá encorajado a acumulação de riscos financeiros excessivos. O relatório alerta nomeadamente para o facto de ter observado uma alteração na estrutura do mercado de obrigações, em que o peso crescente dos *mutual funds* e ETFs, se por um lado contribuiu para um estreitamento dos *spreads*, por outro poderá ter contribuído para criar uma “ilusão de liquidez” (esta alteração na estrutura do mercado resultou numa redução do número de transacções num mercado como o de obrigações *corporate* que por si só já apresenta níveis de liquidez mais reduzidos). Esta deterioração de liquidez pode ficar aparente ao menor sinal de turbulência nos mercados, e dada a forte interligação do sistema financeiro poderá ter repercussões nos restantes segmentos de mercado.

Spreads da dívida diversa face ao swap (US)**Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)****CDS - Índices iTraxx****Spreads da dívida face ao swap US - High Yield**

MERCADOS

MERCADOS ACCIONISTAS

DEPOIS DA FUGA ANTERIOR, BOLSAS AMERICANAS VOLTAM AOS MÁXIMOS

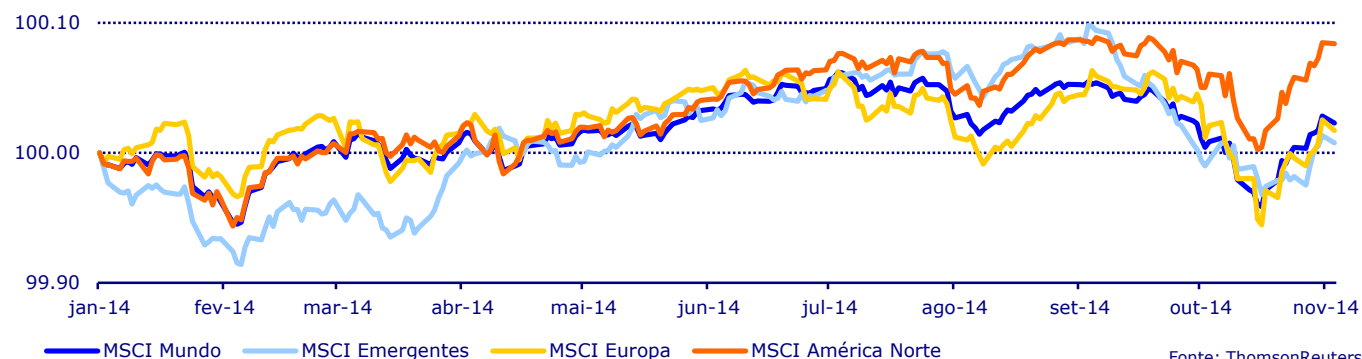
□ **O ambiente bolsista nos EUA volta a ser de estímulo à compra por parte dos investidores, com os principais índices a alcançarem novos níveis recorde.** O DJI, o S&P500 e o NASDAQ encontram-se acima dos 17 350, 2 000 e 4 150 pontos, respectivamente, depois de terem testado com sucesso os anteriores máximos. No entanto, em termos de ganho do ano, DJI, S&P500 e NASDAQ acumulam 6%, 11% e 21%, respectivamente. Confirma-se que é cada vez mais sólido o crescimento económico norte-americano, suportando a decisão da Reserva Federal de encerrar o programa de compra de activos aos bancos. Contudo, a gestão das expectativas relativas ao início do novo ciclo de subida das taxas de juro deverá ser cautelosa. Embora tenham terminado os programas de *quantitative easing*, isso não significa que a Fed vá de imediato subir os juros de referência. E serão as diferentes perspectivas que se formarão acerca do *timing* das alterações na política monetária norte-americana que guiarão a actuação dos investidores perante os activos de maior risco. Complementarmente, algumas métricas continuam a indicar que os índices bolsistas e as acções de algumas empresas estão sobrevalorizados.

□ **Na Europa, o cenário tanto económico como bolsista não é tão consistente, havendo riscos em ambos os casos.** Na performance económica, estão a surgir sinais mais encorajadores, nomeadamente ao nível da inflação (que estabilizou), da confiança dos agentes económicos e da actividade industrial (que recuperam). Contudo, a evolução das bolsas tem sido desapontante, havendo receios de que uma nova crise económico-financeira se instale. Neste âmbito, a Grécia voltou a ser notícia, devido à dificuldade em se financiar directamente nos mercados, perante a finalização próxima do processo de assistência financeira. Por outro lado, as medidas adicionais do BCE (com vista a fazer passar liquidez para a economia real) e a manutenção das taxas de referência em valores mínimos históricos que, à partida, seriam factor de investimento nas bolsas, não estão a levar a uma inequívoca descolagem dos índices. Assim, desde o início do ano, o DAX alemão e o CAC40 francês acumulam perdas de 1% e 2%, respectivamente, enquanto o índice europeu EUROSTOXX tem uma taxa de 0%.

□ **Outro factor importante, sobretudo para o sector bancário, foram os resultados dos testes de stress aos bancos.** Globalmente foram positivos e contribuíram para a recente recuperação de alguns índices bolsistas europeus, nomeadamente os ibéricos. De facto, tanto PSI20 como IBEX35 registaram uma evolução positiva nos últimos dias, embora o valor do ano seja díspar: o PSI20 acumula uma perda de 22% e o IBEX verifica um ganho de 6%. No caso do índice português, deverá levar muito tempo inverter a dinâmica negativa construída ao longo dos últimos cinco meses.

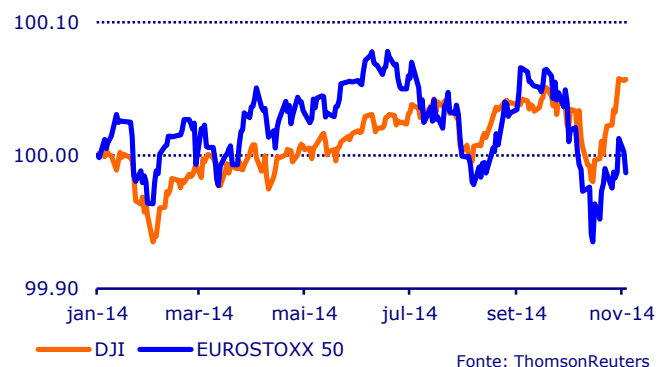
A bolsa americana não corrigiu tanto como as restantes e liderou a recuperação; tanto as bolsas europeias como dos emergentes mostram dificuldades em retomar o *bullish trend*

(base 100= Jan 14)



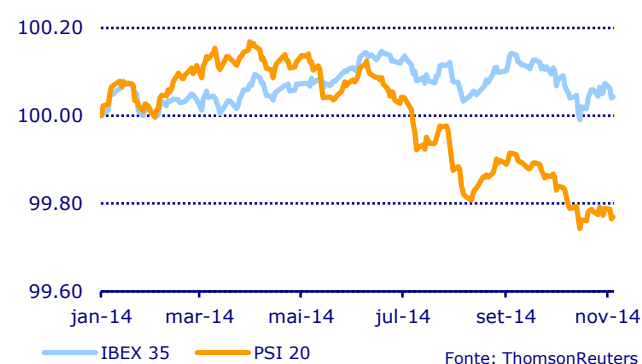
DJI procura novos níveis recorde, enquanto EUROSTOXX falha consolidação da tendência *bullish*

(base 100= Jan 14)



A evolução negativa do PSI20 contrasta com a maior estabilidade do IBEX35

(base 100= Jan 14)



Economias Desenvolvidas

	Taxa de Inflação			Saldo orçamental/ PIB			Dívida pública/PIB			Necessidades Financ./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	1.8	2.0	-5.8	-5.0	-4.2	95.9	98.0	97.7	-2.4	-2.3	-2.6	7.4	6.3	5.7	2.1	2.2	3.1
Japão	0.4	2.8	1.9	-8.9	-7.6	-6.2	229.4	231.4	233.5	0.7	0.4	0.8	4.0	3.7	3.6	1.5	1.0	1.1
UE	1.6	0.7	1.2	-3.2	-3.0	-2.7	87.1	88.1	88.3	1.4	1.4	1.5	10.8	10.3	10.0	0.1	1.3	1.6
UEM	1.4	0.5	1.0	-3.0	-2.7	-2.3	94.1	95.6	95.3	2.5	2.6	2.6	11.9	11.6	11.2	-0.4	0.8	1.2
Alemanha	1.6	1.0	1.5	0.0	0.1	0.1	78.2	76.0	72.7	7.1	6.9	6.5	5.8	5.6	5.6	0.2	1.5	1.5
França	1.0	0.7	1.0	-4.2	-4.2	-3.6	92.5	95.4	97.3	-1.6	-1.5	-1.4	10.3	10.3	10.2	0.4	0.4	0.9
Itália	1.3	0.2	0.5	-2.9	-2.9	-2.6	132.0	135.6	136.0	0.9	1.3	1.4	12.2	12.7	12.4	-1.9	-0.3	0.6
Espanha	1.5	0.1	0.6	-7.0	-5.6	-4.8	93.5	98.8	101.8	0.8	0.7	0.8	26.2	25.0	24.0	-1.2	1.2	1.7
Holanda	2.6	0.6	1.1	-2.4	-2.8	-2.2	71.6	72.8	72.8	10.1	9.9	9.7	7.2	7.6	7.4	-0.7	0.7	1.4
Bélgica	1.2	0.8	1.2	-2.7	-2.6	-2.2	102.0	102.7	102.7	-1.8	-0.8	-0.5	8.4	8.5	8.3	0.2	1.1	1.3
Áustria	2.1	1.6	1.7	-1.7	-2.8	-1.6	75.9	81.5	80.6	2.6	2.9	3.1	4.9	5.1	5.0	0.3	1.1	1.7
Finlândia	2.2	1.3	1.4	-2.3	-2.4	-1.8	56.8	60.0	61.6	-1.3	-1.0	-0.7	8.3	8.5	8.4	-1.3	-0.1	1.0
Grécia	-0.9	-1.0	-0.1	-10.4	-2.3	-1.3	175.1	176.8	173.8	0.3	0.3	0.5	27.4	26.9	25.7	-3.8	0.2	2.1
Irlanda	0.6	0.5	1.1	-6.9	-4.0	-2.2	122.0	115.5	112.9	4.9	5.2	5.4	13.1	11.3	10.2	0.1	3.7	2.9
Reino Unido	2.6	1.7	1.9	-5.7	-4.8	-3.5	90.4	92.1	93.1	-4.4	-4.0	-3.6	7.6	6.4	5.7	1.7	3.1	2.8
Suécia	0.1	0.2	1.3	-1.7	-1.8	-1.1	39.7	40.8	40.3	6.5	6.0	5.9	8.0	8.0	7.6	1.5	2.3	2.7
Dinamarca	0.7	0.7	1.3	-0.8	-1.2	-2.3	44.8	45.0	46.6	7.1	6.8	6.5	7.0	6.8	6.6	0.3	1.2	1.8
Luxemburgo	1.7	1.1	2.1	0.0	-0.2	-0.8	23.3	23.7	25.2	5.2	5.9	5.2	6.7	6.9	6.8	2.1	2.8	2.3
Suíça	-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	0.6	0.1	0.5	-4.9	-4.5	-3.1	128.4	129.4	127.9	1.1	1.1	1.5	16.2	14.2	13.2	-1.4	0.9	1.4

Fontes: média simples de previsões mais recentes da OCDE,UE, FMI, Bdp, Economist e outras instituições.
Nota: O uso de médias de várias previsões pode gerar valores incongruentes entre si.

Mercados Emergentes

	Taxa de inflação			Crescimento PIB			Taxa de Desemprego			Dívida pública /PIB			Saldo Orçamental/ PIB			BTC/PIB			Dívida Externa/PIB		
	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	1.2	5.4	5.0	5.6	66.2	65.8	65.6	-3.0	-4.0	-3.9	-3.6	-3.6	-3.4	29.0	32.7	34.1
México	3.8	3.9	3.5	1.1	2.5	3.8	4.9	4.9	4.7	46.4	48.0	49.0	-2.3	-3.6	-3.5	-1.8	-1.9	-2.0	31.3	32.7	32.6
Argentina	10.6	25.0	25.9	2.9	-1.0	0.3	7.1	8.0	8.4	41.0	48.9	54.2	-0.2	-2.5	-3.1	-0.8	-1.0	-1.0	26.6	28.4	24.1
Chile	1.8	4.2	3.2	4.1	2.0	3.3	6.0	6.5	6.8	12.8	13.9	14.6	-0.9	-1.9	-1.6	-3.5	-1.9	-2.3	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	-1.0	56.1	55.4	53.5
Polónia	0.9	0.2	1.2	1.6	3.1	3.3	10.4	12.4	11.7	57.1	49.4	49.0	-4.3	-3.3	-3.0	-1.3	-1.2	-1.6	76.0	70.6	67.9
Hungria	1.7	0.2	2.5	1.1	2.9	2.4	8.8	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	7.5	7.0	1.3	0.3	0.8	5.5	5.2	5.5	13.9	15.7	16.5	-0.8	0.0	-0.8	1.6	3.1	2.6	34.7	36.7	36.1
China	2.6	2.2	2.5	7.7	7.4	7.0	4.1	4.1	4.2	39.4	40.7	41.8	-1.9	-2.1	-2.1	2.0	2.3	2.2	8.4	7.9	7.5

Fontes: média simples de previsões mais recentes da OCDE,UE, FMI, Bdp, Economist e outras instituições.
Nota: O uso de médias de várias previsões pode gerar valores incongruentes entre si.

Previsões Económicas 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%

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

Previsões Económicas BPI - Portugal

	2013	2014	2015
Consumo privado	-1.7	1.2	0.9
Consumo público	-1.8	-0.3	0.5
Investimento	-7.3	4.3	3.0
Exportações	6.1	3.5	3.0
Importações	2.8	4.5	2.2
PIB	-1.4	1.0	1.5
Défice Orçamental (PDE)	4.9	4.8	2.7
Déf. orçam. s/ medidas extraordinárias	5.3	6.8	2.7
Taxa de inflação média	0.3	-0.3	0.6
Taxa média de desemprego	16.3	14.2	14.0

PREVISÕES

Taxas de Câmbio

10.Nov.14

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.24	1.25	1.23	1.22	1.20
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.23	1.21	1.25	1.28
USD/JPY	114.64	111.00	113.00	114.50	116.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	119.00	125.00	120.00	118.00
EUR/JPY	142.62	139.00	138.00	138.00	139.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	146.37	151.25	150.00	151.04
EUR/GBP	0.78	0.78	0.77	0.77	0.75
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.76	0.75	0.76	0.77
EUR/CHF	1.20	1.21	1.21	1.22	1.23
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.20	1.20	1.22	1.24

Fonte: BPI.

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

Taxas de Juro

10.Nov.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%	0.08%	0.08%	0.09%	-15	-17	-24	-42	-101
EUR (Prev. BPI)	-	0.08%	0.08%	0.08%	0.10%	-	-15	-17	-27	-35
USD	0.23%	0.25%	0.32%	0.50%	1.10%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.23%	0.25%	0.35%	0.45%	-	-	-	-	-
JPY	0.11%	0.14%	0.14%	0.15%	0.14%	-12	-11	-18	-35	-96
JPY (Prev. BPI)	-	0.11%	0.12%	0.13%	0.15%	-	-12	-13	-22	-30
GBP	0.56%	0.70%	0.90%	1.20%	1.75%	32	45	58	70	65
GBP (Prev. BPI)	-	0.58%	0.60%	0.75%	0.85%	-	35	35	40	40
CHF	0.01%	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	-23	-24	-30	-48	-108
CHF (Prev. BPI)	-	0.01%	0.01%	0.05%	0.05%	-	-22	-24	-30	-40
Taxas de juro 10 A										
POR	3.24%	3.30%	3.25%	3.20%	3.45%	92	60	35	10	5
POR (Prev. BPI)	-	3.30%	3.25%	3.20%	3.45%	-	85	45	20	20
ALE	0.82%	1.08%	1.17%	1.24%	1.50%	-150	-162	-173	-186	-190
ALE (Prev. BPI)	-	0.90%	1.15%	1.25%	1.70%	-	-155	-165	-175	-155
EUA	2.32%	2.70%	2.90%	3.10%	3.40%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	2.45%	2.80%	3.00%	3.25%	-	-	-	-	-
JAP	0.47%	0.50%	0.55%	0.60%	0.70%	-186	-220	-235	-250	-270
JAP (Prev. BPI)	-	0.55%	0.65%	0.75%	0.90%	-	-190	-215	-225	-235
RU	2.19%	2.80%	3.00%	3.10%	3.35%	-14	10	10	0	-5
RU (Prev. BPI)	-	2.40%	2.90%	3.15%	3.25%	-	-5	10	15	0
SUI	0.42%	0.55%	0.69%	0.80%	1.02%	-190	-215	-221	-230	-238
SUI (prev. BPI)	-	0.50%	0.60%	0.95%	1.25%	-	-195	-220	-205	-200

Fonte: BPI

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

Taxas Directoras dos Principais Bancos Centrais

	Taxa de referência	Nível em 31-Dec-13	Nível actual 10-Nov-14	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
Bancos Centrais G-7						
Reserva Federal dos EUA 1*	<i>Fed Funds Rate</i>	0%-0.25%	0%-0.25%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	17-Dec-14	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.3%	0.1%	4-Set-14 (-10 pb)	4-Dec-14	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>O/N Call Rate</i>	0.1%	0.1%	5-Out-10 (-5 pb)	18-Nov-14	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	1.0%	1.0%	8-Set-10 (+25 pb)	2-Dec-14	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.5%	0.5%	5-Mar-09 (-50 pb)	4-Dec-14	Sem alteração
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	0%-0.25%	0%-0.25%	03-Ago-2011 (-50 p.b)	11-Dec-14	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	0,8%	0.0%	29-Out-14 (-25 bp)	16-Dec-14	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	1.5%	1.5%	14-Mar-12 (-25 pb)	11-Dec-14	-
Banco Nacional da Dinamarca	<i>Lending Rate</i>	0,2%	0.2%	2-Mai-13 (-10 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	<i>Cash Rate</i>	2,5%	2.5%	6-Ago-13 (-25 pb)	2-Dec-14	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	10.0%	11.3%	29-Out-14 (+25 bp)	3-Dec-14	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.5%	3.0%	06-Mai-14 (-50 pb)	5-Dec-14	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	2.5%	2.0%	08-Out-14 (-50 pb)	3-Dec-14	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate</i> - 2 semanas	3.0%	2.1%	21-Jul-14 (-30pb)	17-Dec-14	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate</i> - 2 semanas	0.1%	0.1%	2-Nov-12 (-20 pb)	11-Dec-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

10.Nov.14

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de câmbio					
USD/BRL	2.40	2.44	2.45	2.50	2.45
USD/MXN	13.25	13.30	13.25	13.18	13.00
USD/ARS	7.90	9.35	10.52	11.50	12.90
EUR/CZK	27.51	27.50	27.50	27.50	27.40
EUR/PLN	4.19	4.20	4.18	4.15	4.05
EUR/HUF	307.89	311.00	310.00	309.00	303.50
USD/RUB	34.67	40.71	40.25	40.85	39.94
USD/CNY	6.06	6.10	6.09	6.06	5.99

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

Legenda: BRL - Real do Brasil
 PLN - Zloty da Polónia
 MXN - Peso Mexicano
 HUF - Forint da Hungria

ARS - Peso Argentino
 RUB - Rublo da Rússia
 CZK - Coroa Checa
 CNY - Renminbi/Yuan da China

Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes

10.Nov.14

	Taxas de juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas 2)				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de juro de curto-prazo										
BRL	10.50%	11.23%	11.60%	11.65%	11.50%	1027	1094	1125	1114	1039
MXN	3.50%	2.99%	3.00%	3.04%	3.72%	327	270	265	253	261
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	5	-1	-14	-72
PLN	2.61%	1.88%	1.89%	1.92%	2.10%	238	159	154	141	99
HUF	2.85%	2.08%	2.17%	2.29%	2.81%	262	179	182	178	170
RUB	6.50%	4.93%	5.50%	5.25%	0.00%	627	464	515	474	-111
CNY	6.00%	5.99%	5.97%	5.96%	5.95%	577	570	562	545	484
Taxas de juro 10 A										
BRL	4.21%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	239	-	-	-	-
MXN	3.59%	6.24%	6.31%	6.45%	6.72%	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%	2.73%	2.89%	3.08%	3.43%	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%	3.98%	4.00%	3.98%	4.01%	243	-	-	-	-

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

Notas: A taxa de juro de curto prazo apresentada para o Brasil é a taxa Selic, para o México é a taxa overnight, para a Hungria é a base rate e para a China é a taxa de empréstimo fixada pelo banco central.

Os spreads de dívida de longo prazo de CZK, PLN, 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.

OE 2015: O PRIMEIRO ORÇAMENTO DO PÓS-TROIKA

Sumário

- O cenário macroeconómico subjacente ao OE 2015, embora não muito distante da média das projecções, situa-se no extremo mais optimista. Face aos riscos negativos crescentes à actividade económica, após a resolução do BES e dado o maior probabilidade de arrefecimento na Europa, não é despendianda a possibilidade de que o ritmo de crescimento económico fique aquém do esperado. O que, a concretizar-se, exigiria medidas adicionais ou resultaria num défice público acima do esperado (2.7% do PIB) caso se opte por deixar actuar os estabilizadores automáticos.
- Pressupostos mais pessimistas para o andamento da actividade económica e o facto de a consolidação implícita ao OE15 assentar em grande medida (mais de 50%) no aumento da receita, sendo algumas medidas propostas de redução de despesa algo subjectivas, justifica as previsões por algumas instituições – OCDE, Moody's, Comissão Europeia e Fundo Monetário Internacional – de que o défice exceda 2.7% do PIB.
- O cenário do BPI é semelhante ao incluído no OE2015 (crescimento do PIB: 1% e 1.5%). Deve referir-se contudo, que se reconhece que os riscos para a actividade económica são negativos e têm vindo a aumentar. Pelo que, pese embora mantenhamos a previsão inalterada, as probabilidades de revisão em baixa ligeira são significativas, pelo que os efeitos da actividade económica no saldo orçamental poderão estar a ser sobrestimados.
- Segundo cálculos do Ministério das Finanças, por cada ponto percentual de diferença da taxa de variação do PIB em 2015 devida ao comportamento da procura interna, o saldo orçamental pioraria 0.4 p.p. (-3.1%) e a dívida pública aumentaria 1 p.p. (124.7%). Um choque da procura externa na ordem de -2 p.p. teria impacto muito ligeiro no saldo orçamental e aumentaria a dívida em 0.6 p.p. Estes são os riscos que consideramos mais significativos entre os apresentados.
- Em 2015, a política orçamental assumirá um pendor neutral, pois o saldo estrutural primário, isto é, excluindo o impacto do ciclo, medidas com carácter temporário, bem como os juros da dívida pública, deverá manter-se constante, interrompendo um ciclo em que a política orçamental assumiu um carácter marcadamente contraccionista.
- As diversas decisões do TC têm incidido, na maioria, sob duas rubricas da Despesa do Estado com um peso preponderante, designadamente as Despesas com Pessoal e as Prestações Sociais, com um peso conjunto de 63% da despesa total e cerca de 31% do PIB (as despesas com pensões representam 29% da despesa pública). Segundo o MF, o custo das alterações impostas pela decisão do Tribunal Constitucional na forma de consolidação orçamental para o próximo ano é de 1360 ME, cerca de 0.8% do PIB.
- O saldo orçamental decresceu 11.7 mil milhões de euros desde 2010, reflexo do aumento da receita (56%) e redução da despesa (44%).
- Portugal é um dos países onde a carga fiscal (impostos mais contribuições SS) mais aumentou desde 2010: mais 3 p.p. do PIB, apenas superado pela Finlândia, França e Grécia. Todavia, verifica-se que é ainda relativamente baixa (36.6%, 2014) comparativamente aos países da UEM ou EU (acima de 40%).
- Desde 2010, Portugal foi o país onde os encargos com salários de funcionários públicos mais desceram, cerca de 2 p.p. do PIB. Ainda assim, o peso desta rubrica no PIB está entre os mais elevados da EU (ou da UEM), cerca de 11% que compara com 7% na Alemanha, 10% na Itália ou Irlanda.
- Uma notícia positiva é o facto da trajectória de dívida pública se dever começar a inverter já em 2014 reflectindo não só o andamento favorável do PIB e o esforço de consolidação mas também a utilização pelo Governo de uma parte da almofada de liquidez disponível bem como outras medidas de redução da dívida (eventualmente, reforço da exposição do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social a títulos de dívida do Estado, cujo efeito de consolidação tem impacto de redução do *stock* de dívida, segundo os critérios da CE). Não obstante, é importante que este movimento, de redução do rácio, se concretize, pois tem sido um objectivo sempre adiado e não concretizado. É certamente um dos factores mais relevantes na apreciação das agências internacionais de *rating*.

OPINIÃO

1. Cenário Macroeconómico

Cenário Macroeconómico - Comparação com outras instituições

(taxa de variação, %)

	2012	2013	2014(p)							2015(p)							Média 2014	Média 2015
			OE15	EIU Out	OCDE Out	CE Nov	BdP	FMI Nov	BPI	OE15	EIU Out	OCDE Out	CE Nov	BdP	FMI Nov	BPI		
PIB e Componentes da Despesa (Taxa de crescimento homólogo real, %)																		
PIB	-3,3	-1,4	1,0	0,6	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	1,5	0,9	1,3	1,3	1,5	1,2	1,5	0,8	1,3
Consumo Priv.	-5,2	-1,4	1,8	0,9	1,5	1,6	1,9	1,6	1,2	2,0	0,9	0,5	1,5	1,5	1,6	0,9	1,5	1,2
Consumo Púb.	-4,3	-1,9	-0,6	-1,3	-0,4	-0,4	-0,7	-0,6	-0,3	-0,5	-0,5	-1,0	-0,3	-1,4	-0,5	0,5	-0,6	-0,5
Investimento (FBCF)	-15,0	-6,3	1,5	4,5	1,1	1,9	1,6	1,4	4,3	2,0	2,1	2,9	2,4	3,7	1,8	3,0	2,5	2,7
Exportações de Bens e Serv.	3,1	6,4	3,7	3,2	3,2	3,6	3,7	3,5	3,5	4,7	3,9	5,4	4,6	6,1	4,5	3,0	3,5	4,6
Importações de Bens e Serv.	-6,6	3,6	4,7	3,9	5,6	4,5	6,4	4,5	4,5	4,4	3,5	3,0	4,7	4,8	4,4	2,2	4,9	3,8
Contributos para o crescimento do PIB (pontos percentuais)																		
Procura Interna	-6,9	-2,4	1,4	1,1	1,8	1,2	1,9	1,3	1,5	1,3	0,8	0,4	1,3	1,3	1,1	1,2	1,5	1,0
Procura Externa Líquida	3,6	1,0	-0,3	-0,4	-0,9	-0,3	-1,0	-0,4	-0,5	0,2	-0,0	1,0	0,0	0,2	0,0	0,2	-0,6	0,2
Evolução dos Preços																		
Deflator do PIB	-0,4	2,3	1,4	n.a.	0,9	1,1	n.a.	1,2	n.a.	1,5	n.a.	0,7	1,4	n.a.	1,0	n.a.	1,1	1,0
IPC	2,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,7	0,5	0,2	0,6	1,0	0,4	0,6	-0,1	0,6
Evolução do Mercado de Trabalho																		
Emprego	-4,1	-2,9	1,4	n.a.	1,4	1,6	n.a.	2,3	n.a.	1,0	n.a.	0,5	0,8	n.a.	0,8	n.a.	1,8	0,7
Taxa de Desemprego (%)	15,5	16,2	14,2	14,7	14,1	14,5	n.a.	14,2	14,2	13,4	14,4	13,3	13,6	n.a.	13,5	14,0	14,3	13,8
Saldo das Balanças Corrente e de Capital (em % do PIB)																		
Capacidade/Necessidade líquida de financ. face ao exterior	-0,6	1,3	1,5	2,5	1,5	1,4	2,2	2,5	2,2	1,5	2,9	2,4	1,7	4,0	2,3	3,1	2,0	2,7

Fontes: INE e Ministério das Finanças, Comissão Europeia, OCDE, Banco de Portugal
 Legenda: (p) previsão.

No quadro supra apresentam-se apenas as projecções económicas para a economia portuguesa actualizadas recentemente.

Entre os vários cenários apresentados, as projecções pela Economist Intelligence Unit (EIU) revelam-se as mais pessimistas, antecipando que o crescimento do PIB em 2014 e 2015 se situe na ordem de 0.6% e 0.9%, respectivamente. Consideramos estas previsões excessivamente pessimistas e com baixa probabilidade de ocorrência. Repare-se que para atingir uma variação de 0.6% em 2014, a actividade económica teria que recuar no segundo semestre, cenário que não é sugerido pelo comportamento dos indicadores parcelares relativos ao andamento das principais componentes da procura agregada (consumo privado e exportações, sobretudo).

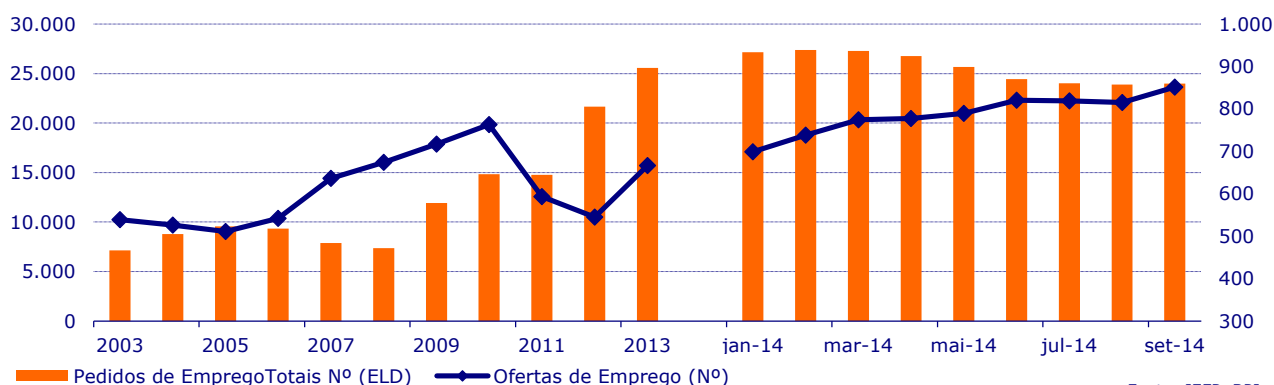
Todavia, é um facto que as projecções oficiais são relativamente optimistas, sobretudo no que diz respeito ao comportamento esperado da procura interna, cujos contributos para a taxa de variação anual do PIB se antecipa que se situem em 1.4 p.p. e 1.3 p.p. respectivamente, em 2014 e 2015, valores superiores aos avançados pelas restantes instituições. Estas diferentes perspectivas estão na base de défices públicos esperados acima das projecções oficiais, dado que o efeito da variação da procura interna sob a arrecadação tributária é significativamente maior do que o impacto de um menor crescimento do PIB com origem num pior comportamento das exportações líquidas. Este é um risco quantificado no OE, como abordaremos a seguir.

O cenário do BPI é semelhante ao incluído no Orçamento de Estado para 2015 (OE15), pelo menos no que diz respeito à taxa de crescimento real do PIB, em ambos os casos respectivamente 1% e 1.5%. Deve referir-se contudo, que se reconhece que os riscos para a actividade económica são negativos e têm vindo a aumentar, sobretudo desde o final do Verão, após o episódio de resolução do Banco Espírito Santo e atendendo à possibilidade crescente de arrefecimento na região do Euro. Pelo que, pese embora mantenhamos a previsão inalterada, as probabilidades de revisão em baixa ligeira do cenário para a taxa de variação do PIB são consideráveis, significando que os efeitos da actividade económica no saldo orçamental poderão estar a ser sobrestimados. O que implicaria um saldo orçamental pior que o esperado (défice superior a 2.7% do PIB) caso se opte por deixar actuar os estabilizadores automáticos.

Refira-se ainda que a trajectória esperada para a taxa de desemprego em 2015 está em linha com a média das previsões (com excepção das da EIU) e de acordo com as tendências mais recentes: as ofertas de emprego junto do IIEFP alcançam valores máximos (embora esta situação deva reflectir parcialmente efeitos de políticas activas de emprego); os pedidos de emprego por desempregados continuam a cair a um ritmo significativo (8.3% em Setembro) enquanto o número de desempregados inscritos mas ocupados parece ter alcançado um patamar de estabilidade. As apreciações qualitativas sob o emprego mantêm também uma tendência positiva, embora em Outubro tenha havido uma ligeira retracção, segundo os dados do INE. Em suma, o desemprego alcançou valores francamente superiores aos que se antecipava em 2011, aquando da negociação do programa com a Troika, mas a melhoria registada desde o seu ponto máximo tem também surpreendido pela positiva.

Mercado de trabalho: Pedidos e Ofertas de emprego

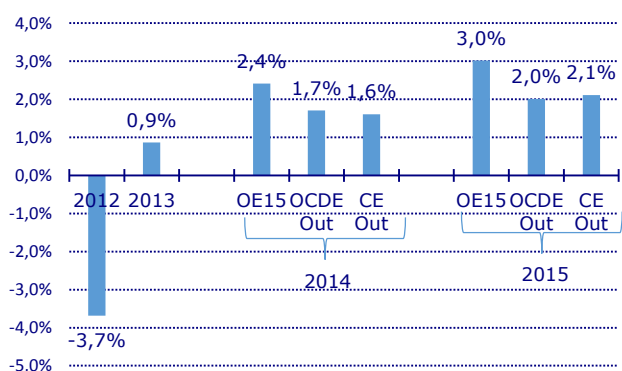
(unidades, milhares)



Fonte: IEFP, BPI

Cenários para o PIB nominal

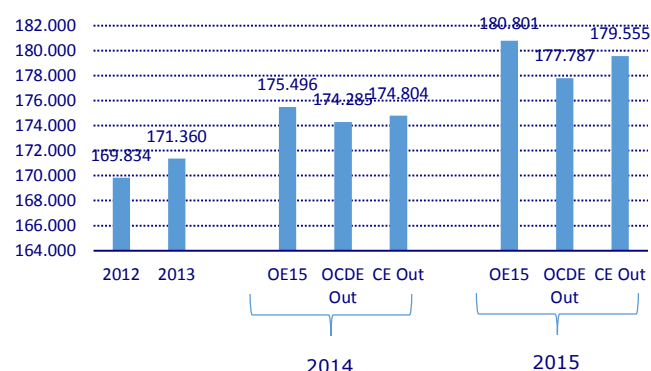
(Tx var anual (%))



Fonte: OE15, OCDE, CE

Cenários para o PIB nominal

(Milhões de Euros)



Fonte: OE15, OCDE, CE

...as diferenças quanto ao PIB nominal

Entre todas as variáveis projectadas pelas diversas entidades, destacam-se as diferenças no que diz respeito à projecção do PIB nominal, com especial destaque para as respeitantes ao deflador do PIB. Efectivamente, diferenças significativas nesta matéria têm um impacto considerável no cálculo dos indicadores mais utilizados no âmbito das análises de política orçamental, pois tipicamente estas são feitas em termos relativos. Pelo que uma projecção mais elevada do PIB nominal repercute-se genericamente em rácios mais baixos. No quadro infra incluem-se alguns dos valores implícitos às projecções das entidades acima referidas, e o respectivo impacto dessa diferença nos principais rácios das contas públicas. Os diferentes cenários para o andamento do PIB nominal resultam, assim, em diferenças na ordem de 1.2 mil milhões de euros (em 2014) e 3 mil milhões de euros (em 2015) para o PIB. Este é o diferencial máximo, correspondente à previsão comparativa da OCDE. Todavia, mesmo utilizando as hipóteses da Comissão Europeia, mais próximas, gera diferenças na ordem de 700 milhões de euros em 2014 e 1.2 MM no próximo ano. Estas diferenças repercutem-se em rácios mais baixos para a receita e despesa no cenário oficial, embora sejam indiferentes do ponto de vista do saldo global. Têm também impacto significativo no cômputo de cenários para a dívida pública¹.

¹ As conclusões retiradas a partir do cenário do FMI seriam semelhantes, pelo que optou-se por não se incluir na análise

OPINIÃO

O impacto das diferenças de cenários para o PIB nominal

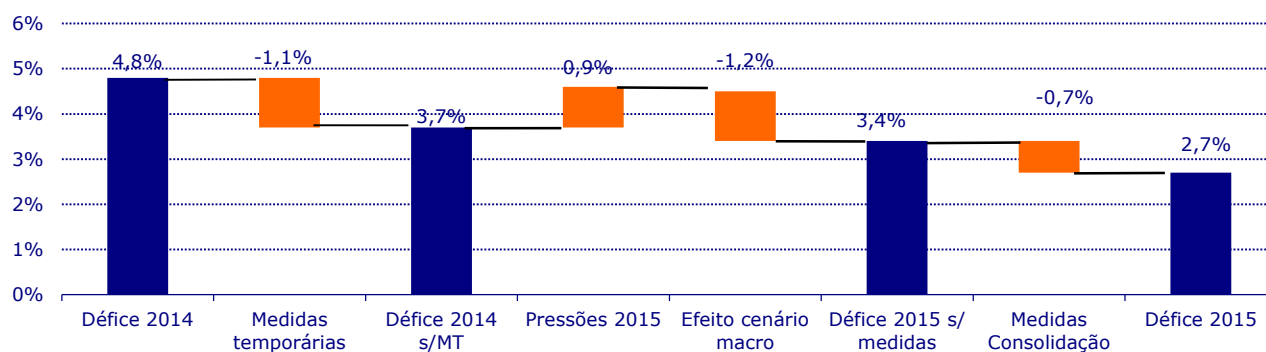
	2011	2012	2013	2014 OE15	2015 OE15	2014			2015		
						OE15	OCDE Out	CE Nov	OE15	OCDE Out	CE Out
PIB nominal - tx. de variação		-3,7%	0,9%			2,4%	1,7%	2,0%	3,0%	2,0%	2,7%
PIB em milhões de euros (base 2011)	176.167	169.834	171.360			175.496	174.285	174.804	180.801	177.787	179.555
Receita Total	75.080	72.907	77.425	78.296	80.769	44,6%	44,9%	44,8%	44,7%	45,4%	45,0%
Receita Fiscal e Cont SS	62.315	58.026	63.300	64.254	66.818	36,6%	36,9%	36,8%	37,0%	37,6%	37,2%
Despesa Total	88.048	82.217	85.735	86.632	85.629	49,4%	49,7%	49,6%	47,4%	48,2%	47,7%
Despesa Corrente Primária	72.791	68.315	71.844	70.989	71.724	40,5%	40,7%	40,6%	39,7%	40,3%	39,9%
Juros	7.604	8.353	8.530	8.787	8.886	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	5,0%	4,9%
Formação Bruta de Capital	6.120	4.314	3.736	4.296	4.373	2,4%	2,5%	2,5%	2,4%	2,5%	2,4%
Saldo Global	-12.967	-9.310	-8.309	-8.336	-4.860	-4,8%	-4,8%	-4,8%	-2,7%	-2,7%	-2,7%

Fonte: OE2015, OCDE, CE, BPI calc.

2. Política Orçamental em 2015

Do saldo orçamental de 2014 ao saldo de 2015

(p.p. do PIB)



Fonte: OE 2015

Partindo do saldo orçamental que o Executivo estima para o final de 2014, 4,8% do PIB, os diversos impactos esperados nas contas do Estado são resumidamente os seguintes (expressos no gráfico supra):

- As contas de 2014 irão incluir **despesa extraordinária** estimada em 1 861 milhões de euros, 1,1% do PIB, respeitantes a operações de financiamento do Estado à Carris e STCP (1192 ME), **write-off** do empréstimo sobre o BPN (96 ME), crédito especial ao investimento (225 ME) e despesas com indemnizações pelo PRMA (no âmbito das rescisões de funcionários públicos por mútuo acordo).
- As **pressões identificadas em 2015** ascendem a 0,9% do PIB. Estas integram i) aumento de número de pensionistas e reformados com impacto nas prestações sociais de 0,4% do PIB; ii) aumento da despesa com juros de 0,1% do PIB; deterioração do saldo das Empresas Públicas Reclassificadas em 0,1% do PIB; redução de rendimentos em cerca de 0,2% do PIB, entre outros factores devido ao reembolso antecipado dos CoCos ao Estado pelas instituições financeiras.
- O efeito do **cenário macroeconómico** é estimado em 1,2 p.p. do PIB, favorável, ou seja, tendo como efeito a redução do défice dado que se espera aumento da actividade económica, logo mais receitas e menores encargos. Por comparação com o DEO 14-18 este efeito foi revisto em alta em cerca de mais 0,4 p.p. do PIB, devido não só à melhoria do cenário de crescimento mas também pela alteração da sua composição, com um maior peso da componente da procura interna, com maior impacto na arrecadação tributária. A melhoria do mercado de trabalho tem também um impacto considerável nesta estimativa. Todavia, importa recordar que o Governo é relativamente mais optimista que outras entidades no que diz respeito ao PIB nominal em 2015, com impacto no cômputo deste impacto. Caso se confirmem as estimativas da OCDE, que apontam para um deflator do PIB entre 0,6% e 0,7% em vez dos 1,5% subjacentes ao OE15, tal teria um impacto de cerca de 0,4 p.p. do PIB. Ou seja, o défice público sofreria um agravamento em torno de 0,4% do PIB, superando os 3%.

OPINIÃO

• Admitindo a validade dos efeitos anteriores, o saldo orçamental estimado em 2015 sem medidas adicionais fixar-se-ia em 3.4% do PIB. O impacto de medidas (descritas no quadro anexo) situa-se em 0.7% do PIB, conduzindo a um saldo orçamental de -2.7% do PIB, acima do valor inscrito no DEO 14-18 mas abaixo da fasquia de 3%, indo ao encontro dos níveis necessários para que o Procedimento de Défices Excessivos possa terminar em 2015 de acordo com o planeado.

O OE15 prevê que o saldo estrutural encolha 0.1 p.p., abaixo do ritmo recomendado pela União Europeia para países com dívida acima de 60% do PIB, designadamente uma convergência de 0.5 p.p. do PIB. **Importa ainda destacar o pendor neutral do Orçamento para o próximo ano, pois o saldo estrutural primário, isto é, excluindo o impacto do ciclo, medidas com carácter temporário, bem como os juros da dívida pública, deverá manter-se constante, interrompendo um ciclo em que a política orçamental assumiu um carácter marcadamente contraccionista.**

Variáveis Orçamentais

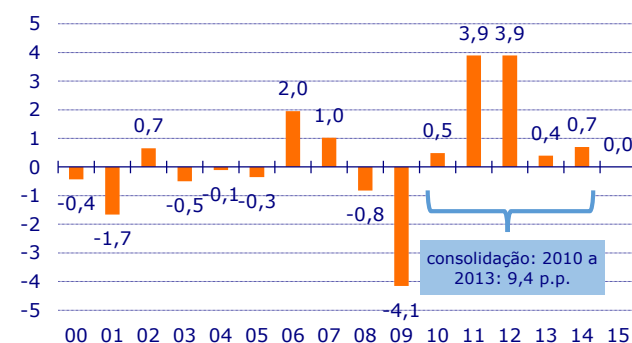
	(em % do PIB)		
	2013	2014p	2015e
Saldo global	-4.9	-4.8	-2.7
Var. saldo global	0.6	0.1	2.1
Saldo primário	0.1	0.3	2.2
Juros	5.0	5.0	4.9
Medidas pontuais	0.2	-1.1	0.1
Saldo estrutural	-1.9	-1.3	-1.2
Var. saldo estrutural	0.3	0.6	0.1
Saldo primário estrutural	3.0	3.7	3.7
Receita estrutural	44.5	44.3	44.5
Despesa estrutural	46.4	45.6	45.7
Despesa primária estrutural	41.5	40.6	40.8

Fonte: Ministério das Finanças.

Nota: As variáveis estruturais encontram-se em percentagem do PIB potencial.

Pendor da Política Orçamental

(p.p. do PIB)



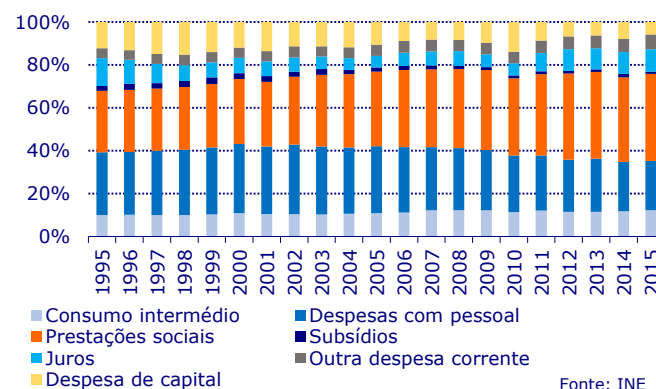
Fonte: AMECO, Ministério das Finanças, BPI

...as decisões do Tribunal Constitucional

O Governo quantifica no OE 2015 o impacto das decisões do Tribunal Constitucional (TC) sob a forma da consolidação orçamental do próximo ano. Recorde-se que o Executivo solicitou a fiscalização preventiva de algumas medidas planeadas para 2015, incluídas no DEO 14-18, por forma a retirar incerteza sob o processo de elaboração e implementação do Orçamento. Importa ter em conta que as diversas decisões do TC têm incidido, na maioria, sob duas rubricas da Despesa do Estado com um peso preponderante, designadamente as **Despesas com Pessoal e as Prestações Sociais, com um peso conjunto de 63% da despesa total e cerca de 31% do PIB; as despesas com pensões representam 29% da despesa pública.** Em particular, as prestações sociais assumiram um peso crescente quer na estrutura da despesa quer na actividade económica, devendo representar em 2014 mais cerca de 10% da despesa pública e mais 7% do PIB por comparação com a situação em 2000.

Estrutura da Despesa Pública

(em % do total)



Fonte: INE

Tendo como referência as medidas enunciadas no DEO 14-18, as decisões do TC relativamente a 2015, tiveram as seguintes consequências e custos estimados:

- Impossibilidade de aplicar 80% da redução remuneratória prevista no OE 2014, passando a aplicar-se 80% da redução remuneratória em vigor em 2011-13: custo de 500 ME
- Inconstitucionalidade da contribuição de sustentabilidade sob as pensões (medida não substituída): custo de 660 ME;
- Condição de recurso das pensões de sobrevivência e contribuição sobre as prestações de doença e de subsídio de desemprego: 200 ME;
- **Impacto total: 1360 ME, cerca de 0.8% do PIB.**

OPINIÃO

Estrutura da Despesa Pública

	1995	2000	2007	2010	2014	Varição 2014-1995
Pesos na Despesa Total da Admn. Pública						
Despesa corrente	88%	88%	92%	86%	92%	4%
Consumo intermédio	10%	11%	12%	11%	12%	2%
Despesas com pessoal	29%	32%	29%	26%	23%	-6%
Prestações sociais	29%	30%	36%	36%	39%	11%
Despesa de capital	12%	12%	8%	14%	8%	-4%
Formação bruta de capital	10%	11%	7%	10%	5%	-5%
Outras despesas de capital	2%	1%	1%	4%	3%	1%
Pesos no PIB						
Despesa corrente	37,4%	37,6%	40,8%	44,6%	45,8%	8%
Consumo intermédio	4,3%	4,7%	5,4%	5,9%	5,8%	2%
Despesas com pessoal	12,5%	13,7%	13,1%	13,7%	11,5%	-1%
Prestações sociais	12,2%	12,9%	16,2%	18,6%	19,6%	7%
Subsídios	1,0%	1,2%	0,8%	0,7%	0,8%	0%
Juros	5,5%	3,0%	2,9%	2,9%	5,0%	0%
Outra despesa corrente	2,0%	2,1%	2,4%	2,8%	3,0%	1%
Despesa de capital	5,2%	5,1%	3,7%	7,2%	3,9%	-1%
Formação bruta de capital	4,4%	4,6%	3,2%	5,3%	2,5%	-2%
Outras despesas de capital	0,8%	0,5%	0,4%	1,9%	1,5%	1%
Despesa Total	42,6%	42,6%	44,5%	51,8%	49,8%	7%

Fonte: INE, BPI calc

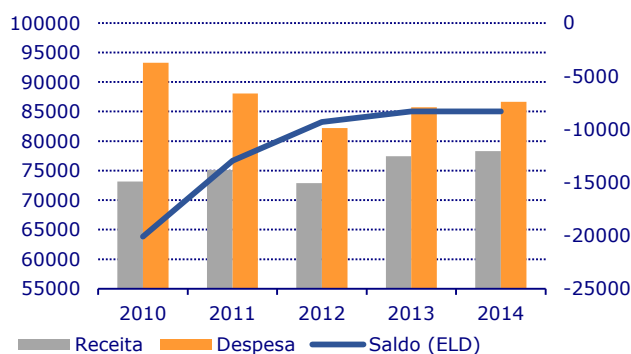
3. A política orçamental desde 2010 e o enquadramento internacional

Os gráficos seguintes apresentam de forma resumida as principais linhas orientadoras da política orçamental nos últimos anos, tendo como referência o ano anterior ao pedido de assistência externa. Salientam-se algumas tendências observadas:

- O saldo orçamental encolheu cerca de 11.7 mil milhões de euros desde 2010. Tal ficou a dever-se ao acréscimo da receita (contributo de cerca de 56%), bem como ao encolhimento da despesa, com um contributo de 44% para esta melhoria.
- O encolhimento da despesa ocorreu apesar do aumento dos juros da dívida pública durante o período, em parte graças ao aumento do custo de financiamento em 2011-13 mas sobretudo devido ao efeito de aumento do *stock*.
- As maiores quedas verificadas na despesa ocorreram nas rubricas de Investimento, menos 5.2 MME e nas despesas com pessoal (apesar das várias decisões contrárias do TC), menos 4.6 MME.
- Nas rubricas da receita, destaca-se o acréscimo de impostos, mais 4.6 MME no período.
- Portugal é um dos países onde a carga fiscal (impostos mais contribuições SS) mais aumentou desde 2010: mais 3 p.p. do PIB, apenas superado pela Finlândia, França e Grécia (entre 3.7 e 4.2, segundo CE). Todavia, repare-se como segundo os valores estimados pela Comissão Europeia para 2014, a carga fiscal é ainda relativamente baixa comparativamente aos países da UEM ou EU, apesar de ser superior aos valores observados pela Espanha e Irlanda.
- Desde 2010, Portugal é o país onde os encargos com salários de funcionários públicos mais descenderam, cerca de 2 p.p. do PIB. Ainda assim, o peso desta rubrica no PIB está entre os mais elevados da EU (ou da UEM), cerca de 11% que compara com 7% na Alemanha, 10% na Itália ou Irlanda.
- Relativamente às prestações sociais, a Comissão Europeia estima que em 2014 esta rubrica represente cerca de 28% do PIB. No que diz respeito às transferências sociais em espécie - Bens e/ou serviços atribuídos no âmbito da Acção Social e dos

Receita, Despesa e Saldos

(Milhões de euros, Milhões de euros)



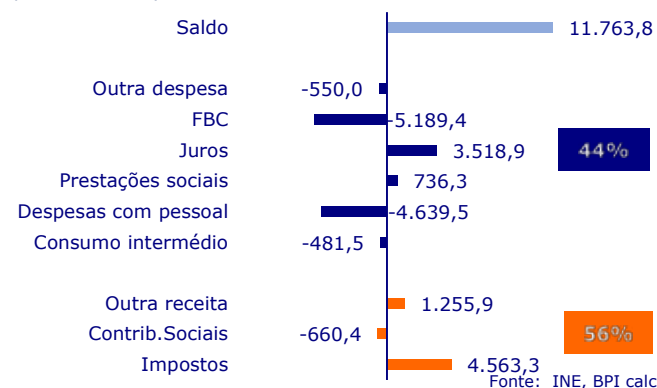
Fonte: INE, BPI calc

Regimes de Segurança Social, podendo revestir a forma de um reembolso, total ou parcial – tem-se verificado um declínio: o seu peso no PIB reduziu-se cerca de 1.3 p.p. desde 2010 para 10.2% em 2014, admitindo a previsão da CE. Acresce que Portugal é um dos países onde este tipo de prestação menos pesa no Produto, comparando com 13.1% na média da UEM. Em alguns países nórdicos e do centro europeu este tipo de prestação assume um peso preponderante: Suécia, Dinamarca, Holanda e Finlândia registam valores entre 19% e 17% do PIB.

- No que se refere às prestações sociais pecuniárias (não em espécie) a tendência é a oposta: Portugal situa-se no grupo de países onde o peso destas prestações no PIB é maior, 17.6% em 2014 de acordo com a CE, próximo da média da região do euro mas superior aos valores observados em Espanha (16.2%) ou na Alemanha (15.6%).

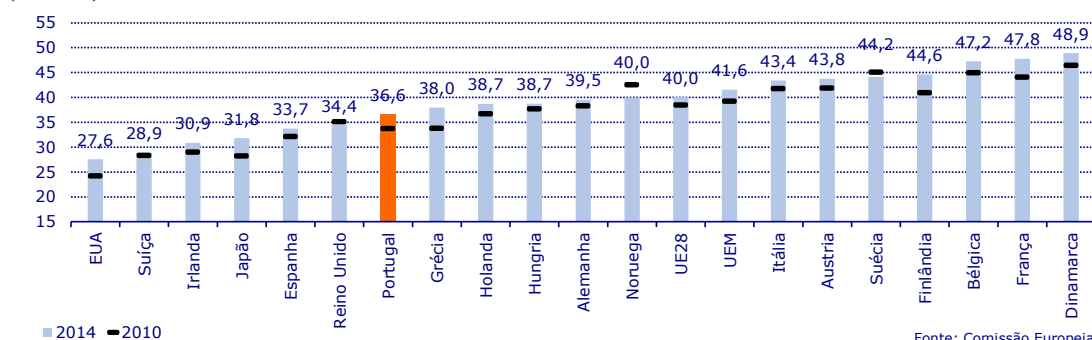
Variação das principais rúbricas da Receita, Despesa e Saldo, entre 2010 e 2014

(Milhões de euros)



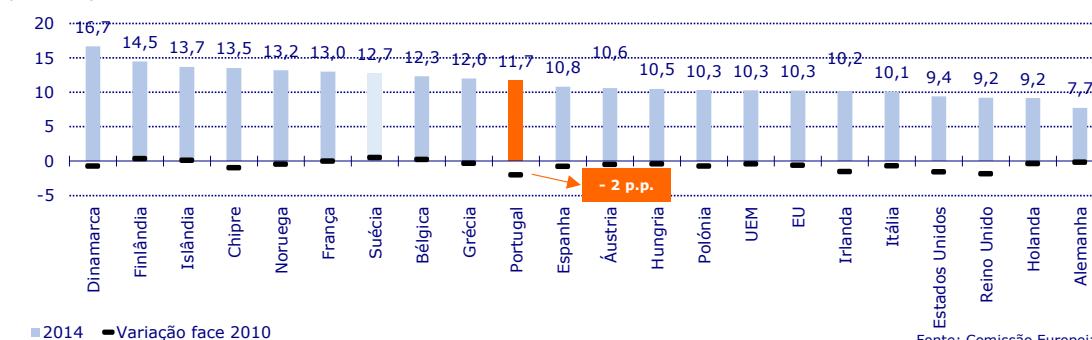
Carga Fiscal (incluindo Contribuições para a Segurança Social)

(% do PIB)



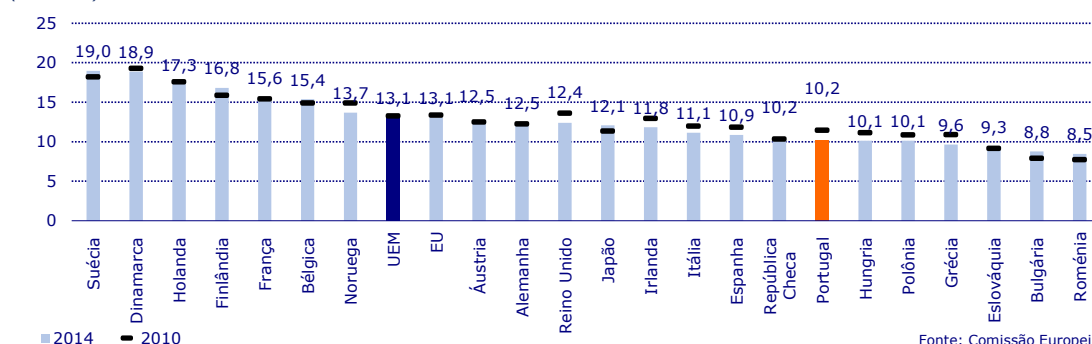
Despesa com salários

(% do PIB)



Prestações Sociais em Espécie

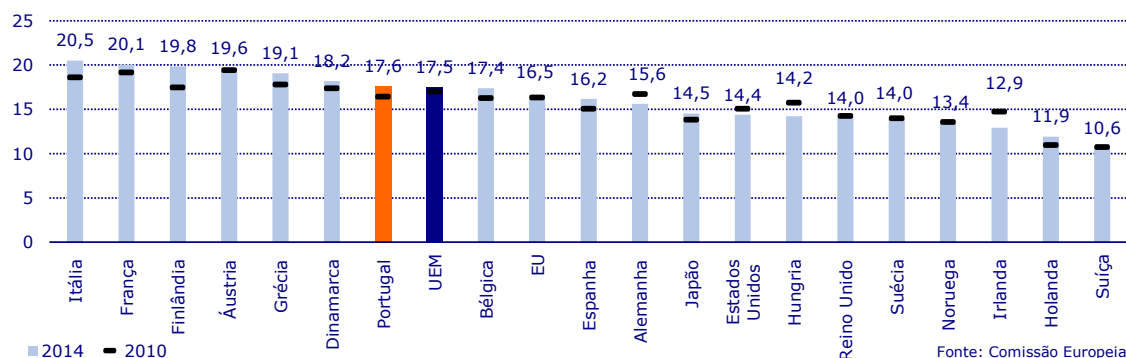
(% do PIB)



OPINIÃO

Prestações Sociais pecuniárias (não em espécie)

(% do PIB)



• Uma última nota no que se refere ao andamento da despesa pública. Desde o ano anterior à eclosão da crise financeira internacional, a despesa primária do Estado aumentou 6,8% enquanto a riqueza gerada internamente (PIB) deverá encolher 0,8% (comparando 2007 e 2014); as despesa do Estado que não prestações sociais, encolheram 2%, sendo a redução concentrada nas despesas com pessoal. **Em contrapartida, as prestações sociais aumentaram 20,6%**, sendo o contributo das pensões o factor dominante (11.6 p.p.) seguido pelas outras prestações (4 p.p.) e subsídio de desemprego (2.2 p.p.).

Contas das administrações públicas

	Milhões de Euros		Variação	Variação do PIB nominal no período
	2007	2014		
Despesa Primária	72.886	77.845	6,8%	-0,8%
Despesas de Funcionamento	44.544,0	43.658,0	-2,0%	
Consumo intermédio	9.493	10.146	6,9%	
Despesas com pessoal	23.007	19.971	-13,2%	
Subsídios	1.337	1.401	4,8%	
Outra despesa corrente	4.208	5.283	25,6%	
Despesa de capital (3)	6.500	6.857	5,5%	
Prestações sociais	28.342	34.188	20,6%	
Das quais: Pensões	12.117	15.430	27,3%	
Pensões reg. subst. bancários		502		
Outras prestações (1)	4.244	5.403	27,3%	
Subsídio de desemprego	1.689	2.307	36,6%	
Prestações em espécie(2)	3.592	3.308	-7,9%	

Fonte: INE, Orçamento de Estado 2015, BPI cálculos

Notas: (1) - Engloba subsídio familiar a crianças e jovens, subsídio por doença, RSI, Outras Prestações, Acção Social, Acções de formação profissional; (2) - engloba, a título de exemplo, serviços de educação prestado pelas escolas públicas, consultas e operações nos centros de saúde e nos hospitais públicos, etc.; (3) - Em 2014 engloba EUR 1861 milhões (ME) em operações one-off, respeitantes a empréstimos à Companhia Carris de Ferro de Lisboa (CARRIS) e STCP (1192 ME), bem como o writte-off do empréstimo relacionado com a venda do BPN, e despesa com crédito fiscal ao investimento (225 ME).

4. Tendências para a Dívida Pública e necessidades de financiamento

A dívida directa do Estado deverá sofrer um aumento em 2014 de 10.1 mil milhões de euros, justificado em parte pela aquisição líquida de activos financeiros de 8.2 MME (segundo OE15), acrescida do contributo do défice orçamental (7.4 MME) e parcialmente compensada pelo decréscimo em 5.3 MME do saldo de financiamento para exercícios seguintes (grosso modo, disponibilidades do Tesouro, excluindo parcela cativa devido ao pacote de recapitalização da banca).

As alterações associadas à adopção do novo sistema de contas nacionais implicaram a revisão do nível de dívida pública por inclusão de empresas públicas no perímetro de consolidação da Administração Pública, como é o caso dos hospitais EPE, de algumas empresas públicas de transportes, da Sagestamo, da Estamo, da EDIA e da Parpública. Esta é uma das razões para o montante avultado das aquisições líquidas de activos financeiros. Segundo o OE15, a cobertura de necessidades de financiamento de empresas públicas terá justificado um valor de cerca de 6.2 MME do acréscimo de aquisições líquidas de activos financeiros (sob a forma de empréstimos ou aumentos de capital) e o empréstimo ao Fundo de Resolução, no âmbito da operação de recapitalização do Novo banco, correspondeu a 3.9 MME.

Efectivamente, segundo informação anteriormente veiculada pelo Banco de Portugal, a dívida pública registou um aumento de 5.2 mil milhões de euros (mme), em grande parte por via do financiamento concedido pelo estado à CP, Carris e STCP, embora parte desta verba se refira ao facto de o Estado ter assumido cerca de 3.5 MME relativos a dívida bancária das empresas incluídas no perímetro por via da alteração das normas contabilísticas (SEC2010). Refira-se que a Carris e STCP continuam fora do perímetro, mas são financiadas através de empréstimos de médio e longo prazo do Estado.

Estrutura da Dívida Direta do Estado

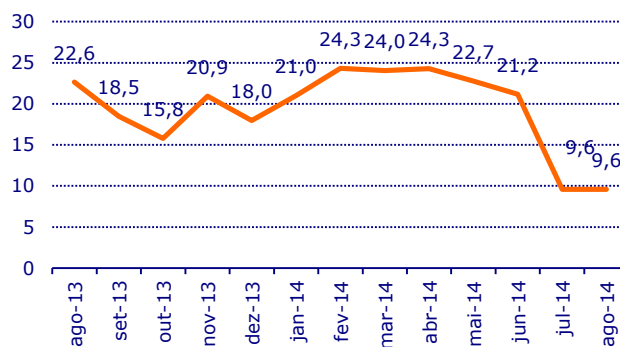
(Óptica da contabilidade pública; exclui derivados financeiros; milhões de euros)

Instrumentos	2013		2014E	
	Montante	%	Montante	%
OT - taxa fixa	92.708	45,4	93.472	43,6
Certificados do Tesouro	2.026	1,0	4.120	1,9
Certificados de Aforro	10.132	5,0	11.993	5,6
Dívida de curto prazo em euros	24.497	12,0	20.210	9,4
Da qual: Bilhetes do Tesouro	19.046	9,3	16.083	7,5
Outra dívida em euros	1.372	0,7	3.111	1,5
Dívida em moedas não euro	1.467	0,7	4.165	1,9
Prog. de Assistência Económica e Financ.	72.051	35,3	77.244	36,0
TOTAL	204.252	100,0	214.315	100,0

Fonte: Ministério da Finanças.
Nota: E-estimativa

Depósitos da Administração Central

(mil milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal, calc. BPI

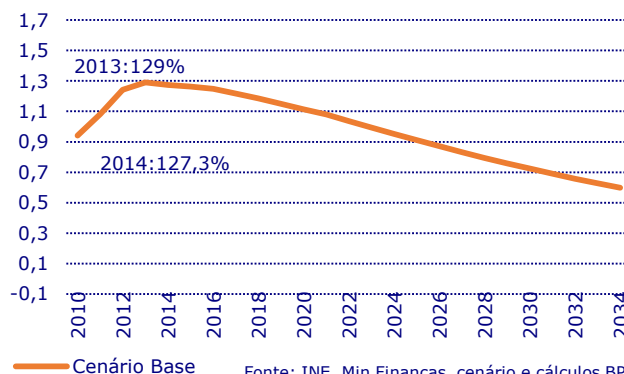
Cenário Implícito na trajetória

	PIB real Deflator		PIB nominal	Tx. de juro média implícita	Défice	Dívida Pública
2012	-1,4%	-0,3%	-1,7%	4,3%	6,4%	124,1%
2013	-1,4%	1,8%	0,3%	4,0%	4,9%	129,0%
2014	1,0%	1,0%	2,0%	4,0%	4,8%	127,3%
2015	1,5%	1,0%	2,5%	4,0%	2,7%	126,3%
2016	1,7%	1,2%	2,9%	3,7%	2,5%	124,9%
2017	1,7%	1,8%	3,5%	3,7%	1,5%	121,7%
2018	1,7%	1,9%	3,6%	3,8%	1,5%	118,5%

Fonte: Cálculos do autor.

Dívida Pública a inverter

(% do PIB)



— Cenário Base

Fonte: INE, Min Finanças, cenário e cálculos BPI

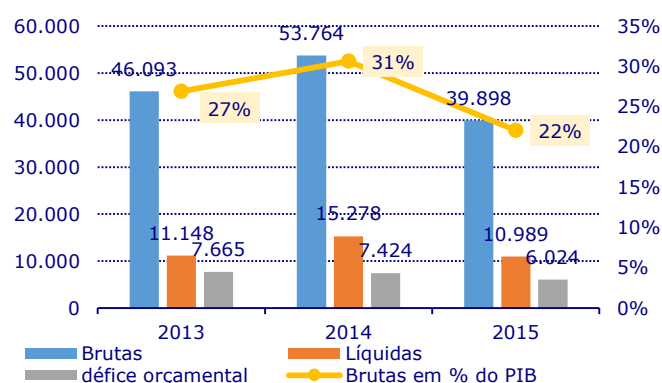
Uma notícia positiva é o facto da trajetória de dívida pública se dever começar a inverter já em 2014 reflectindo não só o andamento favorável do PIB e o esforço de consolidação mas também a utilização pelo Governo de uma parte da almofada de liquidez disponível bem como outras medidas de redução da dívida (eventualmente, reforço da exposição do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social a títulos de dívida do Estado, cujo efeito de consolidação tem impacto de redução do stock de dívida). É importante que este movimento, de redução do rácio, se concretize, pois tem sido um objectivo sucessivamente adiado e não concretizado. É certamente um dos factores mais relevantes na apreciação das agências internacionais de rating.

OPINIÃO

As necessidades brutas de financiamento – necessidades líquidas mais dívida a vencer – deverão encolher de cerca de **52.8 MME para 40 MME**, ou seja, de 31% para 22% do PIB. Esta trajectória reflectirá não só a expectativa de queda do défice orçamental, como o declínio das Aquisições líquidas de activos financeiros (de 8.2 MME para cerca de 5 MME) e menos cerca de 10 MME de amortizações de dívida. As emissões de dívida deverão decrescer de 48.5 MME para 36.6 MME para o qual contribuirá também a utilização parcial da liquidez disponível, que deverá ascender a 3.7 MME durante o próximo ano. Apresenta-se na tabela o detalhe dos vencimentos agendados de dívida pública. De destacar o declínio do saldo vivo de Bilhetes do Tesouro, para cerca de 15.3 MME (à data da recolha da informação), que compara com um *stock* superior a 20 MME no início do ano. Esta evolução está em linha com o desejado menor recurso à dívida de curto prazo, reduzindo o risco de refinanciamento. É ainda de salientar o crescente recurso a produtos de retalho, cujo saldo vivo (Certificados de Aforro e Tesouro) se espera que alcancem 3.9 MME em 2014 e 2.5 MME em 2015.

Necessidades de financiamento deverão encolher

(Milhões de euros; % do PIB)



Fonte: OE 2015

Necessidades de financiamento (calendário de vencimentos)

(Milhões de euros)

	Curto prazo	Médio e longo prazo	FMI	MEEF, FEEF	Total
nov-14	1,061	80			1,141
dez-14	1,591				1,591
Total 2014	2,653	80	0	0	2,732
jan-15	2,431				2,431
fev-15	1,352				1,352
mar-15	1,912	996			2,908
abr-15	1,028				1,028
mai-15	1,280				1,280
jun-15	1,000				1,000
jul-15	1,815				1,815
ago-15	934				934
set-15	931				931
out-15		6,357			6,357
nov-15		50	551		601
dez-15					0
Total 2015	12,682	7,403	551	0	20,636
2014	2,653	80			2,732
2015	12,682	7,403	551	0	20,636
2016		9,876	2,693		12,570
2017		11,258	3,621		14,880
2018		10,953	4,349		15,302
2019		10,965	4,502		15,467
2020		9,693	3,952		13,644
2021		7,610	3,952		11,562
2022		1,267	1,809		3,076
2023		7,228	764		7,991
up23		21,799	153	51,629	75,581
Total	15,335	89,133	26,346	51,629	203,555

Fonte: Bloomberg, BPI.

Composição do financiamento em 2015

(previsão da dívida fundada ao valor de encaixe - ano civil; milhões de euros)

	Emissão	Amor-tização	Líquido
DÍVIDA EURO	35.029	27.642	7.387
CA - Certificados de Aforro	1.800	300	1.500
CT - Certificados do Tesouro	1.060	60	1.000
CEDIC - Certificados Especiais de Dívida Pública CQ	4.127	4.127	0
CEDIM - Certificados Especiais de Dívida Pública MLP	0	399	-399
BT - Bilhetes do Tesouro	16.042	16.083	-41
OT - taxa fixa	12.000	6.619	5.381
FEEF	0	0	0
MEEF	0	0	0
Outra dívida de curto prazo	0	0	0
Outra dívida de médio e longo prazo	0	55	-55
DÍVIDA NÃO EURO	1.600	1.307	293
FMI	0	535	-535
Outra dívida	1.600	771	829
FLUXOS DE CAPITAL DE SWAPS (LÍQ.)	-	-39	39
TOTAL	36.629	28.910	7.720

Fonte: Ministério das Finanças.

OPINIÃO - ANEXO

Medidas de Consolidação Orçamental em 2015

(milhões de euros)

	Valores brutos	
	M€	% do PIB
Despesas com o pessoal	189	0,1
Impacto da alteração da política remuneratória	-199	-0,1
Redução de efetivos por aposentação	190	0,1
Efeito <i>carry-over</i> da execução de programas de rescisão por mútuo acordo	65	0
Utilização do sistema de requalificação de trabalhadores	58	0
Outras medidas sectoriais	75	0
Prestações sociais	-518	-0,3
Extinção da Contribuição Extraordinária de Solidariedade (CES) (3,5%-10%)	-660	-0,4
Introdução de teto máximo sobre as prestações sociais	100	0,1
Contribuição sobre as pensões mais elevadas	42	0,0
Prestações sociais em espécie	173	0,1
Receitas adicionais no sector da Saúde, nomeadamente na Indústria Farmacêutica	160	0,1
Outras medidas sectoriais	13	0,0
Consumo intermédio	507	0,3
Redução de despesa em Tecnologias de Informação e Comunicação	138	0,1
Redução de despesa relativa a estudos, pareceres, projetos, consultoria e outros trabalhos especializados	179	0,1
Outras medidas sectoriais	190	0,1
Subsídios	99	0,1
Redução das indemnizações compensatórias para o Sector Empresarial do Estado	85	0,0
Outras medidas sectoriais	14	0,0
Investimento	28	0,0
Outra despesa corrente	51	0,0
Total de medidas do lado da despesa	530	0,3
Diminuição de Despesa	530	0,3
Impostos sobre a produção e a importação	0	0,1
Contribuições sociais	75	0,0
Efeito <i>carry-over</i> do aumento da contribuição para ADSE-SADs-ADM	75	0,0
Outras receitas	366	0,2
Alteração ao modelo de exploração de jogo	25	0,0
Incremento de impostos específicos sobre o consumo	100	0,1
Aumento da Contribuição sobre o Sector Bancário	31	0,0
Alteração da Contribuição sobre o Serviço Rodoviário	160	0,1
Outras medidas	50	0,0
Total de medidas do lado da receita	441	0,2
Resultado líquido da receita fiscal das medidas em despesas com pessoal e prestações sociais	83	0,0
Resultado líquido da receita contributiva do empregado das medidas em despesas com pessoal	-21	0,0
Aumento de Receita	504	0,3
Total de medidas permanentes	1.034	0,6
Total de medidas pontuais	216	0,1
Total	1.249	0,7

Fonte: Ministério das Finanças, outubro de 2014.

EMPREGO PÚBLICO EM PORTUGAL E NO CONTEXTO DA ZONA EURO

O que se expõe aqui é uma caracterização do emprego público em Portugal, recorrendo a várias variáveis: peso do emprego público na população activa e população empregada portuguesa, remunerações em percentagem do PIB, taxa de feminização do mercado de trabalho em geral comparativamente à taxa verificada no emprego público, nível de tecnicidade do emprego nas administrações públicas e a estrutura etária que caracteriza os funcionários que trabalham no sector público. Para além desta análise, faz-se, também, uma comparação com os dados existentes com os outros países da Zona Euro, com especial incidência sobre Alemanha, França, Espanha e Itália, as maiores economias da região, e também para a Zona Euro e União Europeia em termos agregados. Por fim, faz-se uma caracterização do emprego público nas Entidades Públicas Empresariais (EPE) e sobre o Sistema de Requalificação do Estado (antigamente denominado Sistema de Mobilidade).

Do exposto, pode concluir-se que desde a implementação do Programa de Assistência Económica e Financeira foram obtidos resultados positivos na racionalização da função pública, visíveis, por exemplo, na redução de cerca de 10% no número de funcionários públicos, na redução do peso das remunerações no PIB em 0.8 pontos percentuais entre 2011 e o 1T14, na diminuição de cerca de 5% na remuneração média mensal e na queda de aproximadamente 2 pontos percentuais do peso da despesa pública com pessoal no produto interno bruto. Dos resultados obtidos chama-se particular atenção para a redução do número de funcionários públicos, dado o seu carácter permanente e que poderá favorecer a redução sustentada da despesa pública com pessoal.

• Emprego na Administração Pública no quadro do mercado de trabalho português

Os dados mais recentes existentes para as estatísticas do emprego público português registam um total de 552,959 postos de trabalho no 2º trimestre deste ano, um decréscimo de 9.7% face a Dezembro de 2011 (ano de aplicação do memorando da Troika). A maior percentagem dos postos de trabalho encontra-se na administração central, com 74.4%, registando este sector da administração pública o maior decréscimo (10.4% face a Dezembro de 2011). O principal motivo apresentado pela Direcção Geral da Administração e do Emprego Público (DGAEP) foi a passagem à reforma/aposentação de vários funcionários públicos, registando uma percentagem de 62.6% das saídas verificadas na Administração Pública (a maior percentagem de saídas justificadas por este motivo deram-se na Administração Regional e Local - 82.1%). O peso do emprego público na população activa e empregada em Portugal desde 2011 até ao 2º trimestre de 2014 encontra-se na tabela seguinte:

Peso do emprego público no mercado de trabalho

	Administração Pública				Adm. Central				Adm. Regional e Local			
	2011	2012	2013	2014 (2T)	2011	2012	2013	2014 (2T)	2011	2012	2013	2014 (2T)
Núm. de empregados no sector público	612,566	585,600	563,739	552,959	458,951	437,081	419,406	411,407	153,615	148,519	144,333	141,552
Peso na pop. Activa ¹⁾	11.1%	10.7%	10.7%	10.5%	8.3%	8.0%	7.9%	7.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
Peso na pop. Empregada ²⁾	12.7%	12.9%	12.6%	12.2%	9.5%	9.6%	9.4%	9.1%	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%

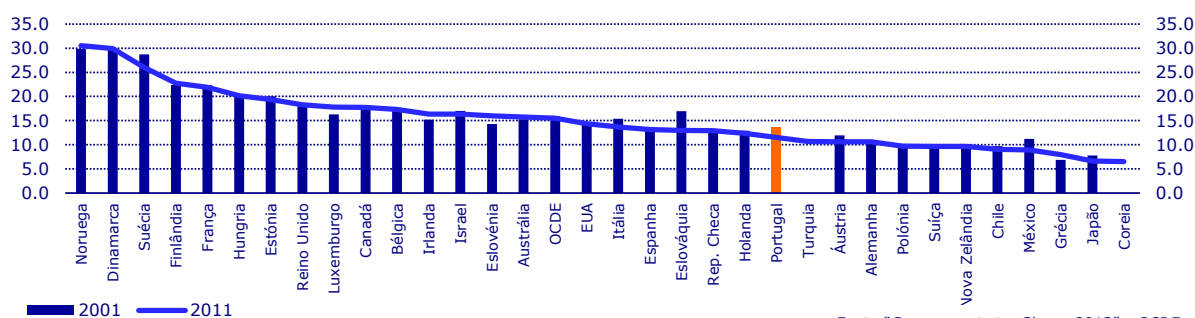
Fonte: Boletins Estatísticos da DGAEP

Nota: ¹⁾População activa: indivíduos com mais de 15 anos que se encontrem disponíveis para trabalhar. Inclui empregados e desempregados.; ²⁾População empregada: indivíduos com mais de 15 anos que trabalharam, no período de análise, pelo menos uma hora e que receberam uma remuneração em troca de mão-de-obra. Inclui trabalhadores por conta própria e de outrem.

Como é visível, a dimensão do sector público, medida pelo número de empregados, tem vindo a diminuir desde 2011, o que pode ser observado também no peso do sector público na população activa, que em 2011 era de 11.1% e em 2014 é de 10.5%, um decréscimo de 0.6 p.p.. O peso na população empregada portuguesa também tem registado diminuições, com excepção para o ano de 2012, em que atinge uma percentagem de 12.9%. Os dados mais recentes para 2014 dão conta de uma percentagem de 12.2%, uma diminuição de 0.5 p.p. comparativamente a 2011.

Peso do emprego nas administrações públicas na população activa para países da OCDE

(em percentagem)



Fonte: "Government at a Glance 2013" - OCDE

OPINIÃO

O gráfico anterior compara o peso do emprego nas administrações públicas na população activa para os países da OCDE, incluindo Portugal, em 2001 e 2011. Através deste gráfico é possível verificar uma tendência de diminuição da dimensão do sector público, medida em termos do peso que o emprego público tem na população activa. Portugal, comparativamente aos outros países, é um dos que apresentou uma diminuição mais acentuada face a 2001, e registou, em 2011, uma percentagem menor (11.1%) do que a média dos países da OCDE (15.5%).

A distribuição dos funcionários públicos pelos subsectores da Administração Pública, representada pelo gráfico lateral, dá conta de que vários países da OCDE têm mais funcionários nos outros níveis que não o central, o que indica mais responsabilidades delegadas ao nível regional e local. Contudo, nos últimos 10 anos (findos em 2011), a percentagem de pessoal empregue na Administração Central manteve-se estável, com algumas excepções, como a Espanha, que assistiu a um processo de descentralização muito acentuado (aumento de 10% do emprego nos níveis que não o central), influenciado, também, pela redução de funcionários públicos que se assistiu neste país desde 2010. Por outro lado, a Noruega registou um desempenho contrário, com um aumento de 13% no pessoal empregue na Administração Central.

O quadro seguinte mostra de que forma o número de funcionários públicos diminuiu em alguns cargos da Administração Pública, com especial relevância para os enfermeiros, professores e pessoal administrativo, os cargos mais afectados com as políticas de redução de pessoal.

Assim sendo, verifica-se que, ao longo da vigência do programa de assistência económica e financeira da Troika, a maior diminuição do emprego público deu-se nos educadores de infância e docentes do ensino básico e secundário (-14.1%). Os assistentes operacionais também diminuíram de forma significativa (-11.2%), juntamente com os assistentes técnicos/administrativos (-9.1%). Também os enfermeiros sofreram uma queda considerável (-8.3%), contrariamente aos médicos, cujo número aumentou ligeiramente em 1.8%. Outro cargo que assistiu a uma queda assinalável foi o das Forças Armadas, com uma variação negativa de 9.6%.

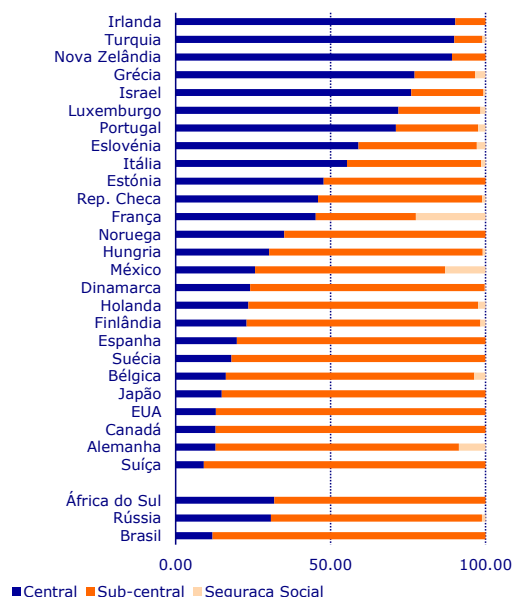
• Remunerações da Administração Púb. em % do PIB

O gráfico seguinte mostra a evolução das remunerações da Administração Pública, em percentagem do PIB, para Portugal:

Como é visível pelo gráfico, a partir do ano terminado no 1º trimestre de 2013, este indicador reverte a tendência de queda que se tinha vindo a assistir desde finais de 2010, atingindo no ano terminado no 1º trimestre de 2014 uma percentagem de 10.5% do PIB. Esta reversão durante o ano de 2013 deve-se, essencialmente, à reposição do pagamento do subsídio de férias e de Natal, enquanto no 1º trimestre de 2014 volta a diminuir a percentagem, devido à quebra das remunerações aplicadas aos funcionários públicos.

Distribuição dos funcionários públicos por níveis da Administração Pública, 2011

(em percentagem do total da pop. da AP)



Fonte: "Government at a Glance 2013" - OCDE

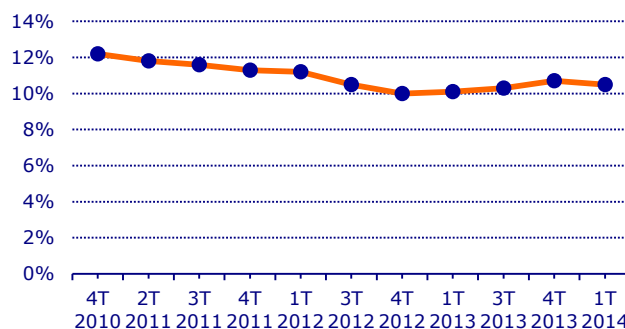
Emprego na Adm. Pública por cargo/carreira/grupo

	2011	2014	Variação	Variação (%)
Total	612,566	552,959	-59,607	-9.7%
Dirigente intermédio	9,646	8,456	-1,190	-12.3%
Técnico Superior	53,074	50,660	-2,414	-4.5%
Assistente técnico/administrativo	82,842	75,294	-7,548	-9.1%
Assist. operacional/operário/auxiliar	140,207	124,496	-15,711	-11.2%
Educ. Infância e Doc. Ens. Básico/Secund.	150,852	129,640	-21,212	-14.1%
Docente Ensino Universitário	13,994	13,674	-320	-2.3%
Docente Ensino Superior Politécnico	9,695	8,946	-749	-7.7%
Forças Armadas	34,509	31,209	-3,300	-9.6%
Médico	7,462	7,594	132	1.8%
Enfermeiro	9,615	8,820	-795	-8.3%

Fonte: Boletins Estatísticos da DGAEP

Remuneração dos funcionários da Administração Pública

(em percentagem do PIB)



Fonte: Boletins Estatísticos da DGAEP

Tal como é possível concluir pela análise do gráfico, Portugal tem vindo a seguir a tendência de diminuição das remunerações em percentagem do PIB na União Europeia e na Zona Euro, embora se verifique uma redução mais acentuada para o nosso país.

Evolução das remunerações das administ. púb. em % do PIB, em Portugal e na UE (ano terminado no trimestre)

(% PIB, índice)

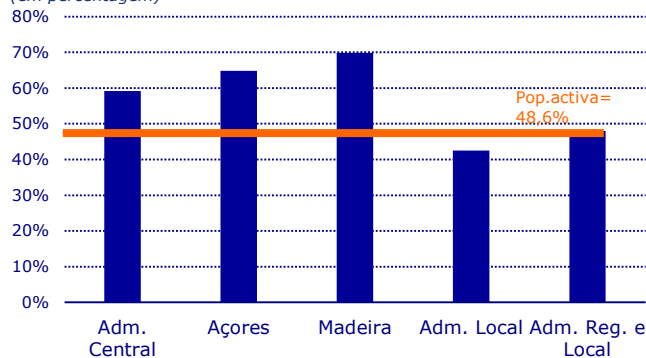


• Taxa de feminização na Administração Pública e na população activa

As mulheres têm tido cada vez mais um papel relevante e crescente no mercado de trabalho português, e isso é visível na Administração Pública. Os dados mais recentes para o 2º trimestre de 2014 registam uma elevada taxa de participação feminina na AP (56.3%), acima dos 48.6% registados no mercado de trabalho em geral. Especial apontamento para as percentagens registadas na Administração Regional dos Açores, que registou uma percentagem de 64.8% no 2º trimestre de 2014, e para a Administração Regional da Madeira, com uma percentagem de 69.9%. Como é possível ver pelo gráfico seguinte, a Administração Local apresenta uma taxa de feminização de 42.5%, abaixo dos 48.6% verificados para a população activa portuguesa. Na Administração Pública é de realçar o contributo da área da Educação e da Saúde, com taxas de 74.9% e 77.6%.

Taxa de feminização nas administrações públicas e na população activa, 30 Junho/2T 2014.

(em percentagem)



A tabela seguinte permite-nos ter uma noção da taxa de feminização ao longo dos últimos 4 anos:

De acordo com os dados da tabela, tem-se assistido, desde 2011 até 2014, a um aumento da percentagem de mulheres no mercado de trabalho na população activa portuguesa, um aumento de 1.6 p.p., enquanto na Administração Pública tem-se verificado antes um decréscimo (-0.3 p.p.).

Índice de participação da mulher no mercado de trabalho

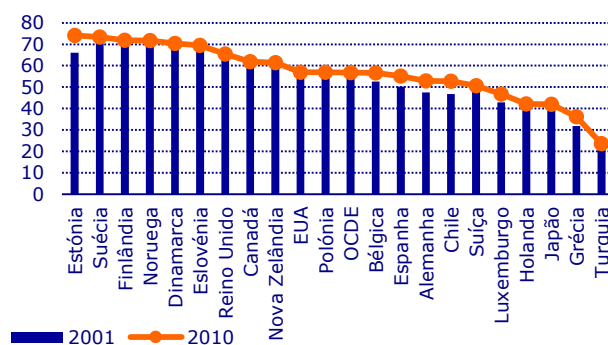
	2011	2012	2013	2014 (2T)
Percentagem de participação no mercado de trabalho	47.0%	47.3%	47.8%	48.6%
Percentagem de participação na adm. Pública	56.6%	56.4%	56.2%	56.3%

Fonte: Boletins Estatísticos da DGAEP

Comparando com os países da OCDE (dados mais recentes para 2010), Portugal está em linha com a média verificada para o conjunto destes países, embora ligeiramente abaixo (em 2010, Portugal tinha uma percentagem de 56.5% e a média dos países da OCDE era de 56.8%), mas à frente de países como a Alemanha e Espanha.

Taxa de feminização nas administrações públicas em países da OCDE, 2010

(% funcionários públicos)



OPINIÃO

• Nível de tecnicidade do emprego público

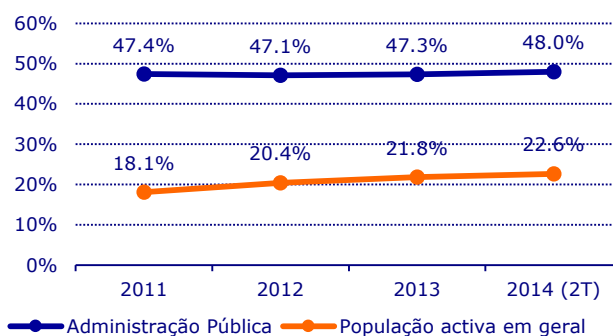
O nível de tecnicidade, medido pelo peso de trabalhadores com o ensino superior, verificado na Administração Pública tem, ao longo dos anos, ficado bastante acima do nível verificado para a população activa no geral, apesar de esta ter assistido a aumentos, ainda que pouco significativos. No 2º trimestre de 2014, 48% dos trabalhadores da Administração Pública possuía o ensino superior, 25 pontos percentuais acima do registado na população activa em geral. No final de Junho de 2014, os Ministérios da Educação e Ciência (73.5%), Ambiente, Ordenamento do Território e Energia (65.3%) e o da Saúde (63.8%) são os que apresentam um maior número de funcionários com este nível de qualificação. Mais de metade dos funcionários com ensino superior são mulheres (67.5%), contrariamente aos 13.8% verificados para a população activa portuguesa.

De realçar que, em 2014, 26.2% dos funcionários públicos tinham apenas o ensino básico, verificando-se a maioria na Administração Local (49.2%).

Analisando este indicador pelos cargos da administração pública, os assistentes operacionais, operários e auxiliares apresentam uma parte muito significativa de funcionários com ensino básico (78%). Por seu turno, o cargo de oficial de justiça, oficial dos registos e do notariado e polícia municipal, assim como os assistentes técnicos e administrativos, são os que apresentam mais trabalhadores com ensino secundário, com percentagens de 78.2%, 74.4%, 70.4% e 68.3%, respectivamente. Magistrados, diplomatas, pessoal de investigação científica, médicos, conservadores e notários possuem o ensino superior completo.

Nível de tecnicidade do emprego na AP e população activa em geral, 2011-2T 2014

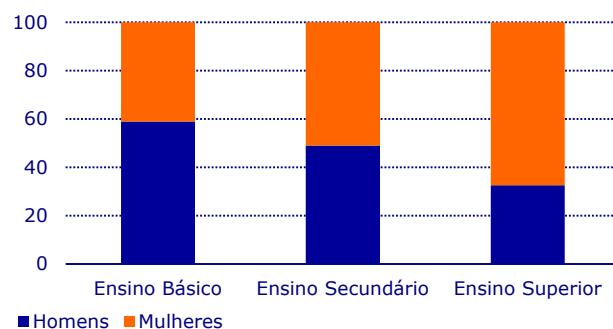
(em percentagem)



Fonte: Boletins Estatísticos da DGAEP

Homens e mulheres nos níveis de escolaridade, 2ºT 2014

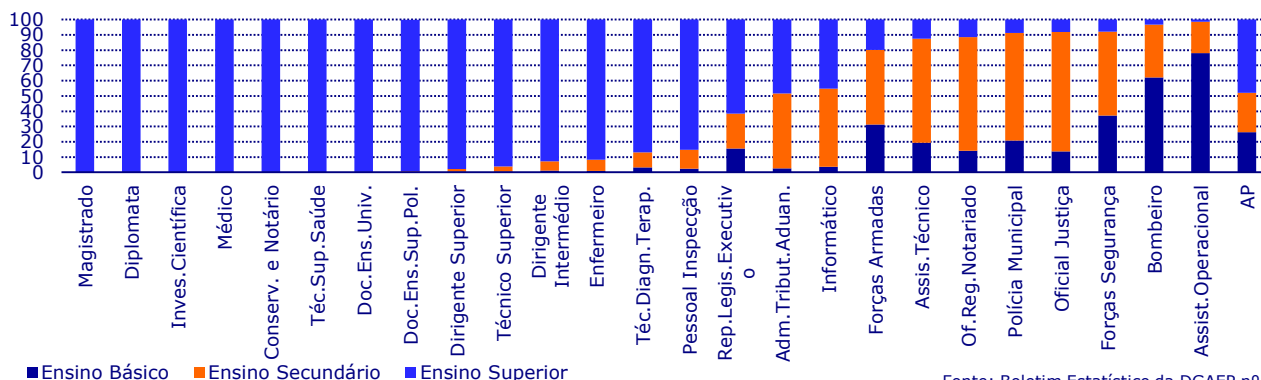
(em percentagem)



Fonte: Boletim Estatístico da DGAEP nº 11

Distribuição dos níveis de escolaridade nos cargos, carreiras e grupos, 2ºT 2014

(em percentagem)



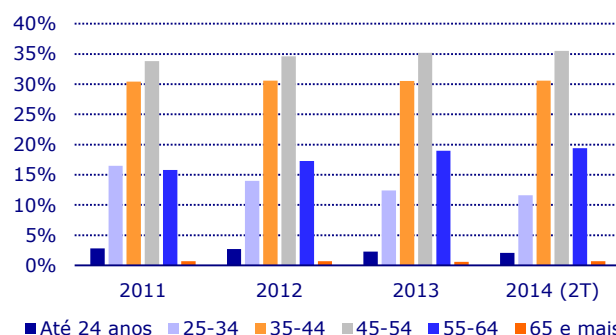
Fonte: Boletim Estatístico da DGAEP nº11

• Estrutura etária dos funcionários do sector público

Os dados mais recentes de Junho de 2014 realçam que 35.5% dos trabalhadores do sector público tinham entre 45 e 54 anos, enquanto 20.1% dos funcionários tinham 55 ou mais anos. De realçar que estas duas classes têm vindo a aumentar desde 2011, como é possível verificar pelo gráfico adjacente. Assim sendo, em 2014, a idade média situa-se nos 45.6 anos, 1.5 anos acima do verificado no final de 2011. O principal sector que permite atenuar uma idade média superior é o das Forças Armadas. Se excluirmos estes funcionários, a idade média seria de 47.1 anos.

Estrutura etária dos funcionários públicos, 2011-2T 2014

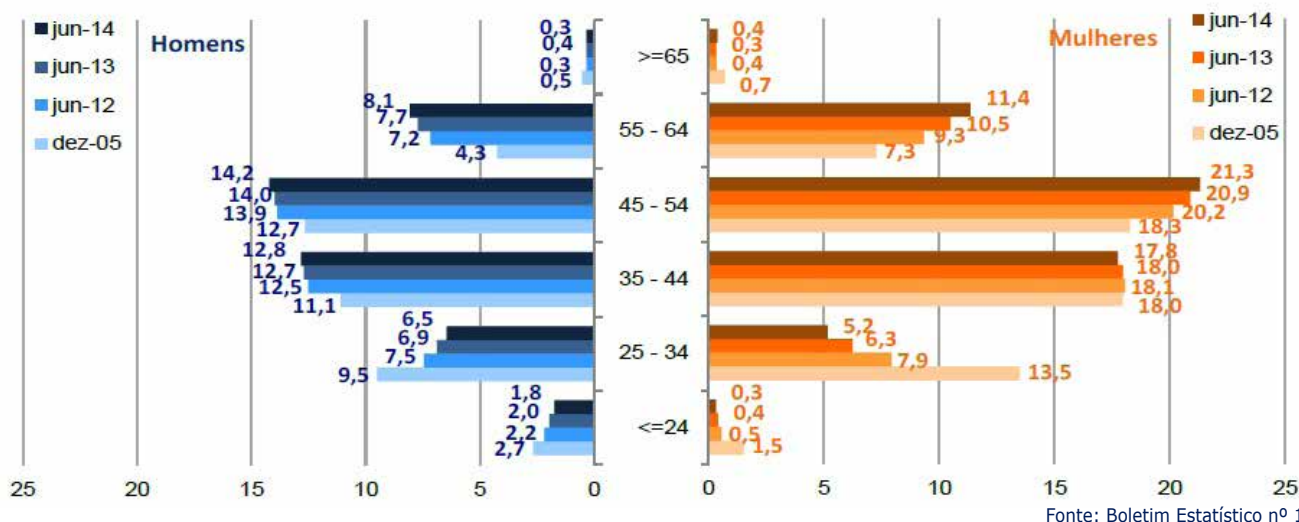
(em percentagem)



Fonte: Boletins Estatísticos da DGAEP

Pirâmide etária dos trabalhadores nas administrações públicas, 31 de Dezembro 2005 e 30 Junho 2012, 2013 e 2014

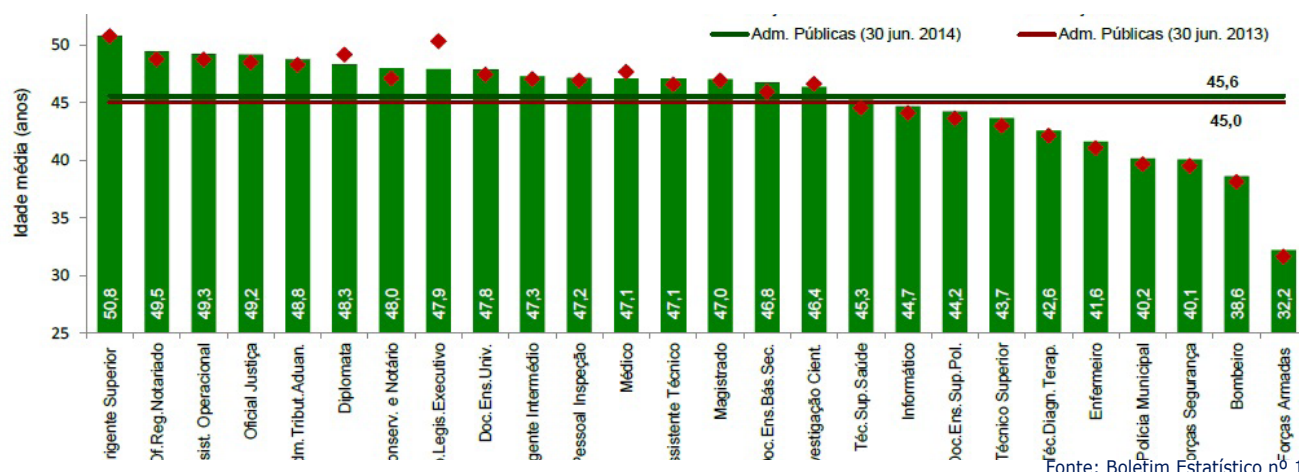
(em percentagem)



Fonte: Boletim Estatístico nº 11.

À data de Junho de 2014, os médicos eram a classe que tinha maior número de trabalhadores com idades entre os 55 e os 64 anos (45.1%). Por outro lado, os cargos onde os funcionários são mais jovens são os das Forças Armadas, polícia municipal, bombeiros e Forças de Segurança (maior número de funcionários com menos de 40 anos). O gráfico seguinte permite fazer uma análise comparativa da idade média dos trabalhadores por cargo, entre 30 de Junho de 2014 e o período homólogo de 2013.

Idade média estimada dos trabalhadores por cargo, carreira e grupo, 30 Junho 2013 e 2014



Fonte: Boletim Estatístico nº 11.

OPINIÃO

Por esta representação, percebe-se que houve cargos para os quais a idade média diminuiu, embora em grande parte dos cargos se tenha verificado um agravamento deste indicador, assim como se assiste a um aumento da idade média da Administração Pública em Junho de 2014, de 45.6 anos, comparando com 45.0 anos em igual período do ano anterior. Para a maior parte dos cargos, a idade média foi superior à média verificada nas administrações públicas.

• Despesas com pessoal da Administração Pública

Desde 2011 que se tem vindo a assistir à diminuição das remunerações médias mensais na Administração Pública. A queda mais significativa deu-se em Janeiro de 2012 comparativamente a Outubro de 2011, sendo que, dados mais recentes, dão conta de uma remuneração média mensal a rondar os EUR 1,500 mensais. A Administração Central é a que apresenta remunerações médias mensais superiores (EUR 1,662 comparativamente com EUR 1,113 verificados na Administração Regional e Local).

Remunerações médias mensais na Adm.Pública

	2011	2012				2013				2014	
	Out.	Jan.	Abr.	Jul.	Out.	Jan.	Abr.	Jul.	Out.	Jan.	Abr.(p)
Adminitração Pública	2,012	1,604	1,585	1,596	1,595	1,601	1,598	1,594	1,593	1,514	1,519
Adminitração Central	1,752	1,761	1,740	1,747	1,748	1,755	1,751	1,746	1,749	1,659	1,662
Adminitração Regional e Local	1,159	1,156	1,142	1,157	1,158	1,158	1,158	1,161	1,156	1,103	1,113

Fonte: Boletins Estatísticos da DGAEP

O documento da Síntese de Execução Orçamental de Agosto de 2014 permite-nos ter uma ideia da evolução das despesas com pessoal no Estado português por subsector da Administração Pública. O gráfico seguinte mostra a evolução das despesas com pessoal do Estado em termos agregados, entre 2010 e Agosto de 2014 (dados mais recentes):

Desde 2011, verifica-se uma diminuição das despesas com pessoal do Estado, interrompida em 2013, mas retomando no ano seguinte e com perspectivas de continuação da redução.

Em relação à Administração Central e Segurança Social, verifica-se que a despesa aumentou 3.3% face ao período homólogo, ainda que de forma menos acentuada do que se tinha verificado até Julho (+3.9%), contribuindo de forma mais significativa o aumento das transferências e das despesas com pessoal. Para este último caso, a taxa de variação homóloga acumulada foi de 8.9%, contrariamente à taxa de 9.3% verificada até Julho, registando um valor de EUR 8,836.2 milhões de execução acumulada em 2014, face a EUR 8,114.8 milhões de euros em igual período do ano anterior. As justificações apontadas pela Direcção Geral do Orçamento (DGO) para este aumento tem a ver com o desfasamento temporal do pagamento do subsídio de férias aos funcionários públicos face ao ano anterior, a reversão verificada na redução remuneratória aplicada este ano, resultado da decisão de inconstitucionalidade apontada pelo Tribunal Constitucional a uma medida do Orçamento de Estado para 2014, e o aumento da taxa de contribuição das entidades públicas empregadoras para a Caixa Geral de Aposentações e para a Segurança Social.

Dentro da Administração Central, a despesa com o pessoal tinha a seguinte distribuição por subsector:

Distribuição da despesa com pessoal por subsector na Administração Central

Programa Orçamental	Execução Acumulada		Variação Homóloga acumulada (%)		Contributo VHA ago (em p.p.)
	2013	2014	Julho	Agosto	
Total	7,939.4	8,642.9	9.3	8.9	
Do qual:					
Ensino Básico e Sec. e Adm.Esc.	2,780.4	3,067.6	10.7	10.3	3.6
Ciência e Ensino Superior	784.0	877.2	12.7	11.9	1.2
Justiça	637.9	705.8	11.1	10.6	0.9
Segurança Interna	1,017.8	1,083.0	7.0	6.4	0.8
Saúde	633.4	686.8	9.3	8.4	0.7
Defesa	798.8	845.9	6.5	5.9	0.6

Fonte: Direcção-Geral do Orçamento.

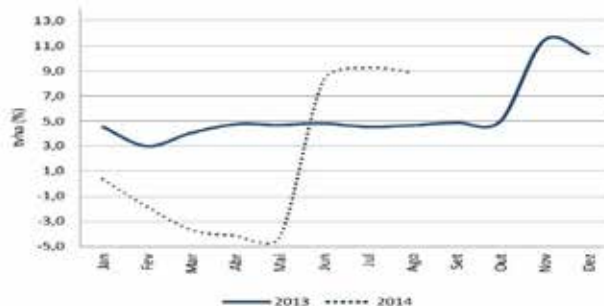
Como se pode ver pelo gráfico seguinte, a taxa de variação homóloga acumulada das despesas com pessoal na Administração Central estava a diminuir desde o início do ano, sofrendo uma subida muito significativa em Maio, resultado das consequências já apontadas em cima.

Na Administração Regional e Local, assistiu-se, em 2012, a uma redução substancial face a 2011, contrariamente ao que se tem vindo a registar nos anos seguintes e para o que se prevê para este ano e 2015.

Em termos globais, e como é possível ver pela tabela seguinte, dados de 2012 dão conta de que a França é o país com uma percentagem das despesas com pessoal no total da União Europeia (19.4%) e Zona Euro (26.9%) superior. Neste conjunto de países, Portugal é o que contribuiu menos para o total de despesas com pessoal. Se atentarmos no peso que as despesas com pessoal têm no total de despesas do sector público, para cada um dos países, percebe-se que Portugal tem uma percentagem superior (20.8%) face à Alemanha (17.1%). No conjunto das principais economias, Espanha é o país que tem a percentagem superior (23.6%), seguido de perto pela França (23.3%). A Itália tem uma percentagem ligeiramente superior à verificada para Portugal (20.9%). Se verificarmos o total da União Europeia a 27 países e a Zona Euro, percebe-se que as despesas com pessoal têm uma percentagem muito significativa no total dos custos do sector público. Dados mais recentes poderiam ajudar a perceber se as reformas aplicadas pelos Estados no sector público estão a ter impacto na redução das despesas com o pessoal.

Despesa com o pessoal da Administração Central, 2013 e 2014

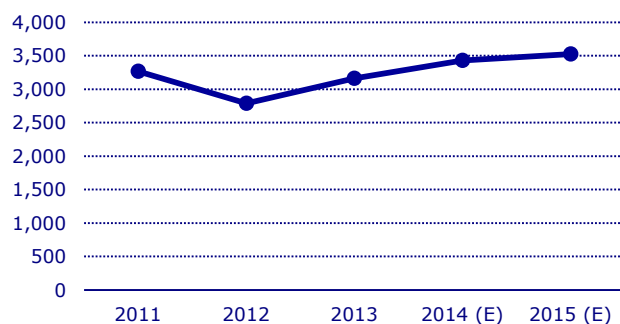
(tx. var. hom. %)



Fonte: Síntese de Execução Orçamental Agosto 2014

Despesas com pessoal do Estado (Administração Regional e Local)

(milhões euros)



Fonte: DGO

Despesas com pessoal no sector público (2012)

	UE-27	ZE-17	Alemanha	Espanha	França	Itália	Portugal
Despesas com pessoal	1,379,495.7	993,720.9	203,210.0	116,087.0	267,705.0	165,366.0	16,308.9
Total das despesas da Adm. Pública	6,376,815.1	4,736,149.5	1,191,490.0	491,414.0	1,151,257.0	792,583.0	78,243.8
Peso das despesas com pessoal nas despesas na Zona Euro	-	-	20.4%	11.7%	26.9%	16.6%	1.6%
Peso das despesas com pessoal nas despesas na União Europeia	-	-	14.7%	8.4%	19.4%	12.0%	1.2%
Peso das despesas com pessoal no total das despesas do Estado	21.6%	21.0%	17.1%	23.6%	23.3%	20.9%	20.8%

Fonte: Eurostat

Se analisarmos as despesas com pessoal do sector público em percentagem do PIB de cada região (tabela seguinte), verificamos que Portugal foi dos países da União Europeia que mais esforço fez na diminuição dos custos com pessoal na Administração Pública, desde 2010 até 2012, com uma redução da percentagem de 2.2 pontos percentuais face a 2010. Do conjunto das principais economias, a Espanha foi a que verificou uma redução das despesas com os funcionários públicos em percentagem do PIB mais significativa (0.8 p.p.), sendo que as duas principais economias não ajustaram estas despesas de forma tão significativa (0.2 p.p. para Alemanha e França), destacando-se França com valores superiores à média (13.2% em 2012).

Despesas com pessoal em percentagem do PIB

	2010	2011	2012
União Europeia 27	11.1%	10.8%	10.7%
Zona Euro 17	10.9%	10.6%	10.5%
Alemanha	7.8%	7.6%	7.6%
Espanha	12.0%	11.8%	11.2%
França	13.4%	13.1%	13.2%
Itália	11.1%	10.7%	10.6%
Portugal	12.2%	11.3%	10.0%

Fonte: Eurostat

OPINIÃO

O compromisso das autoridades portuguesas na redução dos custos com pessoal no sector público foi um dos aspectos inscritos no Programa de Assistência Económica e Financeira iniciado em Maio de 2011 e terminado em Junho deste ano. Neste âmbito, desde 2011 foram adoptadas medidas de consolidação orçamental com efeitos sobre o comportamento da despesa pública com pessoal, que se reflectiram na redução do rendimento dos funcionários públicos. Estas medidas incluíram o congelamento de salários e pensões, com excepção das mais baixas até 2013; a redução de pensões superiores a EUR 1,500 a partir de 2012; a redução do número de funcionários da Administração Central em 2012-13 em 1%, através da redução de novas contratações; e a racionalização dos funcionários da Administração Local e Regional, através da redução anual de 2% do emprego.

Resumidamente apresentamos as medidas com maior impacto na despesa pública com pessoal:

Documento	Medida	Notas
OE2012	Suspensão durante a vigência do Programa de Assistência Económica e Financeira do pagamento de subsídios de férias e de Natal ou quaisquer prestações correspondentes aos 13.º e ou 14.º, cuja remuneração base mensal seja superior a 1000 euros. As remunerações acima de 485 euros ficam sujeitos a uma redução progressiva nestas prestações.	
OE2012	Manutenção das reduções salariais aprovadas pela Lei do Orçamento de Estado para 2011: a) 3.5 % sobre o valor total das remunerações superiores a € 1500 e inferiores a € 2000; b) 3.5 % sobre o valor de € 2000 acrescido de 16 % sobre o valor da remuneração total que exceda os € 2000, equivalente a uma taxa global que varia entre 3.5% e 10%, no caso das remunerações iguais ou superiores a € 2000 até € 4165; c) 10% sobre o valor total das remunerações superiores a € 4165; d) Ficam isentos os salários abaixo dos € 1500.	Mantida no OE2013. Reactivada após declaração de inconstitucional da redução progressiva entre 2.5% e 12%, com carácter transitório dos salários superiores a €600, prevista no OE2014.
OE2012	Proibição de valorizações, acréscimos remuneratórios ou prémios.	Mantida nos OE2013 e 2014.
OE2012	Redução anual em 2% do número de funcionários públicos.	Mantida nos OE2013 e 2014.
OE2012	Redução de 50% do pagamento de trabalho extraordinário à Administração Pública: a) 25 % da remuneração na primeira hora; b) 37.5% da remuneração, nas horas ou fracções subsequentes; c) O trabalho extraordinário prestado em dia de descanso semanal, obrigatório ou complementar, e em dia feriado, é também reduzido em 50%, passando a conferir o direito a apenas um acréscimo de 50% da remuneração por cada hora de trabalho efectuado.	
OE2013	Suspensão do pagamento do subsídio de férias ou equivalente, idêntico ao de 2012: a) Para remunerações base mensais superiores a 1.100€ não há pagamento de subsídio de férias ou equivalente. b) Para remunerações base mensais iguais ou superiores a 600€, mas inferiores a 1.100€, o montante a auferir é calculado nos seguintes termos: Subsídio/Prestação = 1.320 - 1,2 x remuneração base mensal; c) Para remunerações base mensais inferiores a €600 não se aplica a suspensão;	Declarada inconstitucional
OE2014	Redução progressiva entre 2.5% e 12%, com carácter transitório, às remunerações mensais superiores a €600 de todos os trabalhadores das Administrações Públicas e do Sector Empresarial do Estado, bem como dos titulares de cargos políticos e outros altos cargos públicos. Serão todavia protegidos os rendimentos mensais até 600 euros, aplicando-se apenas a redução necessária para a percepção desse valor. Esta medida substitui a redução de carácter transitório entre 3.5% e 10% para rendimentos mensais acima de €1500 introduzido pelo Orçamento do Estado para 2011. A regra da redução remuneratória de carácter transitório pode ser descrita como segue: para valores de remunerações até €2000, aplica-se uma taxa progressiva que varia entre os 2.5% e os 12%; acima desse valor, aplica-se a taxa de redução de 12.	Declarada inconstitucional
OER2013	Alteração do período normal de trabalho de 35 para 40 horas semanais,	Mantida no OE2014
OER2013	Introdução do sistema de requalificação de trabalhadores em funções públicas:	
OER2013	Aumento das contribuições dos beneficiários para os subsistemas de protecção na doença (ADSE, SAD e ADM) de 1.5% para 2.25%.	No OER2014 a contribuição aumenta para 3.5%

• Condições de trabalho no sector público

A tabela que se segue mostra como, em 2012 para Portugal e em 2010 para a média dos países da OCDE e restantes países analisados, se distribuíam a média das horas trabalhadas por ano e por semana, assim como o número médio de dias de férias e de feriados que o sector público de cada país beneficiava.

Como é possível verificar, Portugal tinha, em 2012, menos horas trabalhadas por ano (1,622 horas), em média, do que os países da OCDE (1,745 horas). A par disso, tinha menos horas trabalhadas por semana (35 horas) do que a maior parte dos restantes países, compensado pelo menor número médio de feriados durante o ano (7 dias).

Número médio de horas trabalhadas por ano e por semana, e número médio de dias de férias e de feriados por ano no sector público

	Média das horas trabalhadas/ano (horas)	Médias das horas trabalhadas/semana (horas)	Núm.Médio de dias de férias (dias)	Núm.Médio de feriados (dias)
OCDE	1,745.0	-	-	-
Portugal	1,622.0	35.0	22.0	7.0
Espanha	1,663.0	37.5	22.0	14.0
Alemanha	1,814.0	41.0	29.5	10.0
França	1,573.0	35.0	25.0	11.0
Itália	1,676.0	36.0	24.0	4.0

Fonte: "Human Resources Management Country Profiles", OCDE.

• Emprego Público nas EPE

A tabela que se segue regista o número de empregados nas Entidades Públicas Empresariais (EPE) da Administração Central, da Administração Regional dos Açores (existem dados apenas para esta região), juntamente com o total de empregados nestas duas administrações e na AP. Para além disso, é calculado o peso do emprego nas EPE da Administração Central e Regional no total do emprego registado para estas zonas, assim como na Administração Pública.

Analisando os dados desde finais de 2011, verifica-se que o número de funcionários das EPE da Administração Central tem vindo a diminuir até Junho de 2014, contrariamente ao verificado nas EPE dos Açores, cujo número de funcionários tem assistido, desde 2012, a um aumento, atingindo em Abril deste ano o valor mais elevado dos últimos 3 anos. O peso do emprego das EPE no total do emprego da Administração Central tem registado poucas oscilações, sendo que os dados existentes para 2014 registam um ligeiro aumento face ao ano de 2013, acontecendo o mesmo no total do emprego da Administração Pública. O peso do emprego das EPE dos Açores sobre o emprego na Administração Regional tem registado um aumento, confirmação do crescente número de funcionários que estas entidades têm registado.

Emprego nas Entidades Públicas Empresariais

	2011	2012	2013	2014 (2T)
EPE Adm.Central	5,536.0	5,511.0	5,010.0	4,927.0
EPE Regional (Açores)	126.0	104.0	118.0	143.0
Adm.Central (Total)	458,951.0	437,081.0	419,336.0	411,407.0
Adm.Regional e Local (Total)	153,615.0	148,519.0	144,333.0	141,552.0
Adm.Pública (Total)	612,566.0	585,600.0	563,739.0	552,959.0
Peso na Adm.Central	1.21%	1.26%	1.19%	1.20%
Peso na Adm.Regional e Local	0.08%	0.07%	0.08%	0.10%
Peso na Adm.Pública	0.92%	0.96%	0.91%	0.92%

Fonte: Boletins Estatísticos da DGAEP

Ao mesmo tempo, também se tem vindo a assistir a uma redução acentuada nas remunerações médias mensais auferidas pelos funcionários das EPE, medidas pelo ganho médio mensal (os dados são relativos a Outubro de cada ano, com excepção para 2014, onde há, apenas, informação para Abril). Mais uma vez, verifica-se uma direcção contrária das EPE dos Açores, cuja remuneração média mensal aumentou de forma significativa de 2013 para 2014, contrariando a tendência de queda verificada nos anos anteriores e em sentido contrário ao verificado nas remunerações médias mensais da Administração Regional e Local.

Remunerações médias mensais nas EPE (ganho médio mensal)

	2011	2012	2013	2014 (2T)
EPE Adm.Central	1,856.6	1,799.1	1,784.7	1,681.6
EPE Regional (Açores)	1,733.8	1,712.0	1,561.8	1,771.1
Adm.Central	1,751.8	1,748.4	1,748.7	1,661.9
Adm.Regional e Local	1,159.2	1,157.8	1,155.9	1,113.1
Adm.Pública	1,599.9	1,594.5	1,593.1	1,518.6

Fonte: Boletins Estatísticos da DGAEP

OPINIÃO**• Mobilidade no sector público (Sistema de requalificação)**

De acordo com a Lei Geral do Trabalho em Funções Públicas (LGTFP), lei n.º 35/2014 de 20 de Junho, os funcionários públicos podem ser sujeitos a mobilidade, “quando haja conveniência para o interesse público”, nomeadamente “quando a economia, a eficácia e a eficiência dos órgãos ou serviços o imponham”. O regime de Requalificação (anterior mobilidade) aplica-se a todos os trabalhadores da administração directa e indirecta do Estado. São colocados neste programa os trabalhadores que sejam considerados excedentários nos seus serviços ou quando houver desequilíbrios económico-financeiros que obriguem à racionalização do número de trabalhadores efectivos.

A mobilidade pode requerer aceitação por parte do trabalhador. É dispensado o acordo do trabalhador quando o novo local de trabalho se situe até 60 km do local de residência e desde que uma destas situações se verifique: o novo posto de trabalho de situe no mesmo concelho da residência ou em concelho limítrofe, ou o novo local se situe num concelho integrado na área metropolitana do Porto ou de Lisboa ou num concelho fronteiriço quando a residência do trabalhador se situe numa destas áreas. Os trabalhadores aqui abrangidos podem requerer a dispensa no prazo de 10 dias justificando com, por exemplo, prejuízo para a vida pessoal, falta de transportes públicos entre a residência e o local de trabalho ou a duração excessiva da deslocação entre os dois locais.

A duração máxima da mobilidade está estabelecida em 18 meses, com excepções, e pode ser prorrogado por mais 6 meses quando esteja a decorrer concurso para o preenchimento daquele posto de trabalho.

Dados do Boletim Estatístico do Emprego Público nº11, registam uma diminuição do número de pessoas inseridas no sistema de requalificação de 4.2%, em termos agregados entre 2013 e 2011. No entanto, se compararmos o final de 2013 com o período homólogo de 2012, assistiu-se a um aumento de 1.7%. A tabela seguinte mostra o total de trabalhadores inseridos neste sistema desde finais de 2007:

Os dados mais recentes (final de 2013) dão conta de uma taxa de feminização de, aproximadamente, 50%, com 62.6% dos trabalhadores inseridos neste regime com habilitações ao nível do ensino básico e 22.7% com qualificações de nível superior. Relativamente aos grupos etários, 79.4% dos trabalhadores têm 50 anos ou mais e 23% têm mais de 60 anos.

Trabalhadores em situação de requalificação/mobilidade

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
Total	1,338	1,585	1,788	1,305	1,176	1,108	1,127

Fonte: Boletins Estatísticos da DGAEP
Nota: * (provisório)

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 Pregos de Futuros de *Commodities*

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

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

Dezembro

Reino Unido	3/4	Reunião do Banco de Inglaterra
Zona Euro	4	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	17	Decisão de política monetária do FOMC
Japão	18/19	Reunião de Política Monetária do Banco do Japão
União Europeia	18/19	Cimeira da União Europeia

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				2014			
	2011	2012	2013	Set.	Out.	Nov.	Dec.	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 público	-3.8%	-4.3%	-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 homóloga (%)	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	0.5	0.5	0.3	-
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	0.7	0.5	0.2	-0.2	-0.7	-1.2
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 indústria	-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	1.5	2
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	-6.9
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	11.3	-
Taxa de desemprego (%)	12.7	16.8	15.3	15.5	-	-	15.3	-	-	15.1	-	-	13.9	-	-	13.1
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	0.6	-
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	3.8	-
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	3.0	-
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	6.2	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	9,766	-53.0	-4,463.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-572.5	-	-
Investimento directo em Port. (M.E.- ytd)	8,021	7,000.7	2,345.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,214.5	-	-
Investimento directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	-10,722	-450.5	-1,074.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,562.8	-	-
Outro investimento em Portugal (M.E.- ytd) (3)	14,042	15,792.8	-15,537.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,196.8	-	-
Outro investimento de Portugal no exterior (M.E.- ytd) (3)	1,325	-749.6	12,198.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-7,525.9	-	-
Finanças públicas																
Financiamento 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	11,524.0	-	-

Fontes: Dados compilados pelo BPI a partir de publicações do Banco de Portugal, INE e DGJ.
 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 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 (dados 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.	July	Agos.	Set.	Out.	
Matérias Primas																	
Preço do petróleo (USD/Barril 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	1.0	2.4	0.9	0.8	-	-
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	-3.6	-
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	1.0	1.2	1.5	1.6	1.1	1.5	2.0	2.1	2.1	2.0	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	8.0	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	2.0	1.4	1.5	1.0	1.2	1.4	1.0	0.8	1.1	1.6	1.8	2.0	-	-	-
Japão (M2)	3.2	2.6	3.9	4.1	4.4	4.2	4.3	4.0	3.6	3.5	3.3	3.0	3.0	3.0	-	-	-

Fontes: IEA market report, Economist, UE, FMI, OCDE, Bdp, Merrill Lynch, Bloomberg.
Nota: taxas de variação homóloga, excepto quando indicado o contrário.

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

	2011				2012			2013			2014						
					Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.
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	7.2	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	11.9	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	4.0	3.9	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.8	3.5	3.6	-
Confiança das Empresas																	
EUA - Índice de confiança PME	94	88	94	92	92	93	94	94	91	93	95	97	95	96	96	-	-
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufaturas)	-7	-14	-7	-5	-5	-4	-3	-4	-4	-3	-4	-3	-4	-4	-5	-6	-5
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	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	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	-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	37.4	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	107.4	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	101.5	101.4	101.4	-	-	-	-
Japão	100.6	101.0	103.3	103.6	103.8	103.9	104.0	103.9	103.7	103.7	103.5	103.3	103.0	-	-	-	-
Indicador da Actividade Industrial																	
EUA - ISM manufaturas	53.1	50.4	56.0	56.6	57.0	56.5	51.3	53.2	53.7	53.7	54.9	55.4	55.3	57.1	59.0	56.6	59.0
PMI manufaturas	46.9	46.1	51.1	51.3	51.6	52.7	54.0	53.2	53.0	53.0	53.4	52.2	51.8	51.8	50.7	50.3	50.6
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	97.5	96.4	97.9	97.8	98.0	98.0	99.7	98.6	100.3	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	3.2	3.3	2.9	3.2	3.6	3.9	4.3	4.4	4.8	4.0	4.3	-
Zona Euro	-1.4	-2.5	0.2	0.4	2.6	1.6	2.2	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	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	1.8	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	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	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	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-out-14	1.2603	138.53	0.7782	1.2072	109.92
02-out-14	1.2631	137.47	0.7824	1.2085	108.84
03-out-14	1.2616	137.46	0.7853	1.2089	108.96
06-out-14	1.2565	137.25	0.7858	1.2120	109.23
07-out-14	1.2607	136.90	0.7840	1.2115	108.59
08-out-14	1.2645	136.97	0.7870	1.2132	108.32
09-out-14	1.2763	137.37	0.7875	1.2107	107.63
10-out-14	1.2638	136.27	0.7882	1.2092	107.83
13-out-14	1.2679	135.95	0.7880	1.2077	107.22
14-out-14	1.2646	135.29	0.7945	1.2079	106.98
15-out-14	1.2666	135.50	0.7957	1.2072	106.98
16-out-14	1.2749	134.95	0.7970	1.2061	105.85
17-out-14	1.2823	136.45	0.7955	1.2074	106.41
20-out-14	1.2773	136.62	0.7914	1.2064	106.96
21-out-14	1.2762	136.20	0.7900	1.2068	106.72
22-out-14	1.2693	135.79	0.7909	1.2062	106.98
23-out-14	1.2669	136.42	0.7904	1.2067	107.68
24-out-14	1.2659	136.64	0.7887	1.2060	107.94
27-out-14	1.2679	136.76	0.7871	1.2060	107.86
28-out-14	1.2748	137.45	0.7881	1.2056	107.82
29-out-14	1.2737	137.75	0.7910	1.2059	108.15
30-out-14	1.2598	137.27	0.7872	1.2059	108.96
31-out-14	1.2524	140.18	0.7843	1.2067	111.93
Var. Mês %	-0.63	1.19	0.78	-0.04	1.83
Var. em 2014 %	-8.30	-2.53	-5.31	-1.95	6.29
Média mensal	1.27	136.85	0.79	1.21	107.99

Fonte: BPI, BCE.

Taxas Oficiais de Conversão do Euro

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

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

6.Nov.14

	O/N	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	-0.08%	0.00%	0.06%	0.15%	0.30%
USD	0.09%	0.16%	0.23%	0.33%	0.56%
JPY	0.04%	0.08%	0.11%	0.15%	0.29%
GBP	0.47%	0.51%	0.56%	0.69%	1.01%
CHF	-0.01%	0.00%	0.01%	0.06%	0.17%

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro Libor para todas as moedas

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2012	2013	2014									
			Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo												
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	290,566	282,494	287,841	288,505	286,059	279,750	279,415	278,146	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros)	-13,381	-4,560	-5,807	-1,023	-2,657	-6,439	-778	-2,890	-	-	-	-
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas											-	
Emissões brutas OT's (10 ⁶ euros) ¹	0	6,530	0	876	0	1,163	0	0	3,481	-	-	-
Emissões brutas BT's (10 ⁶ euros) ¹	500	0	1,431	1,362	1,574	1,496	2,633	1,282	1,359	-	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ²	-1,486	-3,521	-1,917	-32	-1,566	-1,856	1,192	-279	-	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 ⁶ euros)											-	
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	42,533	45,021	44,766	45,343	47,104	46,117	46,054	46,289	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	585	-109	236	508	1,766	-991	-39	222	-	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 ⁶ euros)											-	
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	97,952	84,812	79,313	77,524	74,996	71,515	68,840	66,172	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	1,120	-1,044	-3,890	-1,776	-2,848	-3,518	-2,570	-2,685	-	-	-	-
											-	
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 ⁶ euros)												
BT's	17,777	19,046	19,160	18,348	17,134	18,581	16,653	16,782	15,705	-	-	-
OT's	93,626	92,708	96,535	97,246	96,895	93,457	93,274	93,030	95,937	-	-	-
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	51	51	-	-	-
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	2,187	1,538	1,508	1,375	1,455	1,401	1,396	1,396	1,396	-	-	-
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 ⁶ euros)	6,861	9,152	10,912	6,861	9,220	8,178	8,094	6,790	6,797	8,384	-	-
Valor de Obrig. na posse de não residentes ⁴	60,674	59,675	71,835	-	-	69,141	-	-	-	-	-	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.8	0.7	0.8	-	-	0.7	-	-	-	-	-	-
Transacções de Obrigações do Tesouro no MEDIP. ⁵ (média diária) (10 ⁶ euros)	10	28	215	313	314	302	293	252	305	-	-	

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVLP, IGCP.

Notas: 1. Inclui apenas emissões em mercado interno de Títulos de Dívida Transaccionáveis - BT's, OT's e OTRV's

2. Inclui emissões no mercado interno e externo pela Administração Central; inclui certificados de aforro.

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

4. Inclui apenas Dívida Pública emitida no mercado interno e o valor encontra-se expresso em milhões de euros.

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

Evolução dos Indexantes

	Taxa			EURIBOR (ACT/360)						LIBOR / EURO			
	EONIA	Equivalente ⁽¹⁾	TBA ⁽²⁾	1 mês	2 meses	3 meses	6 meses	9 meses	12 meses	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses
01-Oct-14	-0.03	0.05	0.099	0.0060	0.0420	0.0820	0.1810	0.2510	0.3380	0.0007	0.0571	0.1450	0.3014
02-Oct-14	-0.03	0.05	0.095	0.0060	0.0410	0.0810	0.1800	0.2490	0.3340	0.0007	0.0529	0.1436	0.2993
03-Oct-14	-0.05	0.05	0.091	0.0070	0.0420	0.0810	0.1810	0.2520	0.3350	0.0007	0.0521	0.1457	0.3036
06-Oct-14	-0.01	0.05	0.087	0.0070	0.0410	0.0790	0.1790	0.2510	0.3340	0.0007	0.0521	0.1450	0.3036
07-Oct-14	-0.03	0.05	0.086	0.0060	0.0420	0.0790	0.1780	0.2510	0.3330	0.0007	0.0521	0.1450	0.3036
08-Oct-14	-0.02	0.05	0.085	0.0060	0.0420	0.0800	0.1800	0.2510	0.3330	0.0007	0.0543	0.1436	0.3014
09-Oct-14	-0.02	0.05	0.084	0.0060	0.0420	0.0790	0.1790	0.2510	0.3320	0.0007	0.0543	0.1429	0.3014
10-Oct-14	-0.01	0.05	0.083	0.0060	0.0440	0.0790	0.1780	0.2510	0.3330	0.0007	0.0550	0.1429	0.3021
13-Oct-14	-0.02	0.05	0.083	0.0060	0.0440	0.0820	0.1820	0.2520	0.3360	0.0007	0.0586	0.1479	0.3071
14-Oct-14	-0.03	0.05	0.082	0.0080	0.0450	0.0820	0.1820	0.2550	0.3400	0.0007	0.0593	0.1493	0.3086
15-Oct-14	-0.01	0.05	0.082	0.0060	0.0440	0.0810	0.1810	0.2540	0.3380	0.0007	0.0564	0.1457	0.3057
16-Oct-14	-0.01	0.05	0.082	0.0060	0.0440	0.0810	0.1820	0.2540	0.3390	0.0007	0.0571	0.1486	0.3064
17-Oct-14	-0.01	0.05	0.081	0.0060	0.0450	0.0810	0.1850	0.2560	0.3400	0.0007	0.0564	0.1464	0.3057
20-Oct-14	0.00	0.05	0.081	0.0060	0.0450	0.0810	0.1840	0.2560	0.3370	0.0007	0.0550	0.1443	0.3021
21-Oct-14	0.01	0.05	0.081	0.0080	0.0460	0.0820	0.1860	0.2580	0.3390	0.0007	0.0586	0.1464	0.3057
22-Oct-14	0.02	0.05	0.081	0.0090	0.0470	0.0840	0.1870	0.2610	0.3410	0.0007	0.0614	0.1493	0.3086
23-Oct-14	0.01	0.05	0.081	0.0110	0.0490	0.0850	0.1880	0.2600	0.3410	0.0007	0.0621	0.1500	0.3107
24-Oct-14	0.02	0.05	0.081	0.0120	0.0490	0.0850	0.1880	0.2600	0.3410	0.0007	0.0629	0.1500	0.3107
27-Oct-14	0.01	0.05	0.081	0.0120	0.0500	0.0880	0.1890	0.2620	0.3410	0.0007	0.0643	0.1514	0.3121
28-Oct-14	0.01	0.05	0.081	0.0120	0.0490	0.0880	0.1890	0.2630	0.3400	0.0007	0.0643	0.1536	0.3121
29-Oct-14	0.01	0.05	0.081	0.0100	0.0490	0.0880	0.1880	0.2620	0.3400	0.0007	0.0643	0.1514	0.3121
30-Oct-14	0.00	0.05	0.081	0.0100	0.0510	0.0860	0.1880	0.2630	0.3400	0.0007	0.0621	0.1521	0.3100
31-Oct-14	0.08	0.05	0.081	0.0100	0.0510	0.0860	0.1890	0.2640	0.3400	0.0007	0.0621	0.1529	0.3114

Fonte: BPI, Reuters, IGCP, BdP.

Notas: (1) Ex. taxa de desconto do BdP. 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 $0.52 \cdot L2 + 0.47 \cdot L2 - 0.12$, em que L3 e L2 representam as médias 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-Oct-14

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 ³ EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
Obrig. do Tesouro								
OTs 10 Anos 05	10/15/2015	6,375,000	1	0	3.350%	102.81	0.98	0.288%
OTs 5 Anos 11	2/15/2016	3,500,000	1	4	6.400%	107.23	1.29	0.615%
OTs 10 Anos 06	10/15/2016	6,185,000	2	0	4.200%	106.50	1.89	0.777%
OTs 10 Anos 07	10/16/2017	11,258,000	3	0	4.350%	108.87	2.76	1.235%
Ots 10 Anos 08	6/15/2018	10,853,000	3	8	4.450%	109.88	3.40	1.586%
Ots 10 Anos 09	6/14/2019	10,915,000	4	8	4.750%	112.18	4.20	1.876%
Ots 10 Anos 10	6/15/2020	9,693,000	5	8	4.800%	113.35	4.98	2.196%
OTs 15 Anos 05	4/15/2021	7,510,000	6	6	3.850%	107.90	5.68	2.444%
OTs 15 Anos 08	10/25/2023	7,228,000	9	0	4.950%	113.06	7.09	3.168%
Ots 10 Anos 13	2/15/2024	7,725,000	9	4	5.650%	118.65	7.23	3.239%
Ots 15 anos 14	2/15/2030	3,500,000	15	4	3.875%	98.80	11.10	3.983%
OTs 30 Anos 06	4/15/2037	6,973,000	22	6	4.100%	97.27	14.13	4.260%

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções

	05.11.2014	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EURO STOXX 50	3,034.2	-2.0	-3.2	-1.2	10.1	2014-10-16	-7.7	2014-06-19	1.1	14.0
DJ EURO STOXX	306.7	-1.1	-4.0	-1.4	10.5	2014-10-16	-7.9	2014-06-10	1.1	15.2
DJ EUROPE STOXX 50	2,937.2	-1.0	-0.1	1.6	9.2	2014-10-16	-5.3	2014-09-19	3.2	14.1
DJ EUROPE STOXX	330.9	-0.4	-0.9	1.7	10.4	2014-10-16	-4.8	2014-09-19	3.7	15.1
MSCI EUROPE	1,350.8	-1.3	-3.5	-1.2	n.a.	2014-10-16	n.a.	2014-06-10	-0.0	n.a.
BBG EUROPEAN INTERNET	86.3	2.9	-4.1	-8.8	11.0	2014-10-16	-13.6	2014-03-10	-3.4	22.6
BBG US INTERNET	90.1	-1.4	6.0	-1.1	19.5	2014-04-03	-5.5	2014-03-07	6.9	23.0
FTSE 100	6,454.0	-0.3	-4.6	-3.6	7.1	2014-10-16	-5.8	2014-09-04	-3.6	13.7
DAX	9,166.5	0.9	-2.7	-2.9	11.0	2014-10-16	-7.7	2014-06-20	3.0	13.0
CAC 40	4,130.2	-2.6	-6.5	-2.9	10.1	2014-10-16	-9.3	2014-06-10	-1.9	14.5
PSI-20	5,061.4	-8.1	-32.1	-22.2	5.1	2014-10-16	-34.5	2014-04-02	-19.3	18.3
IBEX 35	10,154.4	-3.3	-2.4	3.1	10.7	2013-12-06	-9.1	2014-06-19	4.4	16.7
DOW JONES INDUST.	17,383.8	2.2	5.2	4.9	13.3	2014-02-05	-0.2	2014-11-03	11.3	15.3
S&P 500	2,012.1	2.2	6.8	8.9	15.8	2014-02-05	-0.6	2014-11-03	14.1	16.7
NASDAQ COMPOSITE INDEX	4,623.6	3.3	11.7	10.7	19.9	2013-11-07	-0.7	2014-11-03	17.4	22.7
S&P UTILITIES	474.0	4.2	3.9	4.8	13.4	2014-02-05	-1.2	2014-06-09	11.6	17.3
S&P FINANCIALS INDEX	322.5	2.8	9.3	9.4	17.6	2013-11-08	-0.2	2014-11-03	16.6	14.8
NIKKEI 225	16,937.3	7.8	17.2	4.0	22.0	2014-04-11	-1.1	2014-11-04	19.1	18.8
BOVESPA	54,383.6	-0.3	1.8	5.6	21.1	2014-03-14	-12.7	2014-09-03	1.0	12.1
MSCI WORLD	1,249.7	1.6	4.1	5.3	n.a.	2014-02-04	n.a.	2014-09-19	9.2	n.a.

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações (cont.)

	05.11.2014	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EUROPE TELECOM	298.8	2.0	-0.7	1.4	13.8	2014-10-16	-2.8	2014-06-09	2.5	17.8
DJ EUROPE BANK	189.4	-2.8	-4.3	-1.5	10.0	2014-10-16	-8.7	2014-01-16	0.6	13.4
DJ EUROPE TECHNLOGY	282.4	-2.0	4.4	-1.7	9.7	2014-10-16	-6.6	2014-09-19	3.1	20.6
DJ EUROPE INDUSTRIAL	388.6	-0.0	-4.0	-5.3	11.3	2014-10-16	-8.0	2014-01-20	-1.7	15.8
DJ EUROPE INSURANCE	236.9	1.5	5.6	4.9	13.5	2013-12-13	-2.3	2014-09-25	10.4	10.9
DJ EUROPE MEDIA	251.0	2.0	3.9	-0.4	11.6	2014-10-16	-3.0	2014-02-25	2.2	18.5
DJ EUROPE FINANCIAL	350.8	4.7	1.6	3.3	15.6	2014-10-16	-3.7	2014-07-04	10.2	15.4
DJ EUROPE OIL&GAS	304.7	-7.7	-14.6	-8.4	6.8	2014-10-16	-19.6	2014-06-24	-9.2	11.4
DJ EUROPE UTILITY	311.1	-1.2	3.5	12.5	17.8	2013-12-16	-4.6	2014-09-05	11.6	14.9
DJ EUROPE AUTO	456.3	3.9	-9.2	-4.3	13.1	2014-10-16	-14.0	2014-04-04	1.1	9.9
DJ EUROPE CONSTRUCT	315.3	2.1	-10.9	0.2	14.5	2014-10-16	-13.4	2014-06-09	1.6	17.0
DJ EUROPE HEALTHCARE	677.7	-2.5	7.6	16.5	22.9	2013-12-16	-4.1	2014-10-01	19.1	18.2
DJ EUROPE PR & HO GOODS	598.4	2.2	2.4	3.3	10.7	2014-01-30	-3.5	2014-06-20	n.a.	n.a.
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	201.6	4.0	3.8	8.3	19.4	2013-11-05	-1.9	2014-06-11	n.a.	n.a.
DJ EUROPE BAS-RESR	383.1	-1.3	-6.7	-4.4	3.8	2013-12-16	-15.9	2014-07-28	-8.5	12.9
DJ EUROPE FOOD&BEV	529.7	2.6	5.8	8.1	14.6	2014-02-05	-1.8	2014-09-04	8.6	20.1
DJ EUROPE CHEMICAL	743.7	2.2	-0.7	-0.7	11.1	2014-10-16	-5.2	2014-07-04	n.a.	n.a.
DJ EUROPE RETAIL	282.2	1.7	-7.3	-12.0	10.3	2014-10-16	-14.2	2013-11-07	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	125.3	-0.6	-7.0	-9.8	11.4	2014-10-15	-14.6	2014-07-14	-7.6	12.8
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	673.9	3.0	12.6	15.1	24.4	2013-11-05	-0.2	2014-11-04	23.6	16.3
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	533.3	0.4	4.6	0.6	10.2	2014-02-03	-2.8	2014-09-04	5.5	19.4
S&P CONSUMER STAPLES	485.2	3.7	7.2	9.6	18.5	2014-02-03	-0.1	2014-11-04	10.6	19.5
S&P ENERGY	618.0	-4.4	-10.3	-5.2	8.2	2014-10-15	-16.3	2014-06-23	-2.0	13.7
S&P HEALTH CARE	779.7	4.6	15.9	21.4	28.7	2013-11-07	-0.6	2014-10-31	27.1	18.6
S&P MATERIALS	298.9	-2.2	-0.8	2.5	10.7	2014-02-05	-6.9	2014-09-22	8.6	17.6
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	160.8	-0.1	2.9	3.4	12.2	2014-02-03	-6.8	2014-07-29	1.6	14.4

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

	Preços							Variação				
	Peso	Nov/14	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	Dec/13	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
CRB Futuros												
Índice Global	100%	267.48	276.34	294.16	307.14	273.73	280.17	-3.2%	-9.1%	-12.9%	-2.3%	-4.5%
CRB Energia												
Petróleo		76.7	89.7	97.4	99.5	93.4	98.4	-14.5%	-21.2%	-22.9%	-17.8%	-22.0%
Heating oil		242.2	261.6	284.7	290.6	286.4	307.7	-7.4%	-14.9%	-16.7%	-15.4%	-21.3%
Gas natural		4.2	4.0	3.9	4.7	3.5	4.2	4.2%	8.0%	-10.2%	21.4%	-0.5%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1145.3	1192.2	1284.0	1309.3	1308.1	1202.3	-3.9%	-10.8%	-12.5%	-12.4%	-4.7%
Platina		1201.0	1226.0	1455.9	1448.4	1450.0	1371.1	-2.0%	-17.5%	-17.1%	-17.2%	-12.4%
Prata		15.3	16.8	19.8	19.5	21.6	19.3	-9.0%	-22.8%	-21.5%	-29.2%	-20.8%
CRB Agrícola												
Milho		361.3	323.3	356.3	503.3	425.0	422.0	11.8%	1.4%	-28.2%	-15.0%	-14.4%
Sementes de soja		1001.0	912.3	1222.8	1472.0	1259.3	1312.5	9.7%	-18.1%	-32.0%	-20.5%	-23.7%
Trigo		528.3	485.8	552.5	721.3	656.0	605.3	8.7%	-4.4%	-26.8%	-19.5%	-12.7%
CRB Alimentares												
Cacau		2879.0	3056.0	3195.0	2921.0	2736.0	2709.0	-5.8%	-9.9%	-1.4%	5.2%	6.3%
Café		186.9	206.5	189.4	202.4	103.5	110.7	-9.5%	-1.3%	-7.7%	80.7%	68.8%
Sumo de laranja		131.7	140.9	141.1	157.4	122.5	136.5	-6.6%	-6.7%	-16.4%	7.5%	-3.5%
Açúcar		15.7	16.4	16.1	17.5	18.3	16.4	-4.5%	-2.7%	-10.1%	-14.0%	-4.3%
CRB Industriais												
Cobre		297.3	299.9	320.5	307.1	325.9	339.7	-0.9%	-7.2%	-3.2%	-8.8%	-12.5%
Algodão		62.5	63.1	63.5	94.6	75.9	84.6	-0.9%	-1.5%	-33.9%	-17.7%	-26.2%
CRB Gado												
Bovino		166.7	162.4	158.5	137.5	132.1	134.5	2.6%	5.2%	21.2%	26.2%	23.9%
Suíno		88.0	105.6	115.9	116.9	88.3	85.4	-16.7%	-24.1%	-24.7%	-0.3%	3.0%

Fonte: Bloomberg.

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

BANCO BPI, S.A.

Rua Tenente Valadim, 284
Telef.: (351) 22 207 50 00

4100 - 476 PORTO
Telefax: (351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 - 9º
Telef.: (351) 21 724 17 00

1269-067 LISBOA
Telefax: (351) 21 353 56 94