

# Análise Mensal

14 de Janeiro de 2015

## Mercados Financeiros

### 2015: DIVERGÊNCIA E VOLATILIDADE

- ▶ Espera-se que o crescimento económico global se reforce em 2015, embora a divergência entre as principais economias mundiais deva aumentar e exista o risco de que possa novamente desapontar. Mais uma vez, as economias anglo-saxónicas deverão destacar-se – veja-se os sinais muito positivos que emanam do mercado de trabalho nos EUA, por exemplo – sendo maiores as dúvidas relativamente à performance quer da UEM quer do Japão. A região do euro, com um peso relevante no PIB mundial, deverá continuar a mostrar desempenhos modestos. Apesar das actuais condições propícias ao impulso da actividade na Europa – política monetária com pendor muito acomodatório, políticas orçamentais tendencialmente menos restritivas (ou mesmo expansionistas), depreciação da moeda, queda prolongada dos preços do petróleo – duvida-se do seu efeito sob a economia real num contexto político complexo, em que grassam os desafios a curto/médio prazo. Em contrapartida, nos EUA os balanços mais robustos do sector privado, o mercado de trabalho mais firme, lucros e *cash-flows* empresariais robustos, os sinais de aceleração do consumo e investimento, para além da queda dos preços do petróleo, suportam um cenário de aceleração do crescimento de regresso à fasquia dos 3%. Acresce referir que este será mais um ano difícil para as economias emergentes, a braços (ainda) com os reajustamentos na procura interna da China, a queda dos preços das principais *commodities* e a perspectiva de alteração do ciclo de taxas de juro nos EUA.
- ▶ O Euro quebrou a fasquia de 1.20 face ao dólar, reflexo da maior incerteza política que ensombra o cenário Europeu e das perspectivas económicas e de política monetária divergentes dos dois lados do Atlântico. Esta é uma situação que poderá perdurar durante o ano, podendo o EUR/USD aproximar-se da fasquia de 1.15. A intensidade do movimento estará também dependente da concretização de um programa audaz de compra de dívida soberana pelo BCE, nos primeiros meses do ano.
- ▶ A liquidez continuará a ser abundante em 2015 e os bancos centrais manter-se-ão actores principais no cenário económico-financeiro global. O ano será marcado pela possibilidade de inversão do ciclo de taxas de juro pela Reserva Federal o que, a materializar-se, seria o primeiro sinal concreto de que as consequências mais nefastas da crise financeira de 2007/08 teriam sido ultrapassadas. Apesar da recente queda das expectativas inflacionistas motivadas pelo andamento dos preços do petróleo, tudo aponta que a Fed tentará, pelo menos, iniciar o processo de normalização da política monetária. Caso as circunstâncias globais o permitam, o ritmo de normalização poderá mesmo surpreender. Entretanto o Banco do Japão e o Banco Central Europeu prosseguirão o caminho de políticas de cariz não convencional ultra-acomodatório, embora com efeitos não assegurados na economia real. Em concreto, na zona euro, o pleno funcionamento do mecanismo de transmissão estará sobretudo dependente do desanuviamento dos factores de ordem política e do reforço dos níveis de confiança de famílias e empresas.
- ▶ Apesar dos actuais níveis mínimos das taxas de juro de dívida pública dos mercados de referência, não é certo que 2015 marque o momento da inversão da tendência, atendendo sobretudo às actuais perspectivas de continuação do crescimento fraco/moderado e reforço da possibilidade de inflação mais baixa ou mesmo negativa (na região do euro). Sobretudo no primeiro semestre, a situação de taxas longas muito baixas deverá persistir. Nos mercados periféricos de dívida soberana, embora se possa intensificar a volatilidade caso as posições políticas entre os próximos governantes helénicos e os líderes Europeus se extremem, os restantes mercados da periferia parecem estar mais resguardados. Efectivamente, para além do reforço dos mecanismos de assistência financeira e da maior robustez dos alicerces que sustentam a união monetária, foi feito um caminho importante na resolução de desequilíbrios estruturais, apesar de ainda persistirem desafios neste domínio. Pelo que, aparentemente, os restantes mercados da periferia deverão manter-se, por ora, resguardados.
- ▶ Em 2015, apesar do início de ano marcado pela tendência de correcção, a perspectiva de aceleração do crescimento económico global deverá suportar as valorizações dos mercados accionistas de referência. Todavia, o ciclo de subidas já é longo, sugerindo que a volatilidade será uma constante ao longo do ano. Por um lado, as políticas de *quantitative-easing* deverão favorecer o mercado nipónico e europeu enquanto nos EUA as valorizações encontram suporte numa economia mais robusta. Em contrapartida, os factores de risco também abundam, aconselhando posturas mais cautelosas. Para além do recrudescimento dos factores de ordem política, a eventual concretização da alteração do ciclo das taxas de juro do dólar poderá induzir uma correcção mais significativa.

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

## **2015: DIVERGÊNCIA E VOLATILIDADE**

Os factores de natureza política ensombram as perspectivas para 2015. Sobretudo na Europa, estes vêm acrescer a outros motivos que já justificavam crescimento endémico fraco. E apesar da ampla liquidez no sistema financeiro e das políticas monetárias muito acomodáticas, a queda substancial dos preços do petróleo sugere que as taxas de inflação subjacentes nos EUA e UEM poderão descer ainda mais. Entretanto, a dicotomia será uma constante ao longo do ano, pois enquanto a região do euro e Japão lutam contra situações recessivas e recebem o espectro deflacionista, nos EUA (quase) tudo parece estar preparado para uma reanimação mais vigorosa da actividade económica. No contexto global, as economias emergentes com maior peso deverão continuar a desapontar, penalizadas pelo andamento dos preços das principais matérias-primas e/ou pela perspectiva mais incerta quanto à capacidade de atracção de fluxos de capitais, num ambiente financeiro que se antecipa mais adverso.

Nos mercados financeiros, aumentará a volatilidade dos activos de maior risco, enquanto as taxas de juro de curto e de longo prazo dos países de referência deverão permanecer ancoradas, em valores historicamente baixos.

### **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](mailto:deef@bancobpi.pt)      [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt)      [www.bpiinvestimentos.pt/Research](http://www.bpiinvestimentos.pt/Research)

**ÍNDICE**

	Pág.
Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	04
Principais Mercados: Recomendações	05
<b>ECONOMIAS</b>	
<b>GLOBAL - 2015, FACTORES POLÍTICOS E PETRÓLEO NA ORDEM DO DIA</b>	07
<b>EUA - AINDA ALGUNS PROBLEMAS POR RESOLVER</b>	10
<b>ZONA EURO - CRESCIMENTO LIGEIRO EM 2015</b>	12
<b>PORTUGAL - CONSOLIDAÇÃO DO CRESCIMENTO</b>	16
<b>ESPAÑA - ECONOMIA EM RECUPERAÇÃO</b>	20
<b>AMÉRICA LATINA - APÓS ANOS DE CRESCIMENTO, AS ECONOMIAS VOLTAM A VACILAR</b>	22
<b>BRASIL - O AJUSTAMENTO INEVITÁVEL PARA 2015</b>	24
<b>MÉXICO - OPTIMISMO EM TORNO DAS REFORMAS ESTRUTURAIS E CRESCIMENTO NOS EUA</b>	26
<b>ÁFRICA SUBSARIANA - PERSPECTIVAS DE ACELERAÇÃO DO CRESCIMENTO MAIS SÓLIDAS</b>	28
<b>ANGOLA - PETRÓLEO CONDICIONA 2015</b>	29
<b>MOÇAMBIQUE - MEGAPROJECTOS SUPORTAM O CRESCIMENTO ECONÓMICO</b>	32
<b>ÁFRICA DO SUL - GREVES E EXPOTAÇÕES ATRASAM RETOMA ECONÓMICA EM 2014</b>	34
<b>NIGÉRIA - QUEDA DOS PREÇOS DO PETRÓLEO É O PRINCIPAL DESAFIO EM 2015</b>	37
<b>MERCADOS</b>	
<b>MERCADO CAMBIAL</b>	
APOSTA NO DÓLAR E DESINTERESSE NO EURO	39
ANO DA RÚSSIA (PELOS PIORES MOTIVOS)	41
<b>MERCADO MONETÁRIO</b>	
POLÍTICAS ACOMODATÍCIAS COM DIVERGÊNCIAS	44
<b>MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA</b>	
LIQUIDEZ E CONFIANÇA CONDICIONAM DINAMISMO	48
<b>MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA</b>	
CONDIÇÕES MANTIVERAM-SE FAVORÁVEIS EM 2014, c/ACUMULAÇÃO DE RISCOS	50
<b>MERCADOS ACCIONISTAS</b>	
AS BOLSAS EUROPEIAS VOLTARAM A DECEPCIONAR	52
<b>MERCADOS DE COMMODITIES</b>	
MERCADOS ENERGÉTICOS LIDERAM A QUEDA DE PREÇOS NAS <i>COMMODITIES</i> EM 2014	55
<b>PREVISÕES</b>	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas do BPI	59
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	60
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	61
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes	62
<b>BASES DE DADOS</b>	<b>63</b>

## Perpectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perpectivas Globais	Factores de Risco
<b>Global</b>	<p>.O crescimento económico global desapontou novamente em 2014. Nos últimos 3 anos, 2012, 2013 e 2014, a taxa de crescimento económico global rondou pouco mais de 3%. E as principais fontes de previsões mundiais continuam a rever em baixa as previsões de crescimento, sobretudo na zona euro e em alguns dos principais países emergentes. A excepção a esta tendência tem sido a economia dos EUA, que nos últimos meses assistiu ao reposicionamento do cenário económico para níveis mais positivos, mas ainda assim claramente abaixo da média histórica.</p> <p>. As actuais previsões para 2015 e 2016 são de aceleração do ritmo de expansão da actividade global: respectivamente 3.8% e 4%, ainda que de uma forma gradual e pautando-se pela diferenciação. As economias anglo-saxónicas deverão destacar-se e o seu posicionamento no ciclo deverá também reflectir-se no andamento da política monetária.</p>	<p>.Os factores de ordem política condicionam o cenário de crescimento, podendo fazer descarrilar a recuperação global, mais fraca que o esperado.</p> <p>.A nova fase da política da Reserva Federal poderá gerar instabilidade nos mercados financeiros internacionais, descarrilando a retoma ainda frágil. O espectro da deflação continuará a ditar as opções de política económica nos tempos mais próximos.</p> <p>.Pela positiva, a baixa dos preços do petróleo induz uma reafecção de riqueza a favor dos maiores consumidores (importadores) líquidos e em detrimento dos países que são excedentários desta <i>commodity</i>. Grosso modo, contribui para suportar a actividade global, dado que os principais motores (EUA, UEM, Japão, China) são consumidores (importadores) líquidos.</p>
<b>EUA</b>	<p>.A economia norte-americana deverá crescer acima da fasquia de 2% em 2014, eventualmente acima de 2.5%, beneficiando da redução dos níveis de endividamento do sector privado e de uma recuperação sustentada do mercado de trabalho.</p> <p>.As previsões médias sugerem que o ritmo de crescimento económico supere os 3% em 2015. Factores de suporte são: balanços mais robustos do sector privado, mercado de trabalho mais firme, lucros e <i>cash-flows</i> empresariais robustos, sinais de aceleração do consumo e investimento, queda dos preços do petróleo. Mas a política salarial, a menor participação no mercado de trabalho, o ainda baixo ritmo de concessão de crédito poderá justificar a persistência de crescimentos modestos.</p>	<p>.2015 deverá marcar o ano de inversão do pendor da política monetária nos EUA. Caso se confirme, o processo de retirada de estímulos pela Reserva Federal poderá originar instabilidade nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e a actividade. Em sentido oposto, o crescimento económico poderá surpreender pela positiva, dada a conjugação de factores de suporte à actividade.</p>
<b>Japão</b>	<p>.A economia registou o seu segundo trimestre de contração, reflectindo ainda efeitos associados à subida da taxa do IVA. Nos próximos meses, a actividade deverá manter-se frágil, dada a permanência de factores de incerteza quanto à evolução da política fiscal.</p>	<p>.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.</p>
<b>Z. Euro</b>	<p>.Em 2014 o crescimento desapontou, sendo inferior a 1%, reflexo de conflitos geopolíticos e enfraquecimento de economias desenvolvidas e emergentes, com relações estreitas com os países do centro da Europa.</p> <p>.2015 inicia marcado por elevado grau de incerteza, relacionado com a evolução da economia global, situação política na Grécia, efeitos das política monetária dos EUA e eventual eficácia do programa de <i>quantitative easing</i> do BCE. Apesar disso, espera-se que o crescimento supere o de 2014, podendo situar-se pouco acima de 1%. Melhores condições no mercado de trabalho, aumento do rendimento disponível, melhores condições de financiamento, diminuição da fragmentação financeira e menores necessidades de desalavancagem são factores que suportam este cenário.</p>	<p>.Inflação reduzida e questões de ordem política surgem como os principais factores de risco para o crescimento. Destaque para 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. Bem como, a redução do preço do petróleo com impacto positivo no consumo e investimento.</p> <p>.Pela positiva, os efeitos da política monetária na depreciação do euro podem favorecer maior dinamismo do sector exportador, contribuindo positivamente para a actividade, e para a aceleração do ritmo de crescimento dos preços.</p>
<b>R. Unido</b>	<p>.Em 2014, o PIB deverá crescer abaixo de 3%, reflectindo uma continuação em baixa do ritmo de crescimento do produto no 3T14. Mas o cenário para 2015 continua favorável, beneficiando em grande parte do efeito da queda do petróleo no consumo.</p>	<p>.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.</p>
<b>Portugal</b>	<p>.A economia deverá registar uma expansão em torno de 0.9% em 2014, ligeiramente inferior às nossas projecções elaboradas há cerca de um ano atrás, que apontavam para uma expansão de 1%. Mas a composição do ritmo de crescimento foi diferente da que então se antecipava, na medida em que a procura interna acabou por contribuir mais do que se esperava para o crescimento anual, enquanto a procura externa líquida contribuiu negativamente, em parte devido a factores temporários.</p> <p>.O nosso cenário aponta para que o ritmo de expansão da actividade económica se fortaleça ao longo de 2015, projectando-se uma taxa de crescimento do PIB de 1.5%. Este desempenho deverá assentar no contributo positivo da procura interna, embora menor que no ano transacto, e no regresso de contributos favoráveis da procura externa líquida.</p> <p>.A taxa de inflação manter-se-á baixa e o mercado de trabalho deverá estabilizar, reflexo da diluição do impacto das políticas activas de emprego.</p>	<p>.A curto prazo, os principais factores de risco relacionam-se com o andamento das economias externas e factores de natureza política. Redução do esforço de consolidação associado ao ciclo político pode traduzir-se em deterioração da avaliação do risco-país.</p> <p>.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.</p> <p>.A avaliação dos riscos associados aos cenários traçados pelas entidades externas 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.</p>
<b>América Latina</b>	<p>.O crescimento da região deverá ter desacelerado novamente em 2014, ainda que alguma moderação assinalada no final do ano possa sugerir que o período mais difícil já tenha sido ultrapassado. De acordo com as estimativas do FMI, o crescimento económico da América Latina deverá abrandar para 1.3% em 2014, recuperando em 2015 para 2.2%, permanecendo abaixo do potencial. A fragilidade económica da região continua associada a factores externos (nomeadamente a desaceleração do crescimento da China e a quebra dos preços das <i>commodities</i>), mas também a uma multiplicidade de constrangimentos internos particulares de cada economia. Salienta-se a divergência entre a estagnação do Brasil, a aceleração do crescimento no México e nos países andinos, e a recessão na Argentina e na Venezuela.</p>	<p>.A volatilidade nos mercados financeiros pode regressar com a proximidade do ajustamento da política monetária nos EUA, que poderá originar correcções acentuadas nos preços dos principais activos.</p> <p>.A possível queda dos preços das <i>commodities</i> ou a diminuição da procura externa (nomeadamente uma desaceleração do crescimento na China) poderá ter um impacto significativo sobre as economias exportadoras. O impacto da queda dos preços do petróleo deverá ter um efeito sobre os países exportadores (Colômbia e Equador) ainda que contraste com os benefícios para países importadores líquidos (Brasil, Chile).</p> <p>.Num cenário mais optimista, o crescimento robusto nos EUA pode favorecer a performance da região, México e América Central em particular.</p>
<b>África Subsariana</b>	<p>.De acordo com as previsões do FMI, o crescimento da região deverá acelerar para 5.75% em 2015, impulsionado pelos investimentos nas indústrias extractivas e infra-estruturas, e suportado pela crescente ligação às economias asiáticas.</p> <p>.A recente queda dos preços do petróleo deverá ter um impacto negativo sobre os principais exportadores da região, nomeadamente sobre a Nigéria, Angola e Camarões.</p> <p>.A trajectória de crescimento na África do Sul continua pouco favorável ainda que se espere que a normalização da situação no mercado de trabalho permita uma recuperação da actividade.</p>	<p>.Para os países exportadores de petróleo, a recente queda dos preços pode pôr em causa a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento económico.</p> <p>.Outros riscos prendem-se com o agravamento das condições de financiamento a nível global, decorrentes da redução dos estímulos monetários da Fed, que poderá afectar negativamente as economias mais vulneráveis a choques externos (principalmente a África do Sul).</p> <p>.As vulnerabilidades fiscais têm-se agravado em alguns países que tentam aproveitar os baixos custos de financiamento para fazer face a investimentos necessários em infra-estruturas.</p>

## Principais Recomendações e Factores de Risco

Recomendações	Factores de Risco
<p><b>M. Cambial</b></p> <p>.A atitude dos bancos centrais mantém-se determinante para a evolução dos principais câmbios. Existem expectativas que na primeira reunião do ano do BCE (dia 22 de Janeiro) seja decidido introduzir uma ampliação na actual política de <i>quantitative easing</i>, passando a ser possível a autoridade monetária comprar dívida soberana dos estados-membros da UEM. Do outro lado do Atlântico, a Fed poderá decidir em meados do ano sinalizar a subida dos juros, nomeadamente da taxa dos <i>fed funds</i>. Também no Reino Unido tem vindo a ser adiada esta possibilidade, num contexto de inflação baixa. No Japão deverá perdurar a actual política monetária ultra-expansionista. Este contexto, mais a <i>performance</i> económica dos vários blocos, são favoráveis ao dólar e libra e desfavoráveis a euro e iene. O euro deverá ainda passar por algum desinteresse e turbulência com as eleições legislativas gregas (dia 25 de Janeiro) e seus resultados (o projecto do euro poderá voltar a ser questionado). A evolução do preço do petróleo deverá ainda ter forte correlação com o dólar. Assim, será adequado manter posições longas em dólares e libras e curtas em euros e ienes. As moedas nórdicas (SEK e NOK) e as satélite do dólar (CAD, AUD e NZD) deverão manter-se pouco atractivas a médio prazo.</p>	<p>.Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais.</p> <p>.Decepção com a evolução económica em alguns blocos.</p> <p>.Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais.</p>
<p><b>M. Monetário</b></p> <p>.As taxas Euribor continuam em mínimos históricos, reflectindo a política ultra-expansionista 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>).</p> <p>.No mercado norte-americano, as taxas também deverão manter-se próximas dos níveis actuais no curto-prazo, mas ao longo do ano dever-se-á construir uma tendência de subida, na medida em que se antecipa uma possível inversão do ciclo de política monetária a partir do final do primeiro semestre de 2015.</p>	<p>.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 alteração do ciclo de taxas de juro pela Fed.</p>
<p><b>Dív. Pública</b></p> <p>.As <i>yields</i> dos títulos de dívida pública nos principais mercados desenvolvidos terminaram o ano 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 juro sejam mais baixos neste ciclo face a anteriores. Em 2015, as <i>yields</i> manter-se-ão baixas, mas espera-se a construção de uma tendência inversa. Todavia, esta queda dos preços dos títulos soberanos será muito moderada e mais evidente nos EUA do que na zona euro. Deste lado do Atlântico, a esperada implementação de um programa de aquisição de dívida soberana pelo BCE deverá manter, para já, as respectivas <i>yields</i> em níveis mínimos.</p>	<p>.Alteração nas expectativas de evolução da inflação poderá reflectir-se num movimento mais penalizador da dívida pública. Nos mercados da periferia europeia, o estreitamento dos prémios riscos poderá estar a atingir um ponto de estabilização.</p> <p>.A evolução da situação política e económica da Grécia poderá perturbar o actual equilíbrio.</p>
<p><b>Div. Diversa</b></p> <p>.As condições no mercado de dívida diversa deverão manter-se favoráveis para os emitentes de dívida com qualidade creditícia mais elevada.</p> <p>.No segmento <i>high yield</i>, as emissões começaram a abrandar e os <i>spreads</i> corrigiram. Os primeiros sinais de inversão de tendência no mercado de dívida <i>high-yield</i>, reflectem preocupações relativamente a sobrevalorizações dos activos. Este sentimento foi para já mais acentuado nos EUA do que na Europa, onde a possibilidade de o BCE embarcar num programa de expansão monetária tem permitido que os prémios de risco exigidos às classes de risco mais elevado permaneçam reduzidos.</p>	<p>.A possibilidade de as empresas nos segmentos <i>high yield</i> terem dificuldades em se refinanciar no caso de se verificar uma correcção das <i>yields</i></p> <p>.O crescimento de intermediários financeiros não bancários (ou <i>shadow banking</i>).</p> <p>.O risco da reduzida liquidez do mercado num contexto do crescimento dos fundos de investimento.</p> <p>.Relaxamento nos critérios de acesso ao crédito patente no mercado norte-americano, traduzido num aumento de <i>leverage loans</i> ou <i>covenant-lite loans</i>.</p>
<p><b>Acções</b></p> <p>.O ano de 2014 continuou a ser favorável às empresas e bolsas americanas, com os índices a alcançarem novos recordes. Advinha-se para 2015 uma <i>performance</i> mais agitada devido: expectativa de início de subida das taxas de juro; dólar persistentemente forte. Em ambos os casos, será necessário que as empresas adequem a gestão a estes desafios. Na Europa, existe o cenário oposto. A <i>performance</i> bolsista é fraca (a possível deflação assombra as expectativas), embora as condições monetárias sejam de reforço da evolução económica. As brechas no projecto europeu também não ajudam. Contudo, a maioria das empresas europeias está a "saldo". Acreditamos numa maior exigência dos investidores nas suas escolhas para 2015 em ambas as margens do Atlântico. Existem condições para se manter o interesse nas áreas financeira, tecnológica, saúde e bem estar, retalho e consumo. Desinteresse na energia e materiais.</p>	<p>.Percepção de que as condições (económicas, monetárias, etc.) são menos favoráveis à manutenção da tendência de alta dos últimos dois anos. No caso americano, acresce o facto de os índices bolsistas terem alcançado níveis nunca vistos, gerando-se a ideia de ter sido alcançado um "tecto".</p> <p>.Aumento de aversão ao risco por questões políticas e geopolíticas. No caso da Europa, poderá surgir nova turbulência a nível das instituições do euro.</p>
<p><b>Commodities</b></p> <p>.Os preços do petróleo continuam a cair, estando já abaixo dos USD50 por barril, um mínimo de quase 6 anos que se posiciona abaixo dos <i>break event points</i> estimados do <i>shale-oil</i> norte-americano, sugerindo a possibilidade de alteração de tendência de preços, a prazo. O preço do gás natural deve também manter-se em valores mínimos para a época, face ao Inverno ameno que se observa. Apesar de ter registado alguma recuperação, a procura de ouro continua em linha com a tendência decrescente da inflação e do preço das outras <i>commodities</i>.</p>	<p>.Aplicação de medidas que afectem a oferta por parte dos dois principais <i>players</i> no actual mercado do petróleo: a OPEP e os produtores de <i>shale</i> norte-americano, particularmente a alteração das metas de produção ou o aparecimento de sinais que apontem para uma redução na produção de <i>shale-oil</i>.</p> <p>.A procura de ouro poderá beneficiar, no curto prazo, das eleições na Grécia. Em meados de 2015, a normalização da política monetária dos EUA poderá também criar instabilidade.</p>



## GLOBAL - 2015, FACTORES POLÍTICOS E PETRÓLEO NA ORDEM DO DIA

□ **Crescimento desilude em 2014** - O crescimento económico global acabou por desapontar novamente em 2014. Depois da crise financeira internacional em 2008 e da Grande Recessão de 2009, assistiu-se a uma recuperação quase técnica em 2010, quando o ritmo de crescimento da economia global foi de 5.4%, segundo o FMI, verificando-se posteriormente uma desaceleração. Nos últimos 3 anos, 2012, 2013 e 2014, a taxa de crescimento económico global rondou pouco mais de 3% (entre 3.3% e 3.4%). Acresce referir que as tendências de revisão dos cenários macroeconómicos se pautam ainda pela negativa, isto é, as entidades de pesquisa económica têm vindo a rever em baixa as previsões de crescimento; a título de exemplo, em meados de 2012 as projecções médias dos analistas (recolhidas pela Bloomberg) apontavam para que o PIB aumentasse próximo de 1.5% na região do euro em 2014; ora, as actuais estimativas indicam cerca de 0.8%. A excepção a esta tendência tem sido a economia dos EUA, que nos últimos meses assistiu ao reposicionamento do cenário económico para níveis mais positivos (cerca de 2.2%) mas ainda assim claramente abaixo da média histórica.

□ **Economias emergentes pontuam pela negativa** - Atendendo à dimensão das revisões para o crescimento económico (veja-se gráfico) e ao respectivo peso na economia mundial, o desempenho do grupo de economias emergentes evidenciou-se pela negativa em 2014. Entre estas destacam-se o designado grupo dos BRICS, embora no caso da China as expectativas tenham estabilizado ligeiramente acima de 7%. Efectivamente, em relação a este grupo de países, destaca-se o enorme reajustamento em baixa das previsões de crescimento desde 2012, quando ainda se esperava que este grupo de países registasse uma expansão em torno de 6.5% em 2014. As estimativas mais recentes apontam para patamares de crescimento em torno de 5.5%, pontuando pela negativa a África do Sul, a Rússia e também o Brasil, embora por motivos diferentes.

□ **2015 será um ano de maior crescimento...ainda que as divergências aumentem** - As actuais previsões para 2015 e 2016 são de aceleração do ritmo de expansão da actividade global (espera-se respectivamente 3.8% e 4%), ainda que de uma forma gradual e pautando-se pela diferenciação. Mais uma vez as economias anglo-saxónicas deverão destacar-se – veja-se os sinais muito positivos que emanam do mercado de trabalho nos EUA, ou dos diversos indicadores económicos do Reino Unido, por exemplo – sendo maiores as dúvidas relativamente à performance quer da região do euro quer do Japão. Efectivamente, estão reunidas condições importantes que deverão sustentar e mesmo impulsionar as economias da União Económica Monetária, pontuando a política monetária muito acomodatória, políticas orçamentais tendencialmente menos restritivas ou mesmo expansionistas em alguns casos, a depreciação da moeda e, por fim, a acentuada queda dos preços do petróleo desde os meses do Verão de 2014. Embora o impacto potencial sob a actividade na região seja menor que noutros casos (China ou EUA) graças ao efeito da desvalorização do euro e também pela maior eficiência energética (ver gráfico), a factura petrolífera (importações líquidas de combustíveis) ascende a 2.7% do PIB dos 18 países que compõem a UEM e 2.4% no caso da UE 28. Pelo que uma queda de 50% do preço se traduziria num impulso do PIB nominal superior a 1 p.p., admitindo que a elasticidade procura/preço é reduzida.

□ **Petróleo, que consequências?** - Sendo uma das principais fontes de energia primária, a baixa dos preços do petróleo nos mercados internacionais favorece o crescimento, pois a queda dos preços dos combustíveis que lhe está associada terá um impacto positivo nos resultados das empresas e nos encargos das famílias. Terá também um efeito de redução acrescida da taxa de inflação nas economias desenvolvidas, podendo contribuir para a formação de expectativas menos virtuosas de andamento dos preços ao consumidor. Finalmente importa referir que os efeitos dependerão da sustentação do movimento, sugerindo os acontecimentos recentes que este poderá ser duradouro.

### Factura petrolífera - União Europeia Importações líquidas de combustível (Estimativa 2014)

	Mil milhões EUR	Peso aproximado no PIB
UEM (18)	288.49	2.7%
EU (28)	346.11	2.4%

Fonte: Eurostat, calc do autor.

□ **Globalmente positivo** - Segundo o instituto de *research* Capital Economics, cada \$10 de queda do preço do petróleo representa uma transferência anual de \$330 mil milhões, cerca de 0.4% do PIB mundial, de produtores para consumidores de petróleo. Se em média os preços do crude se situarem cerca de \$30 abaixo dos registados em 2014, tal significaria uma transferência de riqueza de 1.2% do PIB mundial para os consumidores líquidos de petróleo. Todavia, o impulso na actividade económica global não será dessa dimensão pois há que ter em conta vários aspectos entre os quais o montante que seria canalizado para poupança, a eventual travagem de investimento de projectos de exploração (que aparentemente já esta a ocorrer), a redução da procura nas economias produtoras líquidas mais afectadas (Venezuela, Nigéria, e Rússia, por exemplo), e ainda a reacção das autoridades – Governos e Bancos Centrais à alteração drástica do cenário para os preços do crude. Tudo somado, o mesmo organismo de pesquisa estima que o PIB mundial se situaria em média cerca de 0.5% acima do que aconteceria com o petróleo em torno de \$100/barril.

□ **Mas factores de natureza política condicionam confiança** - Apesar de todos estes factores de estímulo sobre a actividade, é incerto se estes se traduzirão efectivamente em mais crescimento real e reforço dos níveis de emprego, sobretudo na região da UE. De facto, em 2015 confluem vários factores de natureza política que sugerem a probabilidade de que os índices de confiança dos agentes económicos e respectivos índices de actividade se manterão restringidos por uma maior aversão ao

## ECONOMIAS

## GLOBAL - 2015, FACTORES POLÍTICOS E PETRÓLEO NA ORDEM DO DIA (cont.)

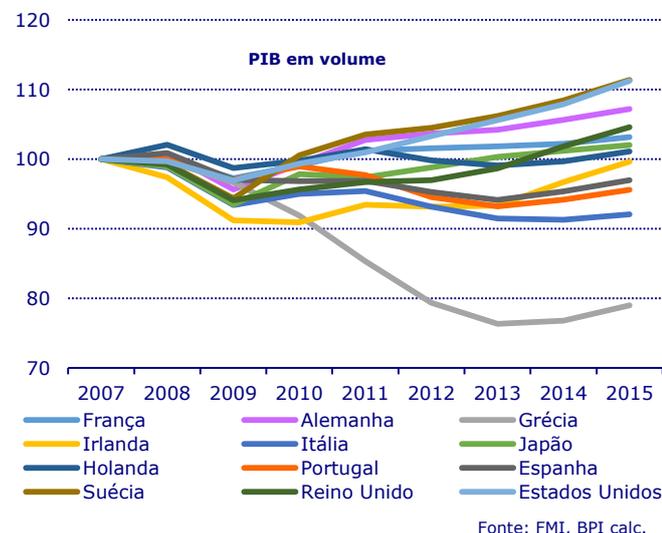
risco e maior precaução. Para além do recente recrudescer de actos terroristas no solo Europeu, são de destacar as tensões entre a Rússia e o Ocidente, que poderão conhecer novos contornos ao longo do ano dados os níveis de *stress* a que a Rússia estará sujeita num contexto de acentuada queda dos preços do principal bem exportado e, em simultâneo, persistência das sanções económicas impostas pelo Ocidente. A situação política e económica da Grécia é também factor de preocupação pois dada a possibilidade de que partidos com posições mais radicais venham a liderar o próximo Executivo, não é de excluir um aumento da volatilidade nos mercados financeiros caso as posições se radicalizem. Esta é uma situação a acompanhar dada a possibilidade de contágio a outras economias periféricas (incluindo Portugal), não obstante os actuais níveis de protecção serem incomparavelmente maiores que em 2010 ou 2012. Mas, caso o impasse e a instabilidade política se arrastem, será inevitável o impacto negativo sob os índices de confiança, atrasando mais uma vez o surgimento de um quadro económico mais saudável.

□ **Diferentes estádios no ciclo reflectem-se em políticas económicas divergentes** - O posicionamento das principais economias do mundo desenvolvido no ciclo económico deverá também reflectir-se no andamento da política monetária. Embora a Reserva Federal se esforce por afirmar que a postura do banco central será "paciente", a sua comunicação sugere que o ciclo de aumento das taxas de juro de curto prazo terá início em meados/finais de 2015, podendo o ritmo de normalização (dimensão da subida em cada reunião) não ser tão gradual como no ciclo de subida em meados da década de 2000, quando se registaram 13 movimentos consecutivos de aumento de 25 pontos base. Efectivamente, a Presidente da Reserva Federal, Janet Yellen, afirma que o andamento será dependente da informação económica. Já no que diz respeito à região do euro, a autoridade monetária alargará provavelmente o leque de medidas de cariz não convencional (ver capítulo de política monetária) de forma a tentar impulsionar os preços dos activos financeiros e contagiar positivamente a economia real. Também as autoridades nipónicas continuarão activamente a suportar a ampla liquidez no sistema financeiro internacional, tentando inverter o ciclo vicioso de estagnação económica/queda de preços enquanto, em simultâneo, deverão adiar a tentativa de consolidação das contas públicas (em particular, redução dos níveis de dívida).

□ **Espectro de deflação poderá persistir** - O contexto de baixa inflação (proximidade de inflação negativa na Europa) deverá ser reforçado pela queda substancial dos preços do petróleo desde os últimos meses de 2014. Repare-se que este não é um período semelhante a 2009, quando as taxas de inflação *core* se situavam em patamares relativamente elevados antes do choque petrolífero (e da queda global da procura), acima de 1.5% na UEM e de 2% nos EUA (ver gráfico respectivo). Actualmente, na região do euro, o índice *core*, que exclui alimentação e energia, já se situa abaixo da fasquia de 1%, situação que se arrasta há mais de um ano. Ora, em 2009, a queda do preço do petróleo foi na ordem de 35%, inferior à que actualmente se perspectiva, e os efeitos nos índices subjacentes foram de, respectivamente, menos 1 p.p. na inflação dos EUA e 0.75 p.p. na inflação da UEM, sentidos com um desfazamento de cerca de 1 ano (apenas em 2010). **Pelo que se actual situação persistir, poderá facilmente empurrar as principais medidas de inflação, sobretudo na Europa, para valores sustentadamente negativos, facto que teria consequências muito nefastas numa envolvente em que a postura das principais políticas económicas estruturais é também restritiva e quando escasseiam os instrumentos no âmbito das políticas de estabilização.** Esta situação, ainda que favorecendo os orçamentos de famílias e empresas, traduz-se também numa maior dificuldade em diluir os ainda elevados rácios de endividamento no mundo desenvolvido.

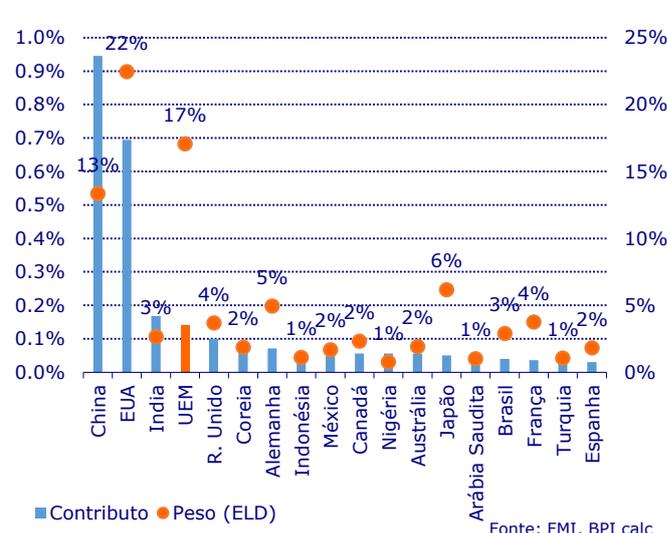
## Muitos países ainda não recuperaram das perdas decorrentes da crise financeira internacional

(índice, 2007=100)



## 2015 - Principais contributos para o crescimento global

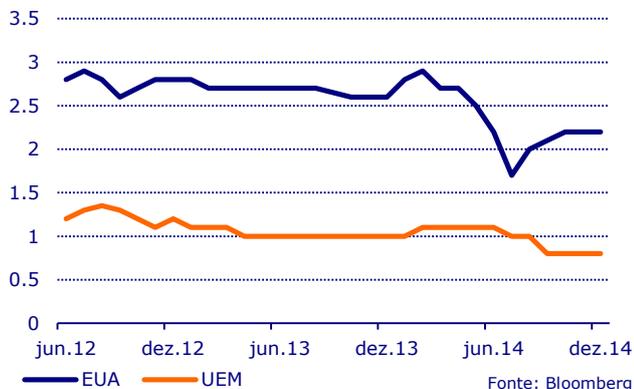
(contributos para crescimento mundial 2015, p.p.; %PIB mundial, USD, 2014)



## GLOBAL - 2015, FACTORES POLÍTICOS E PETRÓLEO NA ORDEM DO DIA (cont.)

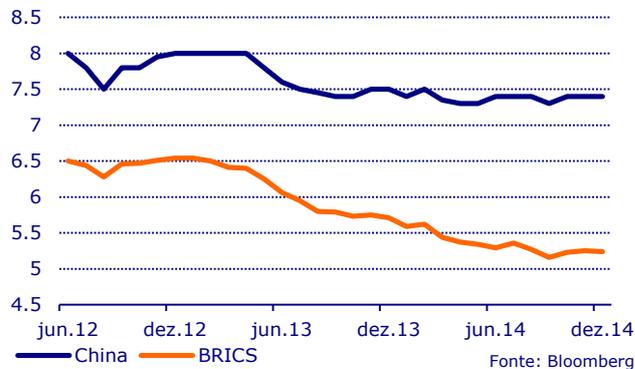
### Previsões médias para o crescimento económico em 2014

(taxa de variação, PIB em volume)



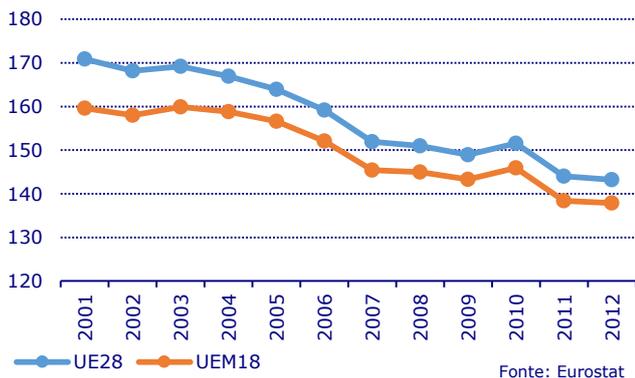
### Previsões médias para o crescimento económico em 2014

(taxa de variação, PIB em volume)



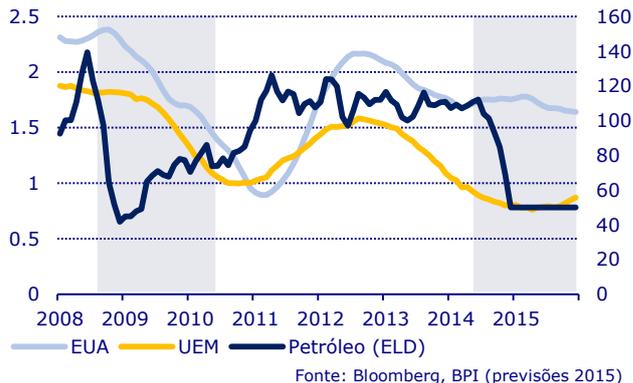
### Intensidade energética desce de forma mais intensa na região do euro sinalizando aumento de eficiência

(consumo bruto de energia p/unid. de PIB, kg de equiv. petróleo p/1000 EUR)



### Taxas de inflação core médias na zona euro e EUA vs preços do Brent: actual ciclo diferente de 2008/09

(variação média anual%; USD/barril)



**ECONOMIAS**

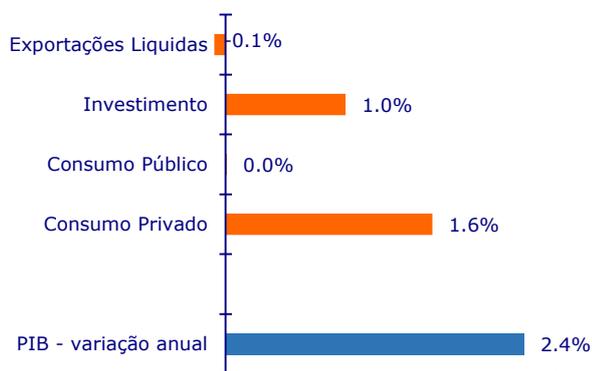
**EUA - AINDA ALGUNS PROBLEMAS POR RESOLVER**

□ **Actividade económica surpreende em 2014** - A economia norte-americana deverá crescer confortavelmente acima da fasquia de 2% em 2014, eventualmente acima de 2.5%, aproximando-se da performance registada nos anos posteriores à Grande Recessão, quando a actividade recuperou de forma quase mecânica. Num ano que foi marcado por um primeiro trimestre muito fraco, em que a actividade sofreu uma retracção graças a factores climatéricos extremos, a recuperação a que se assistiu entre Abril e Setembro foi notória, tendo o PIB aumentado 2.6% nestes seis meses face ao período homólogo. Subjacente a esta dinâmica esteve a procura interna, com destaque para o consumo e investimento: o consumo privado aumentou 2.5% (no mesmo período) contribuindo com cerca de 60% para a expansão homóloga no período; a formação bruta de capital registou um crescimento de 5.5%, tendo um contributo também determinante.

□ **Diluição dos desequilíbrios** - Relevante é também o facto deste bom desempenho ocorrer num contexto em que os principais desequilíbrios, na origem da crise financeira de 2007-08, se diluem. A título de exemplo, os níveis de endividamento do sector privado e das famílias em particular, continuam a descer – os EUA pontuam entre os países da OCDE onde a dívida das famílias mais encolheu desde o ponto mais alto, em 2007 (ver tabela) – enquanto o nível de esforço financeiro se situa em mínimos desde início da década de 80 – considerando não só os encargos com as prestações de crédito à habitação e consumo mas também os encargos com rendas de habitação, custos com leasing automóvel, etc (ver gráfico respectivo). Acresce referir que a taxa de poupança se mantém acima dos mínimos históricos embora em valores significativamente mais baixos que em décadas passadas. Finalmente, no mercado imobiliário e de crédito, vários indicadores reflectem já a normalização de algumas variáveis. Por exemplo, o ritmo de execução de hipotecas baixou consideravelmente; o rácio de crédito mal parado também se aproxima de valores mais contidos; os índices que medem o posicionamento da valorização no mercado imobiliário também recuaram de forma significativa. Todos estes indicadores apontam para uma maior robustez da economia dos EUA, a caminho de um novo ciclo de expansão mais robusto (a prazo).

**PIB em 2014 (estimativa): principais contributos**

(taxa de variação; pontos percentuais do PIB)



Fonte: Bloomberg; calc BPI

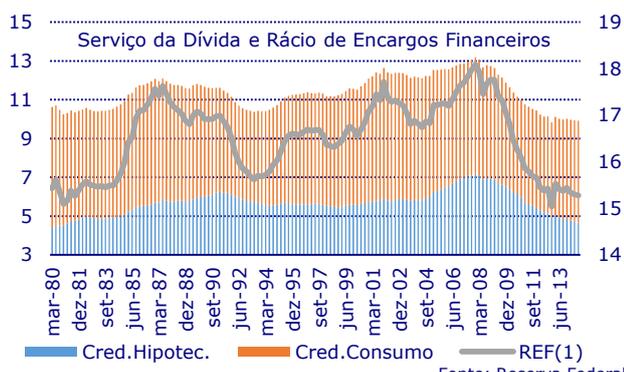
**Endividamento das Famílias (em % do RNB)**

País	Variação desde máximo	Variação desde 2000	Dívida/RNB 2013
<b>Estados Unidos</b>	<b>-26.7</b>	<b>36.1</b>	<b>107.5</b>
Reino Unido	-24.0	55.0	137.6
Hungria	-21.1	59.0	53.2
Dinamarca	-20.4	98.4	291.5
Espanha	-17.5	59.8	123.1
Portugal	-14.5	48.7	133.2
Alemanha	-14.4	-8.0	86.3
Holanda	-6.3	81.5	259.5
Áustria	-4.3	17.0	83.8
França	-3.2	30.3	98.2
Itália	-0.4	32.8	83.4
Bélgica	0.0	34.1	98.2
Canadá	0.0	53.2	158.0
Finlândia	0.0	51.1	114.5
Noruega	0.0	74.8	202.8
República Eslovaca	0.0	36.9	54.3

Fonte: OCDE, calc BPI.

**Enc. financ. pesam pouco no rend. dos particulares - condições favoráveis ao aumento do consumo**

(% crédito total; 10<sup>6</sup> unidades)



Nota: O gráfico traduz o esforço financeiro derivado do serviço da dívida para crédito ao consumo e hipotecário bem como o Rácio de Encargos Financeiros, incluindo custos com rendas, leasing automóvel, custos com seguros e impostos sobre o imobiliário etc.

**Mercado Imobiliário - Excessos no mercado hipotecário diluem-se rapidamente**

(% crédito total; 10<sup>6</sup> unidades)

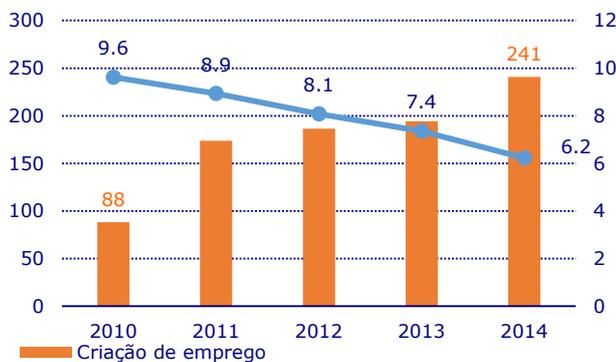


## EUA - AINDA ALGUNS PROBLEMAS POR RESOLVER (cont.)

- **Mercado de trabalho e petróleo suportam crescimento** - São também de assinalar ganhos acentuados de emprego e reduções muito expressivas da taxa de desemprego – ver gráfico. Nos últimos anos, a média de postos de trabalho gerados tem registado uma evolução crescente (241 mil empregos mensais nos primeiros 11 meses de 2014), e a taxa de desemprego aproxima-se de valores próximos dos níveis que se consideram representar o pleno emprego; ou seja, a partir dos quais a teoria económica afirma que se geram pressões inflacionistas. Todavia, apesar da melhoria sustentada destes indicadores globais, a menor participação no mercado de trabalho – maior índice de inactividade – e o ritmo contido de evolução dos salários e rendimentos, são factores que justificam a diluição do impacto desta melhoria sob a actividade económica e preços. No que diz respeito ao petróleo, o impacto global sob a economia dos EUA será certamente positivo. Efectivamente, a indústria petrolífera, embora tenha tido um comportamento recente positivo relevante, tem um peso reduzido na actividade e no emprego. Em contrapartida, apesar da redução de importações de petróleo e seus derivados nos últimos anos, os EUA continuam a ser importadores líquidos (os segundos maiores, a seguir à China), estimando-se que a factura energética decresça cerca de \$130 mil milhões, reflectindo a queda de 50% dos preços do petróleo desde o Verão. Adicionalmente, o impacto sob os preços dos combustíveis deverá impulsionar significativamente o consumo privado, estimando alguns analistas que esta componente possa aumentar acima de um ritmo de 4% nos primeiros meses de 2015.
- **O que se antecipa em 2015** - As previsões médias dos observadores internacionais recolhidas pela Bloomberg antecipam que o ritmo de crescimento económico acelere e que supere a fasquia dos 3%. Caso se confirme, este seria o maior ritmo de expansão desde a crise financeira de 2008, podendo sinalizar a ultrapassagem dos principais condicionantes que justificaram a performance mais fraca nos últimos anos. Efectivamente, vários desenvolvimentos sugerem que estão reunidas as condições para que a economia mostre um desempenho mais favorável. Destacam-se os balanços mais robustos do sector privado, o mercado de trabalho mais firme, lucros e *cash-flows* empresariais robustos, sinais de aceleração do consumo e investimento, factores a que se alia a queda dos preços do petróleo. **Em contrapartida, existem outros factores que apontam para a persistência de legados importantes da crise financeira internacional, que poderão continuar a ditar uma performance menos brilhante da maior economia mundial.** Para além da política salarial e menor participação no mercado de trabalho, o ainda comparativamente baixo ritmo de concessão de crédito poderá justificar a persistência de crescimentos modestos – ver gráfico. Efectivamente, os empréstimos pela banca comercial aumentaram em média 5% em 2014, acima dos 3.2% registados em 2013, mas ainda distante da média de crescimento do crédito observada nos anos 94-2002 (acima de 7%) ou registados no período pré-crise (em que o financiamento bancário aumentou mais de 11%, em termos médios anuais). Refira-se ainda que segundo o CitiGroup, se a oferta de crédito regressasse aos níveis pré-crise tal adicionaria cerca de 1.3 p.p. ao crescimento dos EUA e incrementaria a taxa implícita dos fed-funds em 1.5 p.p. Todavia, é pouco provável que tal ocorra tão cedo, de forma sustentada, por um lado porque as instituições financeiras enfrentam um ambiente regulatório mais adverso, por outro, porque o legado da crise sob a forma de maiores índices de precaução, ainda não foi totalmente debelado, quer para quem financia quer para quem procura por financiamento. Neste contexto, tudo somado, antecipamos um ritmo de crescimento mais robusto que em 2014, mas ainda aquém dos patamares registados em épocas passadas.
- **Principais factores de risco** - 2015 deverá marcar o ano de inversão do pendor da política monetária nos EUA. Caso se confirme, o processo de retirada de estímulos pela Reserva Federal poderá originar instabilidade nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e a actividade. Em sentido oposto, o crescimento económico poderá surpreender pela positiva, dada a conjugação de factores de suporte à actividade.

### Mercado de Trabalho: melhoria consistente

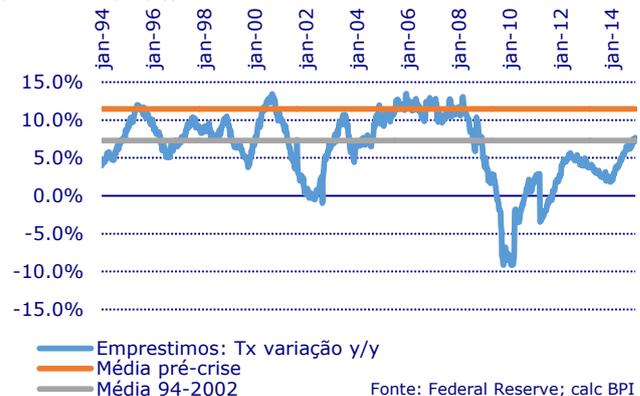
(Milhares de unidades; % da pop activa)



Fonte: Bloomberg

### Expansão tímida do crédito bancário deverá ser um dos factores subjacentes ao fraco cresc. económico

(taxa de variação y/y)



Fonte: Federal Reserve; calc BPI

## ECONOMIAS

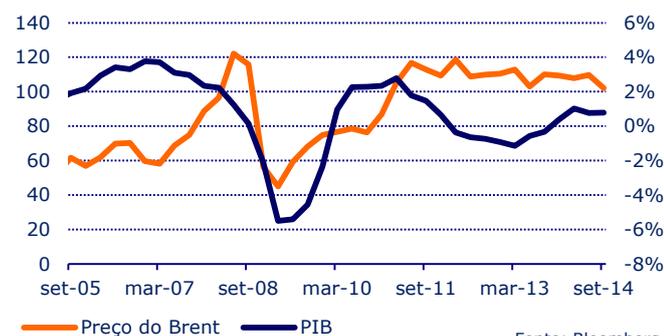
## ZONA EURO - CRESCIMENTO LIGEIRO EM 2015

□ O ano de 2014 ficou marcado pelo fraco crescimento económico na Zona Euro, justificado pelo aumento dos conflitos geopolíticos, especialmente as tensões com a Rússia, a par do enfraquecimento de algumas economias desenvolvidas e emergentes, com relações estreitas com os países do centro da Europa. Neste ponto, realce para as três principais economias, Alemanha, França e Itália, cujo desempenho económico foi determinante para o fraco crescimento na área do euro (dados da Comissão Europeia realçam um crescimento no 3T de 0.1% q/q, 0.3% q/q e -0.1% q/q, respectivamente), contrariamente a outros países, como Irlanda (2T foi de 1.5% q/q), Espanha, Portugal e Grécia, cujo crescimento foi melhor que o esperado (0.5% q/q, 0.3% q/q e 0.7% q/q, respectivamente).

□ As melhorias registadas no mercado de trabalho foram modestas, em linha com o crescimento económico, que não foi suficientemente robusto para alavancar a formação de emprego. A taxa de desemprego deverá ter sido de 11.6% em 2014 de acordo com a Comissão Europeia, melhor do que em 2013 (11.9%), resultado das melhorias registadas nos países mais vulneráveis. As diferenças entre Estados-Membros continuaram a ser significativas em 2014, variando entre 5.1% na Alemanha e 26.8% na Grécia. Ao mesmo tempo, as fracas melhorias registadas no mercado de trabalho tiveram impacto limitado no consumo privado, que se espera que tenha crescido 0.7% em 2014, um aumento face a 2013, quando a variável diminuiu 0.6%. A pesar neste crescimento reduzido esteve a incerteza sobre os rendimentos futuros e o processo lento de desalavancagem no sector das famílias.

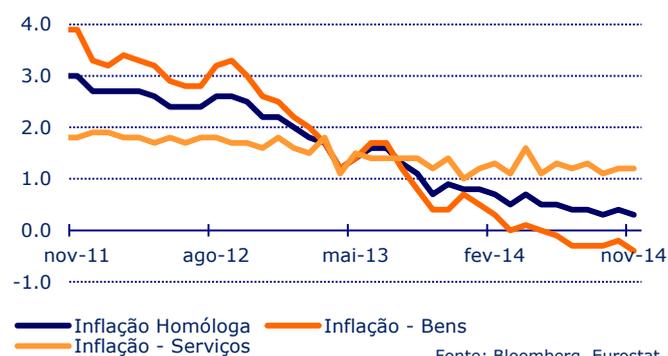
## Variação homóloga do PIB e evolução do preço do Brent

(USD - média trimestral; y/y%)



## Inflação Homóloga

(y/y%)



## PMI Compósito e Manufatura para a Zona Euro

(índice PMI, 50=variação nula)



## Previsões macroeconómicas do BPI

	2013	2014E	2015P	2016P
<b>PIB</b>	<b>-0.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.7%</b>
Consumo privado	-0.6%	0.6%	0.7%	0.9%
Consumo público	0.2%	0.9%	0.8%	0.8%
Investimento	-2.4%	1.1%	2.7%	4.4%
Exportações	2.1%	3.1%	2.9%	3.5%
Importações	1.2%	3.3%	3.4%	3.4%
Taxa de inflação média	1.4%	0.4%	0.7%	1.8%

Fonte: BPI.

□ Apesar de ter sido afectado pelo processo de desalavancagem, num contexto de baixa inflação e de fraca procura, o investimento em 2014 parece ter iniciado uma recuperação face ao decréscimo de 2.4% observado em 2013, crescendo 0.6% no ano anterior. A inflação continuou bem abaixo do objectivo dos 2% (a inflação previsional em Dezembro, de acordo com o Eurostat, foi de -0.2%, e espera-se que no total do ano a inflação tenha sido de 0.4%), influenciada pela queda dos preços da energia e da alimentação, assim como pelo frágil ambiente económico da Zona Euro. A estimativa sobre a inflação no último mês de 2014 poderá colocar pressão junto do BCE para adoptar novas medidas não convencionais já em Janeiro.

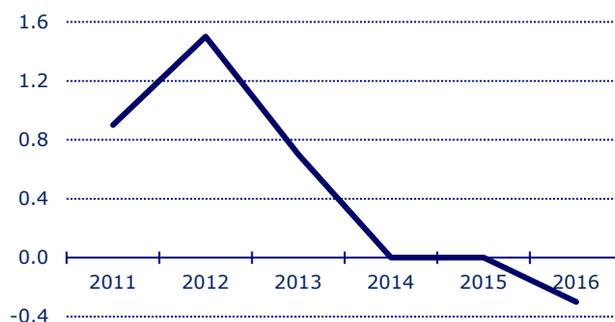
## ZONA EURO - CRESCIMENTO LIGEIRO EM 2015 (cont.)

□ A balança corrente na Zona Euro tem verificado excedentes, registando, em 2014, 2.5% do PIB. Este excedente não se deve ao fortalecimento das exportações, mas antes à vulnerabilidade da procura interna, que afectou desfavoravelmente as importações. Isto acontece em países mais vulneráveis, como os da periferia da Zona Euro, revertendo-se à medida que a recuperação económica ganha dimensão. Ao nível das contas públicas, realce para o aumento do saldo primário, aumentando de -0.1% do PIB em 2013 para 0.1% do PIB em 2014. Em sentido contrário, a dívida pública bruta aumentou no ano transacto de 93.1% para 94.5% do PIB.

□ **Cenário para 2015-2016** - Espera-se que o ano de 2015 seja menos previsível do que 2014, devido à maior incerteza na economia global, à evolução da situação política na Grécia, às acções levadas a cabo pela Reserva Federal e devido à escala e eventual eficácia do programa de *quantitative easing* do BCE. Apesar disso, é esperado que o fraco crescimento económico registado em 2014 continue este ano, embora a uma taxa superior (previsão da C.E. é de 1.1% y/y em 2015 e de 1.7% y/y em 2016), potenciado por melhores condições no mercado de trabalho, aumento do rendimento disponível, melhores condições de financiamento, diminuição da fragmentação financeira e menores necessidades de desalavancagem. No mercado de trabalho, espera-se que a recuperação seja ligeira e que a taxa de desemprego atinja os 11.3% em 2015 (10.8% em 2016), que deverá ter impactos favoráveis no crescimento do consumo privado, que atingirá os 1.1% este ano (1.4% em 2016). A contribuir para o maior crescimento do consumo privado estará, igualmente, a menor necessidade de desalavancagem, que também influenciará o crescimento da formação bruta de capital fixo, com um incremento de 1.7% este ano, valor anteriormente verificado em 2011, aumentando significativamente em 2016 em 3.9%. Relativamente à inflação, a CE aponta para um aumento dos preços de 0.8% em 2015 e de 1.5% em 2016, embora a queda histórica dos preços do petróleo possam impulsionar a inflação para terreno negativo nos primeiros meses de 2015, tendendo a estabilizar em níveis relativamente baixos até ao final do ano. O excedente da balança corrente deverá manter-se nos dois anos seguintes, desta vez atingindo 2.6% e 2.5% do PIB em 2015 e 2016, respectivamente, reflexo da ligeira recuperação económica que se espera na Zona Euro, acompanhada pelo crescimento da procura doméstica. As contas públicas deverão manter a trajectória de consolidação, com o saldo primário a atingir 0.3% do PIB em 2015 (0.5% em 2016), esperando-se um pendor orçamental neutro em 2015 e negativo em 2016 (-0.3), reflexo de uma política orçamental de maior suporte ao crescimento. Contrariamente, a dívida pública bruta deverá continuar a aumentar em 2015, ainda que de forma ligeira, para 94.8% do PIB, enquanto para 2016 se espera uma redução em 1 p.p. Em relação às três principais economias, espera-se que o crescimento seja ainda modesto durante 2015, com a Alemanha a crescer 1.1%, suportada pelo robusto mercado de trabalho e fortalecimento da procura externa; em França, espera-se um crescimento lento (0.7%), aliando um reduzido ritmo de crescimento do consumo privado a uma contracção do investimento; e, por fim, em Itália espera-se um crescimento positivo (0.6%), com a procura externa a recuperar lentamente.

### Pendor Orçamental (variação do saldo primário estrutural)

(percentagem do PIB)



Fonte: AMECO, calc.BPI

□ **Os riscos que podem afectar as previsões** aqui mencionadas assentam na probabilidade das tensões geopolíticas e problemas financeiros na Rússia sofrerem um agravamento durante 2015, assim como as eleições que serão levadas a cabo em alguns países da Zona Euro (Portugal, Espanha e Grécia). O que pode estar em causa é a possibilidade de forças políticas mais radicais vencerem as eleições nestes países, o que poderá originar instabilidade política, governos fracos e levar a um enfraquecimento das reformas. Especial atenção é dada à Grécia, com as últimas sondagens a apontarem o Syriza como vencedor das próximas eleições. Face à actual queda dos preços do petróleo, que podem continuar a verificar-se e a intensificar a queda nos preços da energia, pode resultar na contínua queda da inflação e, no limite, entrar em terreno negativo. Note-se que as estimativas do Institute of International Finance (IIF) referem que uma queda do preço do petróleo em USD 25 por barril poderia levar a uma queda dos preços na Zona Euro em 2%.

A par da queda dos preços da energia, o risco de que a procura doméstica seja menor do que o esperado, assim como a deterioração das expectativas da inflação, podem reflectir-se num desempenho decepcionante do nível geral de preços e obrigar o BCE a adoptar novas medidas, nomeadamente o início da compra de dívida soberana, possivelmente já em Janeiro. Mesmo assim, o programa do BCE pode, por um lado, estimular os preços dos activos, mas, por outro, os baixos níveis das *yields* e a contínua aversão ao risco no sector bancário pode limitar a sua eficácia. A par disso, a baixa inflação favorece os encargos reais com a dívida. Por outro lado, há, também, riscos das previsões serem revistas no sentido ascendente, embora com menor probabilidade de ocorrência. Entre os factores estão o aumento mais do que o esperado da procura externa, a recuperação do investimento e emprego, assim como impactos muito significativos das eventuais medidas do BCE e da contínua queda dos preços do petróleo, já que a Zona Euro é das regiões que mais poderá beneficiar com esta situação. Estimativas do IIF referem que uma queda do preço do petróleo em USD 25 por barril podem levar a um aumento do PIB em 0.3% na área do euro. Pelo que, caso o petróleo se mantenha nos actuais níveis, o impacto estimado seria de +0.6p.p. Adicionalmente, os

**ECONOMIAS****ZONA EURO - CRESCIMENTO LIGEIRO EM 2015 (cont.)**

factores de carácter político poderão ter desenvolvimentos menos adversos ou resolução mais rápida. Em concreto, o eventual desanuviamento das tensões entre a Rússia e o Ocidente teria consequências muito favoráveis nos países do centro europeu, com destaque para Itália e a Alemanha.

**Grécia afectada pela incerteza política**

A Grécia foi um dos países fortemente afectados pela recente crise financeira, levando à adopção do programa de assistência financeira. Actualmente, é possível observar melhorias na economia grega, quando comparado com a situação em que se encontrava em 2010, ano em que o programa foi aplicado. A taxa de crescimento do PIB em 2010 era de -4.9%, enquanto os dados mais recentes dão conta de uma melhoria para -3.9% em 2013 e um crescimento económico esperado de 0.6% em 2014 (dados do FMI). A impulsionar o crescimento positivo antecipado para o ano transacto estão a recuperação do consumo privado (que passou de um crescimento negativo de 6.2% em 2010 para -1.8% em 2014) e as exportações líquidas (influenciadas pela forte actividade no turismo e no sector dos transportes marítimos). A balança corrente tem evoluído de forma muito positiva, passando de um défice de 10.1% do PIB em 2010 para um excedente de 0.7% em 2013, que se deverá manter em 2014. As razões que explicam este desempenho prendem-se, por um lado, pela diminuição das importações (queda de 5.3% em 2013 e uma diminuição esperada de -1.3% em 2014) e, por outro, pelo aumento dos recebimentos dos turistas, pelas exportações de combustíveis e pelos fundos provenientes da União Europeia. No entanto, as exportações não relacionadas com o turismo continuam a ter um desempenho desfavorável, quando comparado com os restantes países periféricos. O saldo público primário também foi positivo em 2013 (0.8% do PIB, em comparação com um saldo deficitário em 2010 de 5.1% do PIB), reflectindo uma diminuição da despesa maior do que o previsto de EUR 0.8 mil milhões em 2013, ao mesmo tempo que as receitas arrecadadas foram maiores do que o esperado. Para 2014, espera-se que o excedente seja positivo em 1.5% do PIB.

No entanto, têm sido registados atrasos na aplicação de reformas importantes e que tiveram impacto, por exemplo, no nível de desemprego do país. Em 2010, a taxa de desemprego era de 12.5% e em 2013 era já de 27.3%. Espera-se que, durante 2014, o desemprego tenha diminuído e o valor final seja de 25.8%. De acordo com a OCDE, dados entre o 4T 2007 e o 1T de 2014 dão conta de cortes salariais no sector privado, em média, de 3.4% ao ano, enquanto no sector público os cortes foram, em média, de 1.9% ao ano. Apesar dos cortes terem reforçado a competitividade externa, o crescimento da produtividade por hora trabalhada manteve-se negativo. O desemprego de longa duração no último trimestre de 2007 era de 49%, aumentando significativamente para 71% no primeiro trimestre de 2014. Ao mesmo tempo, a dívida em percentagem do PIB continua em níveis preocupantes. Em 2010, a dívida era de 148.3% do PIB e acentuou-se nos anos seguintes (a excepção foi em 2012, em que diminuiu para 157.2% face aos 170.3% registados em 2011, resultado do perdão da dívida feita nesse ano), sendo que, em 2013, atingiu os 175.1% do PIB e espera-se que o valor tenha caído em 2014 para 174.2%. As necessidades brutas de financiamento, durante o período de 2003-2011, eram de 26.2% do PIB, reduzindo-se em 2013 para 21.4%, mas espera-se que tenha aumentado no ano transacto para 23.5%.

É expectável que a recuperação económica continue ao longo deste ano, com o FMI a projectar um crescimento de 2.9%, impulsionado pelo crescimento do consumo privado (suportado pelas expectativas de baixa inflação e aumento do rendimento disponível). O desemprego deverá atingir os 23.8% este ano, devido à criação de novos empregos, aos programas de apoio ao emprego e aos benefícios que começam a surgir das reformas estruturais. As necessidades brutas de financiamento deverão diminuir para 20.2% do PIB este ano, enquanto a dívida deverá recuar para 171.0% do PIB e o saldo primário deverá continuar a registar um excedente (3.0% do PIB). No entanto, as previsões efectuadas pelo FMI podem ser fortemente afectadas pela incerteza política decorrente das próximas eleições do dia 25 de Janeiro. Depois de a Grécia ver falhadas as tentativas para eleger um novo Presidente da República, o país pode entrar numa espiral de incerteza política, que pode afectar adversamente outros países da Zona Euro, nomeadamente os países periféricos. De acordo com as mais recentes sondagens, nenhum partido obteria, neste momento, a maioria absoluta (no caso grego, são necessários mais do que 39% dos votos), embora o partido de extrema-esquerda, Syriza, esteja à frente nas intenções de voto, o que significa que, muito provavelmente, o próximo governo resultará de uma coligação com este partido.

É esta possibilidade que colocou os investidores receosos. O partido de extrema-esquerda grego é caracterizado por ter ideias radicais, apesar do discurso de Alexis Tsipras, líder do Syriza, ter vindo a suavizar-se ao longo do tempo. O principal pilar do programa do Syriza é a renegociação da dívida junto dos credores oficiais (Troika), diminuindo os encargos com a dívida e, assim, possibilitar o aumento da despesa social. A tabela seguinte aponta alguns dos pilares da reforma do Syriza, assim como o custo a eles associado:

<b>Programa eleitoral do Syriza</b>	
<b>Medidas</b>	<b>Custos</b>
Electricidade grátis e subsídios alimentares para cerca de 300 mil famílias que estão abaixo do limiar da pobreza; restituição do subsídio de Natal; medicamentos grátis para os desempregados.	EUR 1.8 mil milhões
Eliminação do imposto agregado sobre a propriedade; criação de um imposto sobre grandes propriedades; reestruturação de dívidas privadas aos bancos; subida do salário mínimo para EUR 751; limite de isenção do IRS para os EUR 12 mil/ano.	EUR 6.5 mil milhões
Programa de recuperação do emprego com vista a criar 300 mil postos de trabalho; recuo das medidas de liberalização do mercado de trabalho.	EUR 3 mil milhões
Mais autonomia para regiões e municípios; maior estímulo à participação dos cidadãos; limitação da imunidade dos deputados; regulação do sector de rádio e televisão.	0.0

Fonte: Imprensa.

## ZONA EURO - CRESCIMENTO LIGEIRO EM 2015 (cont.)

### Spread da dívida pública grega

(pontos base)



Este impasse levou a que o FMI tenha afirmado que só irá retomar as negociações e concluir a sexta revisão do programa de assistência financeira quando o novo Governo tomar posse. Em causa está a libertação da última tranche do programa, no montante de EUR 1.8 mil milhões, cuja privação não deverá, contudo, pôr em causa a actividade do país no curto prazo.

A situação política na Grécia tem despoletado o receio de que o país reacenda uma nova crise do euro, afectando os países periféricos da Zona Euro. Apesar disso, o impasse político grego ainda não teve impactos significativos nos juros da dívida pública dos restantes periféricos, que continuam a registar mínimos históricos. As justificações passam pela expectativa de actuação do BCE através do programa de compra de dívida soberana no início deste ano, assim como a criação antecipada por parte da Zona Euro de estruturas mais sólidas que permitem reduzir o risco de contágio de situações adversas como esta, incluindo a criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade, o papel do BCE enquanto credor de última instância e a criação da união bancária. Outra distinção face aos efeitos de contágio verificados em 2010 é que, agora, depois do perdão da dívida pública grega em 2012, a restante dívida está quase na sua totalidade na posse dos soberanos (cerca de 90%) e outros credores oficiais. Se o governo renunciar ao pagamento de parte da dívida isso irá afectar, principalmente, os Estados fiadores, como a Alemanha e a França, tornando os canais de contágio ao sector privado, como os bancos, mais reduzidos. Ao mesmo tempo, as melhorias e as reformas concretizadas nos restantes países da periferia permitem limitar os efeitos de contágio vindos da Grécia.

## ECONOMIAS

## PORTUGAL - CONSOLIDAÇÃO DO CRESCIMENTO

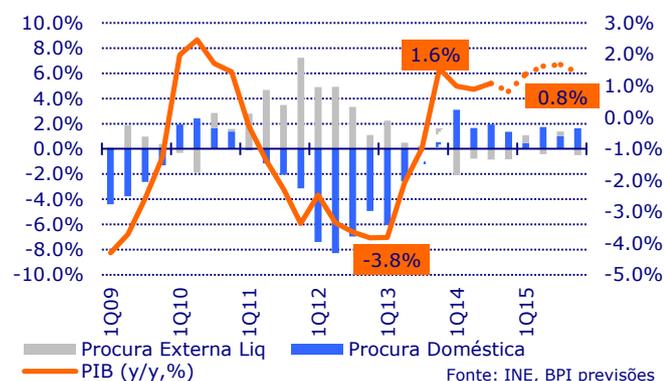
□ **2014 – Crescimento em linha com o esperado** - A economia portuguesa deverá registar uma expansão em torno de 0.9% em 2014 (a primeira estimativa será publicada pelo INE em Fevereiro de 2015), ritmo apenas ligeiramente inferior às nossas projecções elaboradas há cerca de um ano atrás, que apontavam para uma expansão de 1%. Não obstante, a composição do ritmo de crescimento foi diferente da que então se antecipava, na medida em que a procura interna acabou por contribuir mais do que se esperava para o crescimento anual, enquanto a procura externa líquida contribuiu negativamente, com uma dimensão significativa: um contributo de cerca de -1.1 pontos percentuais para um crescimento que se projecta em torno de 0.9%. Caso se confirme, o contributo desfavorável das exportações líquidas só encontra paralelo em 2010 ou nos anos imediatamente anteriores à crise financeira internacional.

□ **Exportações desiludem e Importações aumentam acima do previsto** - Vários factores concorreram para este comportamento. Do lado das exportações, o encerramento temporário da unidade de refinação de petróleo nos primeiros meses de 2014, justificou um comportamento pior que o esperado. De facto, a venda de combustíveis refinados ao exterior fora responsável por cerca de 60% do crescimento das exportações de bens em 2013, pelo que esta paragem teve efeitos significativos. Nos primeiros dez meses do ano, as exportações de combustíveis registavam um decréscimo de cerca de 22%, gerando um contributo negativo de 2.2 p.p. para o total. Deste modo, a actual projecção aponta para um aumento das exportações (em volume) em torno de 2.5%, que contrasta com +3.5% antecipados no início de 2014. Pelo lado das importações, verificou-se também um aumento acima do esperado, reflectindo a retoma mais acentuada da procura interna e a satisfação de alguma procura pendente, nomeadamente de bens duradouros.

□ **Apesar de tudo...crescimento mais equilibrado** - Depois da recuperação que se registou em meados de 2013 e que originou taxas de variação do PIB em volume na ordem de 1.6%, tem-se registado uma estabilização em níveis mais baixos. Todavia, analisando os contributos das principais componentes para a geração de riqueza, verifica-se que em 2014 o padrão de comportamento foi mais equilibrado que nos anos de vigência plena do PAEF. Efectivamente, depois de três anos consecutivos de retracção, a procura interna voltou a aumentar, embora bem menos que em 2010 ou em anos anteriores à eclosão da crise financeira internacional; as importações deixaram de contribuir positivamente para a expansão, sinalizando o padrão de expansão mais equilibrado, também apoiado pelas componentes domésticas da procura agregada; e as exportações contribuíram positivamente, embora com um efeito minorado pela referida interrupção da actividade de refinação e venda ao exterior.

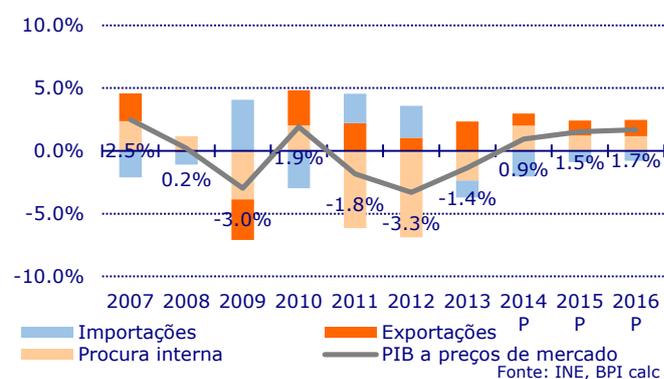
## PIB e componentes: o contributo da procura interna evidenciou-se em 2014

(contributos para var homóloga, pontos percentuais; %)



## PIB anual, em volume, e componentes

(contributos para var homóloga, pontos percentuais; %)



□ **Exportações, sem combustíveis, registam comportamento assinalável** - Analisando o comportamento do comércio internacional, em valor, verifica-se que excluindo combustíveis, as exportações de bens cresceram 4.7% até Novembro. Mais, os contributos foram bastante uniformes, pontuando os bens de consumo, bens industriais, bens de capital ou alimentação e bebidas; apenas o material de transporte registou um desempenho menos significativo (0.4 p.p., cerca de 7%). A análise por destinos, denota também bom desempenho em diversos mercados, com destaque para o Reino Unido, Alemanha, França e Espanha. Nos países fora da União Europeia, o comportamento das exportações é também favorável, denotando-se diversificação por produtos e destinos, com destaque para os mercados dos EUA, Angola e China. Mais, cruzando a informação por produtos e destinos conclui-se que não existe uma performance uniforme, havendo bons desempenhos em vários segmentos; por exemplo, para o Reino Unido têm-se destacado a venda de Automóveis e componentes e de Instrumentos médicos; para Espanha, destacam-se o Vestuário, os Bens Alimentares e também os automóveis (excluindo combustíveis, as exportações aumentaram 5.8%); no caso de Angola, para além dos Bens alimentares e bebidas, destacam-se a Maquinaria eléctrica e não eléctrica.

## PORTUGAL - CONSOLIDAÇÃO DO CRESCIMENTO (cont.)

- Exportações de serviços, com contributo importante** - Os serviços representam actualmente cerca de 33% das exportações totais, reforçando paulatinamente o seu posicionamento ao longo das últimas décadas. Nos últimos anos, para o aumento do saldo positivo da Balança de Serviços, tem pontuado não só o Turismo como também os Transportes e Outros serviços prestados às empresas. Todavia, em 2014, foram as exportações de serviços de turismo que mais adicionaram às exportações de serviços, gerando um contributo de cerca de 75% e um acréscimo no ano estimado em 16%.
- Reposição de alguns consumos e Investimento subjacentes ao comportamento das Importações** - Analisando as importações por tipo de produtos, verifica-se que são os veículos automóveis os principais responsáveis pelo seu crescimento. Até Novembro, as importações aumentaram 3.3%, sendo mais de 75% desta expansão devida aos bens classificados como Material de Transporte (que aumentaram mais de 20%). Acresce referir que na análise das importações são também evidentes sinais da retoma (ainda que, por enquanto, fraca) da Formação Bruta de Capital. Efectivamente (ver quadro), uma parte significativa do acréscimo fica a dever-se à importação de bens industriais e de capital.

Exportações de bens: Janeiro a Novembro						
10ºeuros	2013	Peso	2014	Peso	tvh	contributo
Bens industriais	14,735	37.2%	14,946	37.1%	1.4%	0.5%
Bens de consumo	8,117	20.5%	8,891	22.1%	9.5%	2.0%
Material de transporte	6,492	16.4%	6,635	16.5%	2.2%	0.4%
Bens de capital	5,503	13.9%	5,720	14.2%	3.9%	0.5%
Combustíveis	4,408	11.1%	3,521	8.7%	-20.1%	-2.2%
Alimentação e bebidas	4,433	11.2%	4,691	11.6%	5.8%	0.7%
Outros	-4,125	-10.4%	-4,085	-10.1%	-1.0%	0.1%
<b>Total</b>	<b>39,563</b>	<b>-</b>	<b>40,320</b>	<b>-</b>	<b>1.9%</b>	<b>-</b>
Excluindo combustíveis	35,155	89%	36,798	91%	4.7%	4.2%

Fonte: INE, calc. BPI.

Importações de bens: Janeiro a Novembro						
10ºeuros	2013	Peso	2014	Peso	tvh	contributo
Bens industriais	14,898	31.3%	15,531	31.6%	4.2%	1.3%
Bens de consumo	7,292	15.3%	7,807	15.9%	7.1%	1.1%
Material de transporte	5,521	11.6%	6,781	13.8%	22.8%	2.7%
Bens de capital	7,049	14.8%	7,623	15.5%	8.1%	1.2%
Combustíveis	10,340	21.8%	9,269	18.9%	-10.4%	-2.3%
Alimentação e bebidas	7,217	15.2%	7,047	14.3%	-2.3%	-0.4%
Outros	-4,790	-10.1%	-4,943	-10.1%	3.2%	-0.3%
<b>Total</b>	<b>47,527</b>	<b>-</b>	<b>49,114</b>	<b>-</b>	<b>3.3%</b>	<b>-</b>
Excluindo combustíveis	37,186	78%	39,846	81%	7.2%	5.6%

Fonte: INE, calc. BPI.

### As exportações de combustíveis em 2013

	% do total para cada mercado	Peso no total de combustíveis exportados
<b>Mundo</b>	<b>9.6%</b>	<b>100%</b>
<b>Extra União Europeia</b>	<b>16.1%</b>	<b>50%</b>
<b>Intra União Europeia</b>	<b>6.8%</b>	<b>50%</b>
Gibraltar	99.5%	8%
Abastecimentos e provisões de bordo da EU	96.3%	11%
Abastecimentos e provisões de bordo com países terceiros	93.1%	13%
Países e territórios não determinados no âmbito das trocas comerciais com países terceiros	89.8%	2%
Ceuta	89.1%	0%
Togo	64.9%	1%
Costa do Marfim	60.1%	1%
Senegal	50.4%	1%
Guiné-Bissau	45.4%	1%
Nigéria	43.5%	1%
Grécia	41.4%	2%
Marrocos	36.3%	6%
Estados Unidos	32.6%	14%
Tunísia	21.1%	1%
Arábia Saudita	16.6%	1%
Países Baixos	13.5%	6%
Canadá	10.8%	1%
Espanha	8.8%	22%
Bélgica	8.1%	2%
Argélia	5.0%	1%
França	4.3%	5%
Reino Unido	3.7%	2%

Fonte: INE, calc. BPI.

- 2015** - o ano da consolidação de tendências: O nosso cenário aponta para que o ritmo de expansão da actividade económica se fortaleça ao longo de 2015, projectando-se uma taxa de crescimento do PIB de 1.5%. Este desempenho deverá assentar no contributo positivo da procura interna, embora menor que no ano transacto, e no regresso de contributos favoráveis da procura externa líquida. Espera-se uma expansão mais contida do consumo privado, reflectindo a estabilização no mercado de trabalho, onde a tendência de melhoria não deverá ser tão notória como em 2014. Não obstante, o rendimento disponível das famílias deverá aumentar, por via da redução da carga fiscal e também pelos aumentos de rendimentos para funcionários públicos e pensionistas decorrentes das decisões do Tribunal Constitucional, em que algumas das medidas então em vigor não foram substituídas pelo Executivo (designadamente a Contribuição Extraordinária de Solidariedade, que assume em 2015 contornos menos gravosos). Espera-se também uma evolução favorável do Investimento, continuando as tendências identificadas desde meados de 2013 e que apontam para o desagravamento da formação bruta de capital em construção e reforço do investimento em Máquinas e Equipamento (ver gráfico). Por outro lado, dada a normalização das exportações de Combustíveis ao longo de 2014, o seu contributo para o total deverá deixar de pesar negativamente. Pelo que parece haver espaço para antecipar uma expansão das Exportações de Bens e Serviços, assente na continuidade do bom comportamento do Turismo e outros serviços, na recuperação esperada da

### Portugal - Previsões BPI

	2014	2015	2016
Consumo privado	2.0	1.2	1.0
Consumo público	-0.6	-0.1	0.3
Investimento	5.0	2.6	3.0
Exportações	2.5	3.0	4.0
Importações	5.2	2.2	2.8
PIB	0.9	1.5	1.7
Défice Orçamental (PDE)	4.8	2.7	2.5
Taxa de inflação média	-0.3	0.6	1.5
Taxa média de desemprego	14.2	14.0	13.8

Fonte: BPI.

## ECONOMIAS

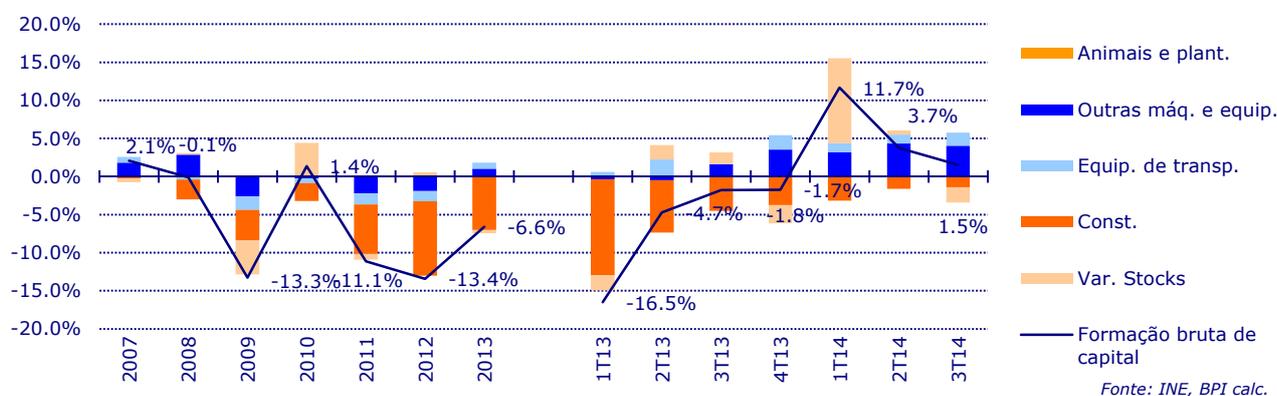
## PORTUGAL - CONSOLIDAÇÃO DO CRESCIMENTO (cont.)

procura externa (sobretudo países Intra-EU), embora sujeita a riscos, e também potenciada pelo efeito de desvalorização do euro. Antecipamos, por isso, uma aceleração das exportações, em volume, de cerca de 2.5% para 3.5% em 2015.

□ **Quanto às importações, estas deverão manter um ritmo de expansão positivo, embora moderado**, na medida em que o agregado será condicionado por forças com efeitos opostos. Por um lado, é certo que a reanimação da procura interna deverá continuar a ponderar, embora se admita que os efeitos serão mais esbatidos que em 2014. É certo que a retoma do investimento reflectir-se-á necessariamente em mais importações de maquinaria e bens de capital (correlação muito elevada entre as duas variáveis). Por outro lado, dados os valores de vendas alcançados no mercado automóvel, é razoável admitir que nos próximos anos se manterá a tendência de aumento das importações deste tipo de bens, embora se antecipe que o ritmo de expansão abrande, pois empresas e famílias permanecem estranguladas por níveis de endividamento ainda relativamente elevados. Acresce ainda referir que os **efeitos decorrentes da queda dos preços do petróleo** – cerca de 40%, em euros, desde o Verão – reflectir-se-ão também na diminuição das importações, embora seja mais incerto o seu impacto na actividade, medida a preços constantes.

## Investimento: Máquinas e Equipamento registam uma tendência sustentadamente positiva

(contributos para var homóloga, pontos percentuais; %)



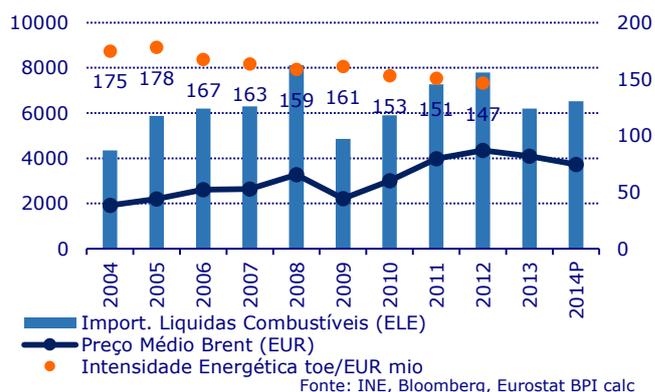
□ **Efeito Petróleo** - A evolução da factura energética na última década – ver gráfico - (importações líquidas de combustíveis) está estreitamente correlacionada com o comportamento dos preços do petróleo (aumento entre 2009 e 2012) mas também com o comportamento da procura interna (justificando retracção das importações em 2013), reflectindo ainda o reforço da eficiência energética (ou seja, energia consumida por unidade de PIB gerado). No âmbito da eficiência, refira-se que segundo informação do Eurostat, o grau de intensidade energética (inclui consumo de carvão, petróleo, gás natural, electricidade, etc) decresceu cerca de 16% na última década. Ainda assim, Portugal utiliza mais energia por unidade de riqueza que a média da zona euro (em 2012 146,5 toe/EUR mio face a 137 toe/EUR mio na UEM). Considerando apenas o petróleo bruto e gás natural e os produtos petrolíferos refinados, observa-se que **nos últimos anos as importações líquidas do petróleo e seus derivados representaram valores em torno de 3,5% do PIB**. Admitindo que o grau de eficiência energética se mantém

em torno dos valores registados nos últimos anos, considerando uma estimativa para o preço do barril de Brent de 60\$/barril e uma taxa de câmbio média do EUR/USD de 1,20 a factura petrolífera cairia cerca de 24%, gerando uma poupança de cerca de 0,9 p.p. do PIB. Este seria o efeito no saldo externo, ceterisparibus. O impacto sobre a actividade será certamente inferior, pois dependerá da forma como empresas e famílias decidirem alocar o excedente de rendimento proporcionado pela queda da factura energética. O impulso será tanto mais forte quanto mais elevados forem os níveis de confiança, traduzindo-se na concretização de intenções de compra e de investimento.

□ **Mercado de Trabalho:** Desde o 1T13, o mercado de trabalho tem registado um desempenho bastante satisfatório, observando-se a queda da taxa de desemprego de 17.5% naquele trimestre para 17.5% no 3T14. Esta melhoria explica-se

## Importações de Combustíveis vs preço médio barril Brent (euros)

(Milhões de euros; euros/barril, toe/EUR mio)



## PORTUGAL - CONSOLIDAÇÃO DO CRESCIMENTO (cont.)

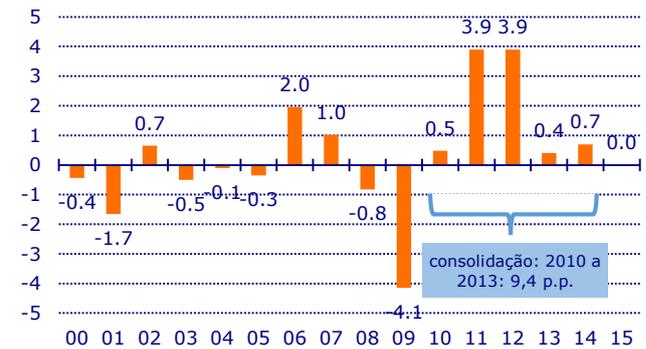
parcialmente por melhorias no sentimento dos empregadores, mas resulta também de alterações metodológicas associados à inclusão de dados do censo 2011 e também pela implementação de diversos programas de estímulo à contratação. Neste cenário, as perspectivas são de que o ritmo de retoma do mercado de trabalho se modere ao longo do ano, antecipando-se apenas uma ligeira redução da taxa de desemprego de 14.2% em 2014 para 14% em 2015.

□ **Inflação:** Desde Julho de 2014 que regista níveis inferiores a zero, reflectindo em grande parte o movimento de quedas dos bens energéticos, mas também fragilidade da procura interna e efeitos do esforço de melhoria da competitividade da economia portuguesa. A informação até agora conhecida aponta para que no conjunto do ano, a inflação média se situe em -0.3%. Em 2015, espera-se uma recuperação deste indicador, o qual poderá situar-se em 0.6% no final do ano, continuando a reflectir preços mais baixos das principais *commodities* energéticas e o facto de a procura interna continuar fraca. O baixo crescimento dos preços favorece o poder de compra das famílias, podendo traduzir-se em mais consumo, mas, num cenário em que o crescimento também é fraco, tem efeitos negativos no comportamento dos rácios de endividamento públicos e privados.

□ **Contas públicas -** A informação mais recente relativamente ao andamento das contas públicas aponta para a redução do défice do estado para 6.42 mil milhões de euros nos primeiros onze meses de 2014, (numa base de caixa). Esta evolução reflecte o bom desempenho da receita fiscal, +6.2% yoy, enquanto que a despesa registou um crescimento de apenas 0.8% yoy no mesmo período e põe em evidência o esforço de consolidação das contas públicas levado a cabo nos últimos anos, dando suporte ao desenhar-se de uma trajectória de melhor sustentabilidade da dívida pública. Todavia, importa ter presente que este esforço está longe de ter terminado, sendo importante manter activa a intenção de reduzir de forma estrutural a despesa pública. Este factor parece ser aquele que mais riscos trará no cumprimento das metas estabelecidas para o défice público, dado o pendor de cariz mais neutral do OE para 2015, evidente por exemplo na previsão de apenas uma redução de 0.1 pontos percentuais do défice estrutural.

### Pendor da Política Orçamental

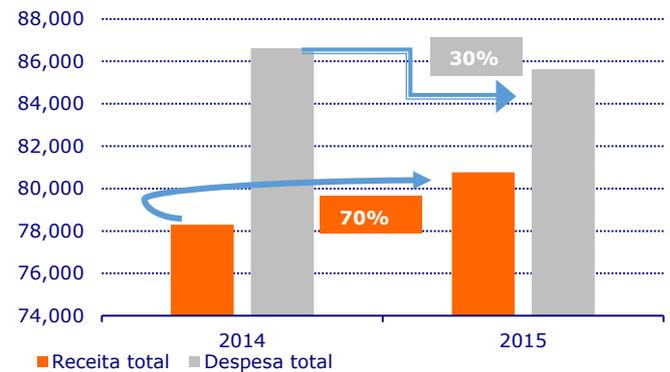
(p.p. do PIB)



Fonte: AMECO, Ministério das Finanças, BPI

### Consolidação projectada em 2015

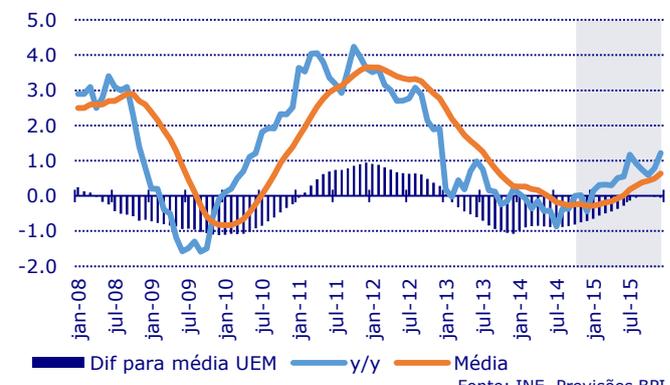
(Mihões de euros)



Fonte: Ministério das Finanças

### Taxa de inflação e diferencial face à região do euro

(Mihões de euros)



Fonte: INE, Previsões BPI

## ECONOMIAS

## ESPAÑA - ECONOMIA EM RECUPERAÇÃO

□ **2014 - A economia espanhola continuou a crescer (em cadeia) pelo quinto trimestre consecutivo no 3T 2014, registando um aumento de 0.5% q/q** (o que se reflecte num crescimento homólogo de 1.6%). O principal impulsionador desta variação foi a procura doméstica, que cresceu, em cadeia, 0.6%, explicado pelo crescimento do consumo privado (0.8% q/q). Esta melhoria é baseada no aumento do rendimento disponível, favorecido pela criação de emprego e por um ambiente caracterizado por preços moderados, a par da recuperação da saúde financeira e da confiança dos agentes económicos. O reforço da procura interna reflectiu-se num aumento acentuado das importações (8.2% y/y e 4.7% q/q), substancialmente superior ao das exportações (4.6% y/y e 3.5% q/q). As categorias que mais contribuíram para o crescimento das exportações foram as dos bens de capital e dos bens de consumo (contribuições para o crescimento de 1.8 e 2.8 pontos, respectivamente). A tendência crescente verificada nas exportações de bens e serviços é explicada pela recuperação de alguns parceiros comerciais da Zona Euro, pelas melhorias em algumas economias emergentes e os ganhos de preço-competitividade face a outros países desenvolvidos e aos BRICS. As reformas estruturais aplicadas desde 2011 têm tido um impacto positivo nos custos unitários do trabalho que, nos primeiros três trimestres de 2014 registaram uma queda de 0.5% y/y. Por parte das importações, as relativas a bens cresceram de forma mais significativa do que as importações de serviços (5.3% q/q e 1.6% q/q, respectivamente).

□ **O mercado de trabalho espanhol continua a registar melhorias consideráveis**, devido à recuperação da actividade produtiva, salários moderados e aos efeitos favoráveis da Reforma Laboral. Dados ajustados sazonalmente para o 3T 2014 registam um aumento do emprego de 0.4% (0.9% no 2T 2014), o que representa um crescimento de 1.6% quando comparado com o mesmo período do ano anterior. A taxa de emprego é, assim, de 45.4%. Importa realçar que a melhoria verificada no mercado de trabalho deve-se, essencialmente, ao aumento do emprego por via de contractos temporários (o número de trabalhadores temporários aumentou 122,400 no 3T 2014, enquanto que o número de trabalhadores com contracto permanente diminuiu em 26,700). Por sector de actividade, verifica-se um aumento do emprego (dados ajustados à sazonalidade) na indústria, construção e serviços (+2.4% q/q, +3.4% q/q e +0.1% q/q, respectivamente), enquanto na agricultura se verifica um progresso distinto (-5.6% q/q). Por fim, é o sector privado que está a contribuir para o aumento do emprego, contrariamente ao verificado no sector público (+2.7% y/y e -0.6% y/y, respectivamente). O número de desempregados diminuiu 515,700 comparado com o ano anterior, reflectindo-se numa taxa de desemprego de 23.7% da força de trabalho (26.1% em 2013).

□ **A inflação em Espanha situou-se em terreno negativo em Novembro (-0.5%)**, principalmente devido à queda dos preços dos produtos energéticos (face à queda do preço do petróleo) e aos bens alimentares. O valor foi inferior ao registado na Zona Euro (-0.2%).

□ Em termos consolidados, **o défice do Governo Central, Governos Regionais e Fundos da Segurança Social registaram em Setembro um valor de 4.11% do PIB**, comparativamente a 5.08% registado para o mês homólogo.

□ **Dados sobre o endividamento registam uma diminuição do financiamento ao sector privado não financeiro de 4.9% y/y até Outubro** (quedas de 5.5% y/y nas sociedades não financeiras e de 4.0% no caso das famílias). A tendência continua a ser de diminuição do crédito, embora o ritmo de diminuição seja menos significativo do que em momentos anteriores.

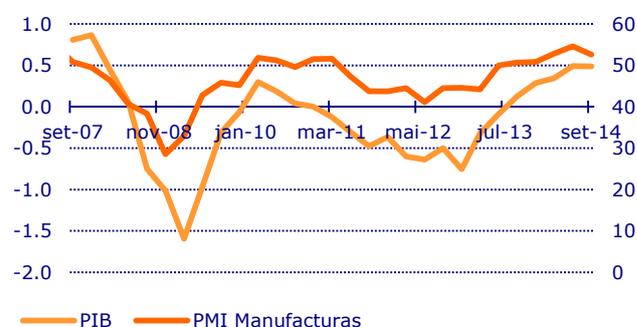
Previsões Macroeconómicas do BPI  
(variação percentual anual)

	2013	2014	2015P	2016P
<b>PIB</b>	<b>-1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
Consumo Privado	-2.5	2.4	2.5	2.0
Consumo Público	-1.5	1.5	0.4	0.3
Investimento	-6.0	0.5	3.0	3.5
Exportações	5.0	4.7	5.8	5.5
Importações	0.0	6.8	6.0	5.5
Taxa de inflação média	1.4	-0.1	0.8	1.8

Fonte: BPI

## PIB e PMI Manufaturas

(% qoq; índice PMI)



Fonte: Bloomberg; INE

□ **O crescimento económico em Espanha em 2015 deverá ser superior ao registado no ano anterior**, antecipando-se um aumento de 2.2%, suportado pelo incremento do emprego e pelas melhores condições de financiamento. A contribuição positiva da procura doméstica deverá assentar em elevados níveis de confiança entre os agentes domésticos, sustentados pela criação de emprego, melhoria das condições de financiamento e o impacto da reforma tributária em vigor a partir do dia 1 de Janeiro deste ano. O consumo privado deverá aumentar 2.5% este ano, impulsionado pela melhoria sustentada do mercado de trabalho - influenciada por salários moderados e uma maior flexibilidade no mercado de trabalho-, e com impacto

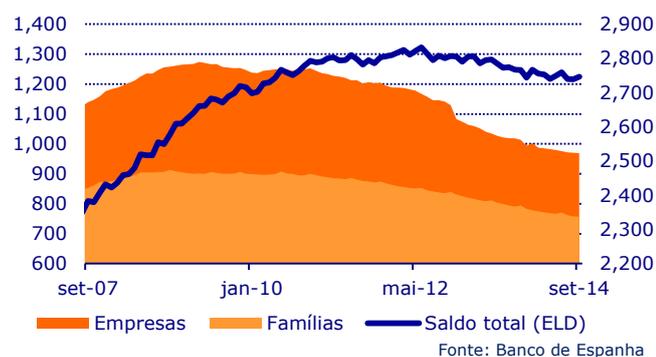
## ESPAÑA - ECONOMIA EM RECUPERAÇÃO (cont.)

no aumento do rendimento disponível. Prevê-se que o investimento cresça 3.0%, influenciado pelo aumento da procura doméstica, as contínuas melhorias das condições de financiamento e o crescimento esperado das exportações para 2015 (5.8%). A evolução do investimento tenderá também a beneficiar da correcção já registada dos níveis de endividamento, bem como pela necessidade de realização de investimentos de reposição. A queda actual dos preços do petróleo deverá continuar nos próximos meses, pressionando em baixo a inflação. A permanência de inflação em níveis reduzidos poderá limitar a correcção dos rácios de endividamento, tanto do sector privado como público, mas será um factor positivo para o comportamento do consumo. Espera-se uma melhoria da inflação durante este ano, ainda que continue em níveis relativamente baixos (0.8%), antecipando-se que poderá continuar em terreno negativo nos primeiros meses do ano se os preços do petróleo continuarem a cair.

□ **Os riscos sujeitos a estas previsões prendem-se com a possibilidade do ambiente externo vir a ser mais desfavorável do que o projectado**, como, por exemplo, a fragilidade contínua ou ainda mais desfavorável da Zona Euro e a incerteza acerca da desaceleração económica nalgumas economias emergentes, como o caso dos países mais afectados pela queda do petróleo. Pelo contrário, a melhoria das condições de financiamento, juntamente com políticas monetárias adicionais e com impacto na oferta de crédito e a continuação da queda dos preços do petróleo podem levar a que as previsões sejam revistas acima.

### Financiamento às empresas e famílias

(Mil milhões EUR; mil milhões EUR)



### Evolução do emprego no sector público e privado

(mil empregados)



## ECONOMIAS

**AMÉRICA LATINA - APÓS ANOS DE CRESCIMENTO, AS ECONOMIAS VOLTAM A VACILAR**

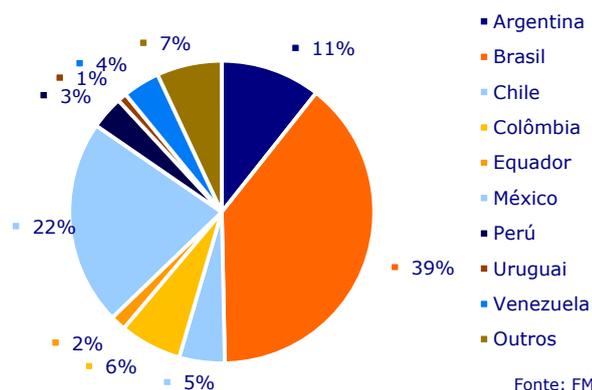
□ **A região da América Latina continua a mostrar-se incapaz de sustentar as elevadas taxas de crescimento**, exibidas no período após a crise financeira de 2008-09. A actividade económica foi enfraquecendo ao longo de 2014, e ainda que se continue a invocar a deterioração dos termos de troca como sendo o principal calcanhar de Aquiles da região, o abrandamento deste ano resultou também de factores internos, em particular de um abrandamento do consumo e do investimento, em alguns casos decorrente da incerteza relacionada com processos eleitorais e políticas económicas que acabaram por prejudicar a confiança e a procura interna. Desta forma, o crescimento da região deverá ter desacelerado novamente em 2014, ainda que alguma moderação assinalada no final do ano possa sugerir que o período mais difícil já tenha sido ultrapassado. De acordo com as últimas estimativas do FMI (que note-se, foram revistas em baixa diversas vezes ao longo do ano), o crescimento económico da América Latina deverá abrandar para 1.3% em 2014, recuperando em 2015 para 2.2%, mas permanecendo contudo abaixo do potencial.

□ **Em relação aos desempenhos heterógenos entre as principais economias, salienta-se a divergência entre a estagnação do Brasil, a aceleração do crescimento no México e nos países andinos, e a recessão na Argentina e na Venezuela.** No Brasil, é provável que se assista novamente a um ano de estagnação, com a economia a entrar numa fase de ajustamentos difíceis depois das eleições. Em contrapartida o México deverá beneficiar em 2015 das reformas estruturais concretizadas durante o último ano e da recuperação da actividade nos EUA. As economias com ritmos de crescimentos mais notáveis serão o Peru e a Colômbia. Por sua vez, o Chile deverá continuar a apresentar um crescimento mais moderado, devido à queda da procura pelas suas *commodities*, mas mantém-se como um dos países mais atractivos da região dada a sua elevada capacidade institucional. A Argentina e a Venezuela continuarão a ser os *outliers* da região, países que apesar de possuírem abundantes recursos, acabaram por cair em recessão após anos de políticas económicas desadequadas, e não se espera que consigam recuperar ainda em 2015. A Venezuela, apesar de deter das maiores reservas de petróleo do mundo deverá ter que suportar difíceis ajustamentos com a queda dos preços do petróleo, e na Argentina o recente incumprimento sobre as obrigações soberanas deverá continuar a prejudicar o crescimento e a pressionar o câmbio e a inflação, ao mesmo tempo que as reservas internacionais se vão esgotando.

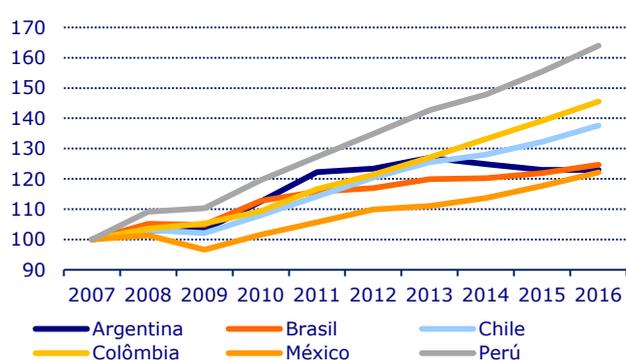
□ **A fragilidade da actividade económica acabou por diminuir a pressão sobre a inflação na maioria dos países** (excluindo por exemplo o Brasil), o que possibilitou a adopção de políticas monetárias acomodáticas pelos bancos centrais. Por outro lado, a tendência para 2015 será de progressivo aumento das taxas de juro de forma a acompanhar o ajustamento esperado na política monetária norte-americana. As moedas das economias da região tenderão a depreciar-se em 2015, num contexto de deterioração dos termos de troca e apreciação do dólar. Esta tendência deverá ser mais ténue nos países andinos e no México (que beneficiará da recuperação nos EUA), enquanto no Brasil e na Argentina esta pressão poderá ser mais acentuada, com efeitos adversos sobre a subida do nível geral dos preços.

**Composição do PIB da América Latina**

(% do PIB nominal)

**Evolução do PIB real**

(Índice 2007=100)



□ **Na maioria dos países, a fraca actividade económica e a queda dos preços das *commodities* em 2014, acabou por contribuir para uma deterioração das finanças públicas** via quebra das receitas fiscais, que no caso do Brasil e da Argentina terá sido ainda agravada pelo aumento da despesa. Os défices devem manter-se elevados em 2015, mas permanecendo em patamares sustentáveis. Da mesma forma, face à queda dos termos de troca em 2014, os défices de conta corrente mantiveram-se elevados. Dado que perante uma desaceleração do crescimento da China, não se espera que esta situação se reverta, é provável que a recuperação do crescimento em 2015 na América Latina seja acompanhada por um ligeiro agravamento dos défices de conta corrente. Em relação ao financiamento dos défices externos, durante 2014, os fluxos de entrada de investimentos de carteira ultrapassaram os de investimento directo estrangeiro, suportados pela procura

**AMÉRICA LATINA - APÓS ANOS DE CRESCIMENTO, AS ECONOMIAS VOLTAM A VACILAR (CONT.)**

de rendimentos pelos investidores e o adiamento da subida das taxas de juro pela Fed. Por outro lado, para 2015, espera-se que esta situação se inverta, dado que o investimento directo estrangeiro deve aumentar (em particular devido aos atractivos projectos no México), enquanto os fluxos de entrada de investimento de carteira devem ser mais moderados, nomeadamente após o ajustamento das taxas de juro nos EUA.

□ **Quanto aos principais riscos, destaca-se o possível regresso da volatilidade aos mercados financeiros da América Latina** com a proximidade do ajustamento da política monetária nos EUA, que combinada com uma dinâmica de crescimento pouco vigorosa poderá originar correcções acentuadas nos preços dos principais activos (taxas de juro, taxas de cambio, spreads da dívida publica e índices bolsistas). A evolução dos preços das *commodities*, que representam em média 45% do total das exportações da região, será o principal indicador da vulnerabilidade externa, sendo que Peru, Colômbia e Chile deverão ser os países mais expostos. Finalmente, o impacto da queda dos preços do petróleo deverá ter um efeito nulo, já que os prejuízos para os países exportadores (Colômbia e Equador) contrastam com os benefícios para países que ainda são importadores líquidos (Brasil, Chile).

<b>Principais indicadores macroeconómicos</b>																			
	<b>Crecimento do PIB</b>			<b>Inflação</b>			<b>Conta Corrente</b>			<b>Despesa Primária</b>			<b>Saldo Primário</b>			<b>Dívida Pública</b>			
	<b>%</b>			<b>final do periodo, %</b>			<b>%PIB</b>			<b>%PIB</b>			<b>%PIB</b>			<b>%PIB</b>			
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	
<b>América Latina e Caraíbas (LAC)</b>	<b>2.7</b>	<b>1.3</b>	<b>2.2</b>	<b>7.5</b>	<b>8.3</b>	<b>7.2</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.5</b>	<b>-2.6</b>	<b>30.3</b>	<b>30.5</b>	<b>29.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.2</b>	<b>49.9</b>	<b>50.6</b>	<b>51.1</b>	
<b>Integrados financeiramente</b>	<b>3.8</b>	<b>2.7</b>	<b>3.5</b>	<b>4.4</b>	<b>4.9</b>	<b>4.3</b>	<b>-3.8</b>	<b>-3.8</b>	<b>-3.7</b>	<b>26.6</b>	<b>26.7</b>	<b>26.4</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>40.6</b>	<b>41.2</b>	<b>41.5</b>	
Brasil	2.5	0.3	1.4	5.9	6.2	6.0	-3.6	-3.5	-3.6	34.6	35.1	33.7	1.9	1.3	2.0	66.2	65.8	65.6	
Chile	4.2	2.0	3.3	3.0	4.2	3.0	-3.4	-1.8	-1.4	23.2	23.7	24.1	-0.6	-1.6	-1.0	12.8	13.9	14.6	
Colômbia	4.7	4.8	4.5	1.9	3.3	3.0	-3.3	-3.9	-3.8	26.6	26.8	26.8	1.2	0.8	0.9	35.8	34.0	33.1	
México	1.1	2.4	3.5	4.0	4.0	3.5	-2.1	-1.9	-2.0	24.6	23.7	23.0	-1.3	-1.5	-1.4	46.4	48.0	49.0	
Perú	5.8	3.6	5.1	2.9	2.9	2.2	-4.5	-5.2	-5.0	20.5	20.7	21.5	1.7	0.6	0.7	20.0	19.3	19.2	
Uruguai	4.4	2.8	2.8	8.5	8.6	8.4	-5.6	-6.5	-6.4	30.1	30.4	29.7	0.4	-0.4	0.0	62.1	66.4	67.3	
<b>Outros export. de commodities</b>	<b>5.8</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>	<b>17.3</b>	<b>20.8</b>	<b>17.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>0.9</b>	<b>34.5</b>	<b>35.7</b>	<b>35.4</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>	<b>32.9</b>	<b>34.1</b>	<b>34.1</b>	
Argentina	2.9	-1.7	-1.5	10.9	-	-	-0.8	-0.8	-1.1	34.8	36.6	36.6	-0.7	-1.2	-1.7	41.0	48.9	54.2	
Equador	4.5	4.0	4.0	2.7	3.0	3.0	-1.3	-0.8	-2.4	43.3	42.0	41.8	-3.7	-3.1	-3.2	24.4	27.0	30.0	
Venezuela	1.3	-3.0	-1.0	56.2	69.8	55.9	5.0	7.6	6.4	35.0	39.8	39.4	-11.9	-10.7	-11.8	52.1	46.2	41.3	
<b>Outros países da América Central</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>-7.2</b>	<b>-6.8</b>	<b>-6.8</b>	<b>20.0</b>	<b>19.9</b>	<b>19.7</b>	<b>-2.1</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>37.9</b>	<b>39.4</b>	<b>40.7</b>	

Fonte: FMI (World Economic Outlook, Outubro 2014).

## ECONOMIAS

## BRASIL - O AJUSTAMENTO INEVITÁVEL PARA 2015

□ **Ao fim de um período eleitoral longo e cansativo, Dilma Rousseff conseguiu, permanecer por mais quatro anos como Presidente do Brasil**, ainda que com a menor margem da história das eleições presidenciais em regime democrático. Apesar do pessimismo inicial dos investidores e agentes económicos quanto à capacidade de a Presidente reeleita conseguir pôr em marcha uma dinâmica que coloque a economia numa rota de crescimento mais consistente, o anúncio do novo Ministro das Finanças foi bem recebido pelos mercados. O novo Ministro, Joaquim Levy, comprometeu-se a restaurar a necessária disciplina fiscal e atingir o objectivo de aumento dos saldos primários. Desta forma, é provável que o primeiro ano do novo mandato de Dilma seja pautado por políticas económicas mais ortodoxas com o objectivo de recuperar a confiança dos investidores e de evitar uma possível perda da notação de investimento. Contudo, o objectivo de recuperar o dinamismo da economia será difícil de alcançar perante políticas fiscais e monetárias restritivas.

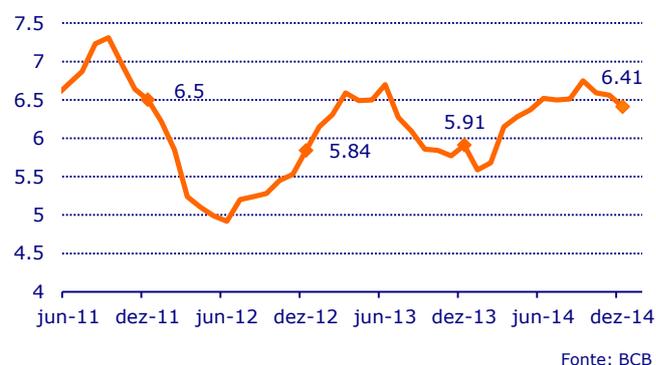
## Evolução da actividade económica

(variação percentual anual)



## Inflação

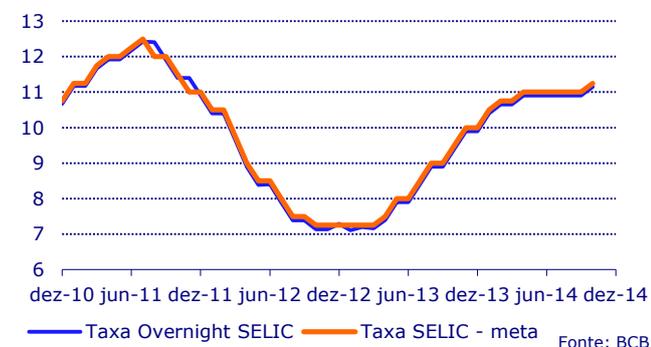
(percentagem de variação anual)



□ **As eleições presidenciais de 2014 decorreram perante uma conjuntura económica desfavorável**, que se veio a deteriorar nos últimos anos. No segundo trimestre do ano, o Brasil entrou em recessão técnica depois de registar um crescimento trimestral negativo do PIB por dois períodos consecutivos (-0.2% q/q no 1T e -0.6% q/q no 2T). Contudo no terceiro trimestre o PIB recuperou (+0.08% q/q), o que deverá permitir compensar a má performance da primeira metade do ano, de forma a garantir que o crescimento total do ano seja positivo. Apesar da recuperação ligeira do crescimento do PIB, a evolução das componentes da procura interna continuou fraca, e insuficiente para reestabelecer a confiança dos investidores a qual se veio a deteriorar durante os últimos anos não só devido à falta de dinamismo na actividade mas também pela desacreditação em políticas económicas demasiado intervencionistas, e que não têm sido capazes de estimular a economia. Depois de praticamente ter estagnado em 2014, o crescimento da economia brasileira deve permanecer fraco em 2015, uma vez que o ajustamento das políticas económicas vai prejudicar o crescimento económico no curto prazo.

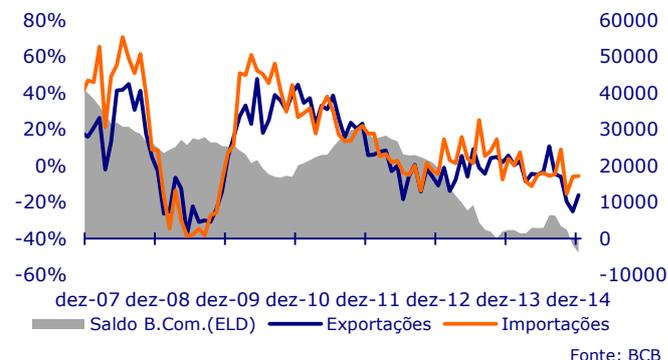
## Taxa directora de Política Monetária

(percentagem)



## Balança comercial

(variação anual; acumulado 12 meses em milhões USD)



□ **O rápido crescimento do nível geral de preços manteve-se durante praticamente todo o ano de 2014**, apesar dos aumentos da taxa de juro e das políticas de controlo dos preços (nomeadamente dos preços da energia e transportes). A inflação acabou por ultrapassar o limite superior da taxa de juro objectivo do Banco Central (4.5% +/- 2%) na segunda metade do ano, mas acabou por ceder no mês de Dezembro para 6.4% y/y, após um último aumento de taxa de juro pelo Banco Central para um máximo de 3 anos (em 25 pontos base, para 11.25%), logo na primeira reunião após as eleições, numa

## BRASIL - O AJUSTAMENTO INEVITÁVEL PARA 2015 (cont.)

tentativa de restabelecer as expectativas de inflação que já se encontravam completamente desancoradas. É provável que o aperto da política monetária ainda se mantenha em 2015, devido à necessidade de ajustamento dos preços regulados e por outro à desvalorização do real (o real brasileiro (BRL) alcançou os 2.50 por dólar, valor que não era alcançado desde Dezembro de 2008).

□ **Paralelamente, a performance das contas externas voltou a deteriorar-se em 2014, face à queda dos termos de troca, falta de dinamismo da procura externa das economias avançadas e à desaceleração do crescimento da China** (para onde o Brasil continua a exportar uma quota considerável das suas *commodities*). Em 2014, o Brasil registou o primeiro défice da balança comercial dos últimos 14 anos, e a queda dos preços das *commodities* continuará a prejudicar as receitas das exportações, ainda que a decorrente desvalorização do real possa ajudar a conter a pressão sobre os termos de troca. 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 aumento das taxas de juro nos EUA, este nível de entradas de fluxos de investimento para os mercados de capitais destas economias se mantenha.

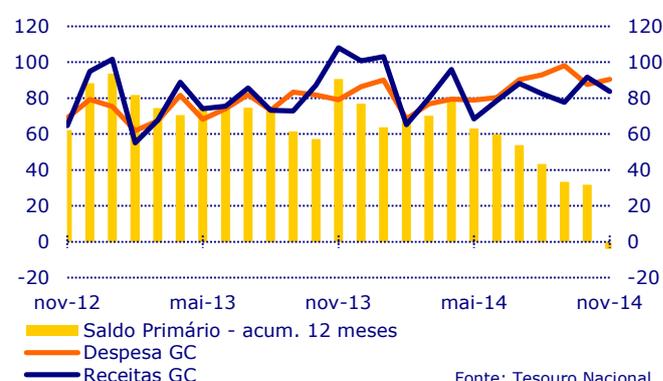
### IBOVESPA e USD/BRL

(índice; USD/BRL)



### Contas públicas

(mil milhões de reais)



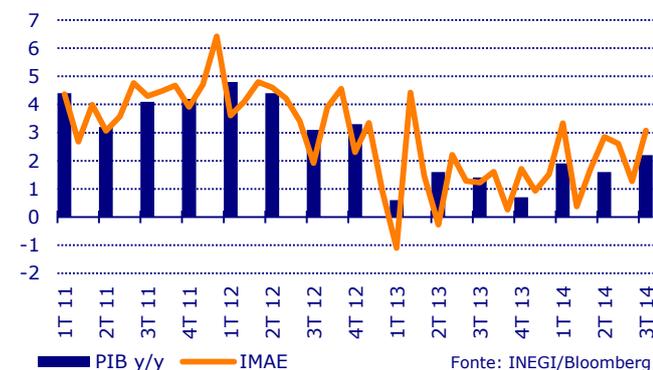
**ECONOMIAS**

**MÉXICO - OPTIMISMO EM TORNO DAS REFORMAS ESTRUTURAIS E CRESCIMENTO NOS EUA**

- **A economia mexicana apresentou-se mais dinâmica em 2014, apesar de continuar condicionada ao ciclo económico dos EUA.** A performance da economia mexicana no início do ano foi fraca, devido à contracção da economia norte americana, tendo recuperado depois um certo dinamismo, impulsionada pelo aumento da procura externa, que estimulou as exportações e a produção industrial. Ainda assim, o crescimento continuou a ser pouco robusto, resultado de factores, tais como a queda da produção e dos preços do petróleo, os atrasos na execução de projectos de investimento público, e fraca procura interna. Mantêm-se as perspectivas de uma aceleração do crescimento para cerca de 2.4% em 2014 (que compara com 1.1% no ano anterior), acelerando em 2015 para 3.5%, assumindo que a procura externa continua a ter um bom desempenho (em particular, explicada pelo crescimento nos EUA), e que a actividade económica será suportada pelas reformas estruturais.
- **O ano de 2014 ficou marcado pelos avanços no processo das reformas estruturais.** Recorde-se que este ano foram aprovadas legislações sobre reformas que pretendem acabar com os monopólios nos sectores da energia e das telecomunicações ,que deverão abrir caminho para o investimento privado, com particular relevância na indústria petrolífera. Para além disso, o governo anunciou um plano ambicioso de desenvolvimento de infra-estruturas para ser executado durante 5 anos (2014-2018), que integra um investimento de Usd 600 mil milhões (cerca de 47% do PIB de 2013), dirigido aos sectores da energia, transportes e habitação.
- **A inflação permaneceu em 2014 em patamares aceitáveis apesar de ter ultrapassado ligeiramente o limite superior da taxa objectivo do Banco Central (3% +/- 1%).** A taxa de referência do Banco Central foi reduzida em 50 pontos base em Junho, numa tentativa de reanimar o crescimento pouco vigoroso, mantendo-se depois inalterada em 3% até ao final do ano. Para 2015, perspectiva-se que a política monetária se mantenha acomodaticia já que as pressões inflacionistas devem ser benignas. Contudo, uma subida moderada das taxas de juro deverá ser necessária para acompanhar a subida das taxas de juro nos EUA, e evitar que a desvalorização do peso estimule a inflação.

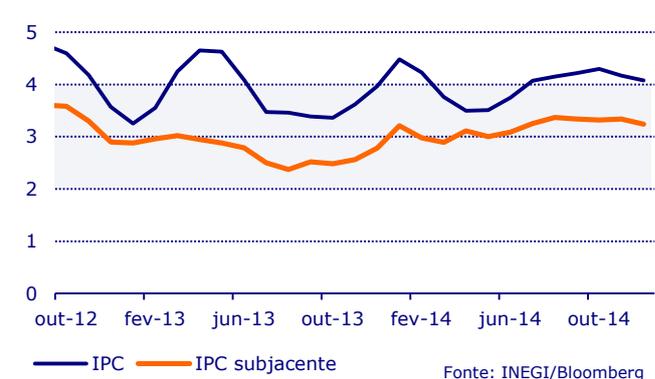
**PIB e Indicador Mensal de actividade económica**

(variação percentual anual)



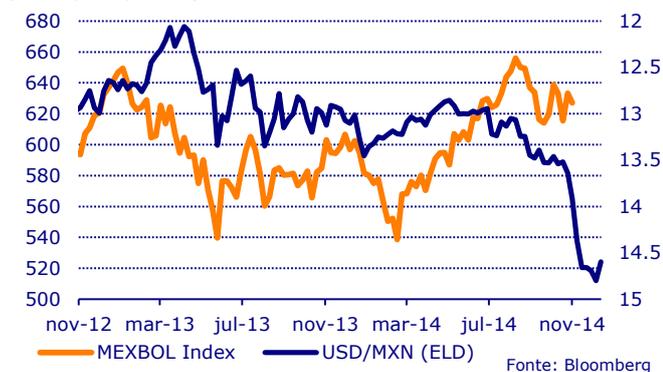
**Inflação**

(variação percentual anual)



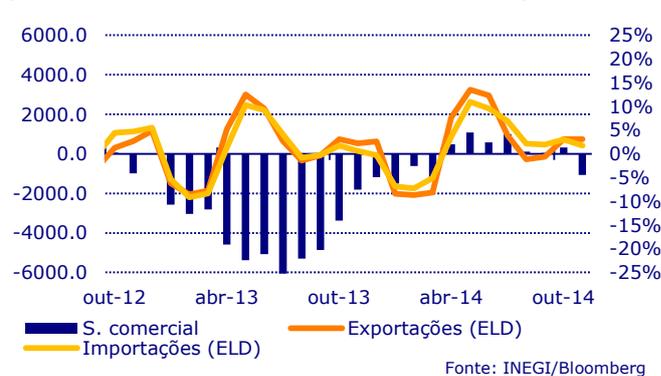
**USD/MXN & MEXBOL**

(índice; pesos por USD)



**Balança Comercial**

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



## MÉXICO - OPTIMISMO EM TORNO DAS REFORMAS ESTRUTURAIS E CRESCIMENTO NOS EUA (cont.)

□ **No sector externo, salienta-se o facto de a recuperação da actividade na indústria transformadora (em particular no sector automóvel) se ter traduzido num melhor desempenho das exportações do sector não petrolífero.** Contudo, a performance do sector acabou por ficar marcada por uma quebra das exportações de petróleo e por um aumento do custo das importações. Ao mesmo tempo, o impacto da queda do preço do petróleo sobre o câmbio e conta corrente não deverá ser muito significativo, dado que o peso do sector na economia não é tão relevante como em outros países exportadores de petróleo, para além de que, apesar de exportador de crude, o México continua a importar petróleo refinado. Finalmente, relativamente às taxas de juro de longo prazo, a tendência deverá ser ascendente, ainda que gradual, acompanhando a evolução das taxas nos EUA.

## ECONOMIAS

**ÁFRICA SUBSARIANA - PERSPECTIVAS DE ACELERAÇÃO DO CRESCIMENTO MAIS SÓLIDAS**

□ **O crescimento económico na África subsaariana manteve-se sólido em 2014**, suportado por fortes investimentos, públicos e privados, apesar da recuperação lenta do crescimento na África do Sul, dos efeitos adversos provocados pelo surto de Ébola e da queda do preço do petróleo. O cenário macroeconómico ficou essencialmente marcado pelo atraso na recuperação do crescimento da África do Sul (maior economia da região), esperando-se que o crescimento da actividade tenha desacelerado para cerca de 1.4% em 2014, que reflecte essencialmente estrangulamentos internos, em particular no sector da electricidade e no mercado de trabalho, assim como a falta de confiança dos investidores. Por outro lado, em alguns países a actividade económica acabou por ser negativamente afectada pela propagação do vírus de Ébola, nomeadamente na Guiné, Serra Leoa e Libéria onde o surto acabou por ter um impacto económico e humano mais grave. A queda dos preços do petróleo na segunda metade de 2014 poderá também acabar por ter um efeito negativo sobre o conjunto das economias exportadoras de petróleo, ainda que o seu contributo para o crescimento da região deve manter-se significativo (6%).

□ **De acordo com as previsões do FMI, o crescimento da região deverá acelerar para 5.8% em 2015.** O crescimento da região continuará a ser impulsionado pelos investimentos nas indústrias extractivas e em infra-estruturas, e suportado pela crescente ligação às economias asiáticas (a China e a Índia tornaram-se não só os principais parceiros comerciais mas também os principais investidores na região). Para além disso as economias da região deverão também beneficiar de uma recuperação do crescimento global, que parece mais perto de se concretizar. Por outro lado, **a recente queda dos preços do petróleo deverá ter um impacto negativo sobre os principais exportadores** desta *commodity* na região, nomeadamente sobre a Nigéria, principal produtor da região, mas também em Angola e nos Camarões. Contudo, a redução das receitas deste sector pode funcionar como um incentivo para que se acelerem os processos de diversificação da estrutura destas economias. Destaca-se ainda o facto de os países da região poderem beneficiar em 2015 da redução dos preços dos bens alimentares, que por sua vez também deverá contribuir para conter as pressões inflacionistas, que deverão resultar entre outros factores da desvalorização cambial.

□ **As vulnerabilidades fiscais deverão agravar-se em alguns países** que tentam aproveitar os baixos custos de financiamento para fazer face a investimentos necessários em infra-estruturas, e também nas economias dependentes das receitas petrolíferas. Um dos principais riscos é de que a inversão da política monetária dos EUA possa desencadear alguma volatilidade nos países com acesso aos mercados, e uma aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros, colocando sob pressão os países com mais necessidades de financiamento externo. Recorde-se que a emissão de títulos em moeda estrangeira por parte de países africanos cresceu fortemente nos últimos anos, inclusive de países mais pequenos como Ruanda e Zambia, o que vai criando novas oportunidades para estes países mas também os torna cada vez mais vulneráveis a possíveis mudanças no mercado de capitais global.

Crescimento real do PIB (%)								
	2004-08	2009	2010	2011	2012	2013	2014 P	2015 P
<b>África Susaariana</b>	<b>7.1</b>	<b>4.1</b>	<b>6.9</b>	<b>5.1</b>	<b>4.4</b>	<b>5.1</b>	<b>5.1</b>	<b>5.8</b>
Países exportadores de petróleo	9.9	7.4	9.0	4.7	3.7	5.7	6.0	6.9
Dos quais: Nigéria	9.6	9.6	10.6	4.9	4.3	5.4	7.0	7.3
Países de rendimento médio /1	5.2	-0.4	4.3	4.9	3.5	3.1	2.4	3.1
Dos quais: África do Sul	4.9	-1.5	3.1	3.6	2.5	1.9	1.4	2.3
Países de baixo rendimento /1	7.1	5.3	7.9	7.2	6.3	6.7	6.7	6.9
Estados frágeis	2.4	2.3	4.1	3.1	7.3	5.5	6.0	6.2
Outros indicadores:								
Crescimento Global	4.9	0.0	5.4	4.1	3.4	3.3	3.3	3.8
Países com utilização intensiva de recursos naturais /2	7.4	4.0	7.0	4.9	4.3	4.5	4.8	5.3
Países com acesso aos mercados /3	6.9	4.6	7.3	4.9	4.3	4.5	5.1	5.6

Fonte: FMI, World Economic Outlook, Outubro 2014.

Notas: 1 Exclui estados frágeis; 2 Inclui Angola, Botswana, Camarões, R. Central Africana, Chad, R. Dem. Congo, Rep. Congo, Guínea Equatorial, Gabão, Ghana, Guínea, Mali, Namíbia, Níger, Nigéria, Serra Leoa, África do Sul, Tanzânia, Zâmbia, e Zimbábue; 3 Inclui Costa do Marfim, Gana, Kenia, Maurícias, Nigéria, Ruanda, Senegal, África do Sul, Tanzânia, Uganda e Zâmbia.

Outros Indicadores Macroeconómicos								
	2004-08	2009	2010	2011	2012	2013	2014 P	2015 P
<b>Inflação (%)</b>	<b>8.9</b>	<b>9.2</b>	<b>7.8</b>	<b>10.1</b>	<b>8.2</b>	<b>6.1</b>	<b>7.3</b>	<b>6.7</b>
<b>Saldo Orçamental</b>	1.7	0.3	3.5	1.1	1.8	3.1	3.3	3.3
Dos quais: Excluindo países exportadores de petróleo	0.7	-1.7	4.4	3.8	3.9	4.4	4.5	4.3
<b>Conta corrente</b>	1.7	0.4	0.8	0.7	2.0	2.4	2.6	3.2
Dos quais: Excluindo países exportadores de petróleo	4.9	3.2	4.2	5.0	7.5	7.8	8.2	8.1
Reservas Internacionais (em meses de importações)	5.1	3.7	4.2	4.5	5.4	5.2	-	-

Fonte: FMI, World Economic Outlook, Outubro 2014.

## ANGOLA - PETRÓLEO CONDICIONA 2015

- As últimas previsões do governo angolano apontam para uma desaceleração do crescimento económico em 2014 para 4.4%, especialmente justificado pelo abrandamento do crescimento do sector não petrolífero, a par de uma contracção da actividade petrolífera. As previsões do FMI também apontam para uma desaceleração face a 2013, com o PIB real a crescer 3.9%, comparativamente a 6.8% observado no ano anterior.
- **O OGE 2015 indica que o défice em 2014 deverá fixar-se em cerca de USD 242 milhões, ou seja, 0.2% do PIB, abaixo do que havia sido antecipado** (défice de USD 6.4 mil milhões, o correspondente a 4.9% do PIB). As receitas provenientes de impostos petrolíferos caíram cerca de 17% face ao orçamentado, devido à queda na produção e no preço do petróleo. Relativamente às despesas, espera-se que sejam menores do que o orçamentado em 19%.
- **Os dados divulgados pelo INE para a balança de bens continuam a evidenciar um saldo positivo ao longo de 2014**, embora no 3T 2014 esteja significativamente abaixo do que havia sido registado no período homólogo (-67.2% y/y). **O nível de reservas internacionais líquidas tem vindo a reduzir nos últimos meses, registando, em Novembro, USD 26.51 mil milhões**, menos USD 241 milhões do que o registado no mês anterior. No entanto, importa realçar que a actual situação é bastante mais favorável do que na crise de 2008/09, altura em que as reservas cobriam, apenas, 4.5 meses das importações (actualmente, o FMI estima que, em 2014, as reservas cubram 7.5 meses das importações previstas para 2015).
- **Na primeira metade do ano, a inflação continuou a tendência descendente iniciada anteriormente**, justificado pela queda dos preços mundiais dos bens alimentares, assim como a estabilidade do kwanza face ao dólar. Isto permitiu atingir, em Junho, uma inflação anual mínima de 6.89%. **A segunda metade do ano foi determinada por uma reversão da tendência**, justificada pelo aumento de 25% dos preços da gasolina e do gasóleo e da desvalorização do kwanza face ao dólar, afectando Angola por importar grande parte dos bens que consome. **Em Novembro, a inflação anual foi de 7.49%**, enquanto a inflação mensal foi de 0.53%. Apesar disso, importa realçar que os níveis actuais continuam ainda longe de níveis anteriores, em que a inflação apresentava valores de dois dígitos.
- **O Banco Nacional de Angola alterou a taxa de juro de referência (taxa BNA) terminando o ano nos 9%**. As taxas de juro da facilidade permanente de cedência e de absorção de liquidez acabaram o ano em 9.75% e 1.75%, respectivamente. Dada a reversão da tendência descendente da inflação, o BNA decidiu aumentar o coeficiente de reservas obrigatórias em moeda nacional, passando de 12.5% para 15%, com efeitos a partir de 1 de Janeiro deste ano. **O crédito total à economia e os depósitos cresceram 18.7% y/y e 12.4% y/y em Novembro (últimos dados disponíveis), respectivamente**, potenciados pelo aumento do crédito e dos depósitos em moeda nacional (35.3% y/y e 27.3% y/y, respectivamente). O processo de desdolarização da economia angolana continuou em 2014, com o rácio depósitos em moeda estrangeira no total de depósitos a registar, em Novembro, 35.5%, enquanto em igual período do ano anterior era de 43.1%.
- **O ano anterior também ficou marcado pelo início de actividade da Bolsa de Valores de Angola (BODIVA), com a emissão de dívida pública, mais tarde extensível a outros mercados**. A criação da bolsa de valores permite a diversificação da base de investidores, e possibilita às empresas diversificar as suas fontes de financiamento.

### Reservas Internacionais Líquidas

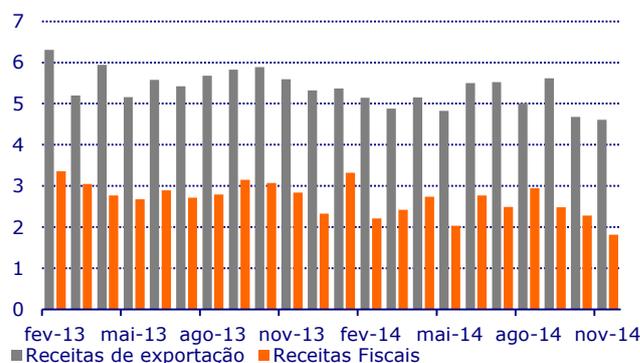
(milhões USD)



Fonte: BNA

### Receitas Petrolíferas

(mil milhões USD)



Fonte: Minist. das Finanças

**ECONOMIAS**

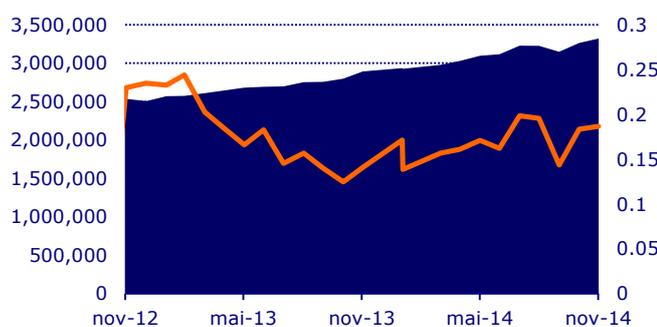
**ANGOLA - PETRÓLEO CONDICIONA 2015 (cont.)**

□ **O ano de 2015 deverá ser marcado por desafios à economia angolana, face à queda do preço do petróleo nos mercados internacionais, com impactos no orçamento.** No OGE 2015, o governo angolano assume uma política expansionista, com um défice de 7.6% do PIB, assumindo um preço do petróleo de USD 81. No entanto, dados mais recentes dão conta de um preço da matéria-prima a rondar os USD 50, devendo afectar as receitas petrolíferas e podendo inviabilizar alguns projectos de investimento planeados. Deste modo, prevê-se que o endividamento possa aumentar no médio prazo, de maneira a responder a um plano de investimento público ambicioso, ao mesmo tempo que se assiste a uma redução das receitas do petróleo.

□ **O FMI prevê que o crescimento este ano atinja os 5.9%, crescimento que deverá ser reforçado nos anos seguintes,** devido à recuperação no sector petrolífero, que se prevê crescer 2.25% por ano, em média, a par dos efeitos dos investimentos feitos no sector não petrolífero, que deverá potenciar a diversificação da economia e a criação de emprego, principalmente na agricultura. No entanto, a instituição internacional considera que os principais riscos de se poder vir a rever em baixa as previsões no curto prazo são o declínio da produção de petróleo e uma reversão dos ganhos recentes sobre os pagamentos em atraso, enquanto no médio e longo prazo, os riscos são de deslize na implementação de reformas estruturais e uma queda sustentada do preço do petróleo.

**Crédito Total à Economia**

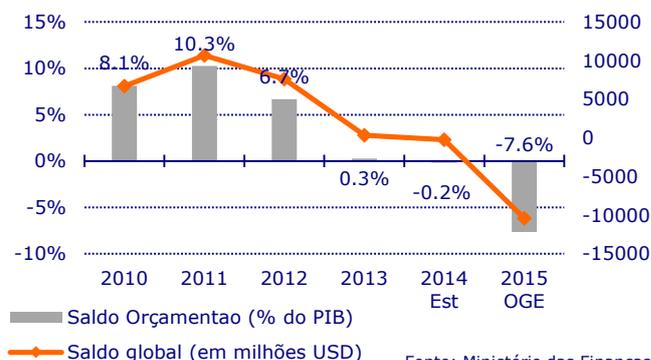
(milhões de kwanzas; y/y%)



Fonte: BNA

**Evolução do Défice Público**

(% do PIB, milhões de USD)



Fonte: Ministério das Finanças

**Preço do petróleo em mínimos históricos**

O último trimestre de 2014 ficou marcado pela queda do preço do petróleo nos mercados internacionais, que atingiu, no início de 2015, um valor abaixo dos USD 50, o que se consubstancia numa queda de mais de 50% face a Janeiro de 2014. Um dos principais factores subjacentes a esta queda foi a decisão da OPEP, em Novembro, de não diminuir a produção de petróleo, mantendo-se em 30 milhões de barris por dia, de forma a testar a viabilidade dos projectos de exploração de petróleo de xisto nos EUA que, de acordo com os líderes dos países da OPEP, suportam custos de produção elevados.

**Preços do Brent**

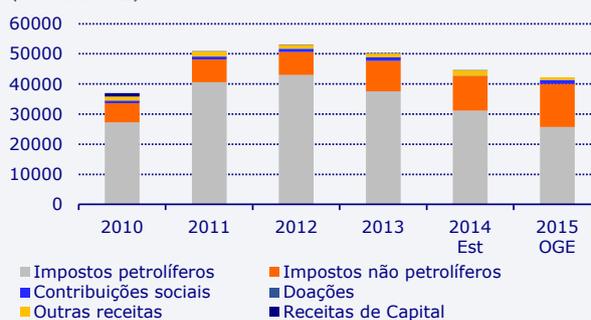
(USD por barril)



Fonte: Bloomberg

**Composição das Receitas**

(milhões de USD)



Fonte: Ministério das Finanças

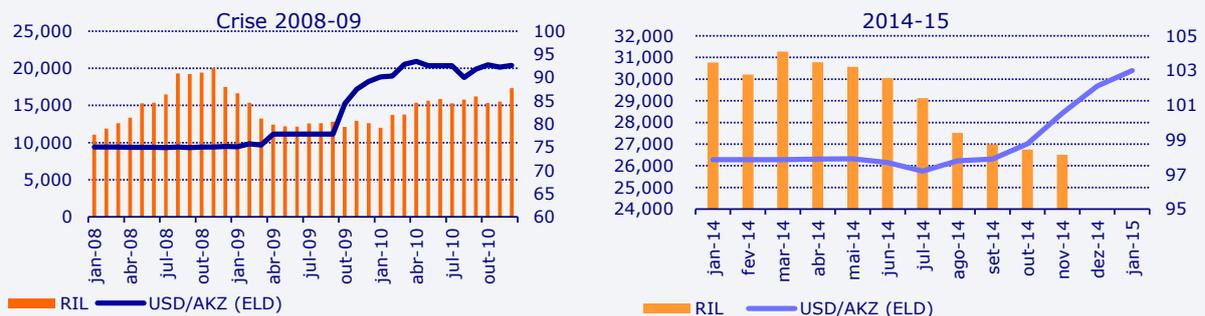
## ANGOLA - PETRÓLEO CONDICIONA 2015 (cont.)

A Arábia Saudita, o maior produtor de petróleo do mundo, não terá problemas em aceitar um preço mais baixo, mas outras economias, como a angolana, muito dependente desta *commodity*, poderá ver as suas contas públicas deteriorarem-se já em 2015. Há um elevado risco das receitas fiscais orçamentadas para 2015 estarem sobrestimadas (o governo elaborou o OGE 2015 tendo por base um preço de USD 81), já que as receitas petrolíferas correspondem a 80% do total. Caso a actual situação persista, poderá levar a que o Governo angolano tenha de acomodar esta redução com menos despesa pública e/ou (recurso a) endividamento. Apesar da queda do preço do petróleo se assemelhar à situação verificada em 2008/09, Angola está, agora, mais preparada do que antes, nomeadamente no que diz respeito ao nível mais elevado das reservas internacionais, existência do Fundo Soberano de Angola, nível da inflação mais baixo e que poderá acomodar o deslize da moeda e dada a redução recente de subsídios aos combustíveis (margem orçamental adicional).

Acresce referir que a resposta das autoridades tem sido também diferente em relação à postura de 2009, quando a moeda registou praticamente estabilidade (câmbio ancorado face ao dólar até Outubro de 2009), reflectindo-se no rápido esgotamento das reservas e solicitação da linha de financiamento ao FMI. Em contraste, a actual situação tem vindo a ser acomodada com o deslize gradual do câmbio, sinalizando uma resposta mais rápida que deverá minorar outras consequências potencialmente mais adversas. Deste modo, a actual situação poderá mesmo vir a revelar-se favorável para a economia angolana a médio prazo, na medida em que, mais uma vez, se torna muito evidente a necessidade imperativa de diversificação económica. As consequências sobre o crescimento deverão ser minoradas pela gestão cautelosa de políticas económicas e pelo espaço de aumento da produção petrolífera, que, em 2014, foi afectada por factores técnicos, situando-se bastante aquém dos limiares desejados pelas autoridades e possíveis no âmbito da OPEP.

### Reservas versus Moeda

(milhões USD; USD por barril)



Fonte: Bloomberg, BNA

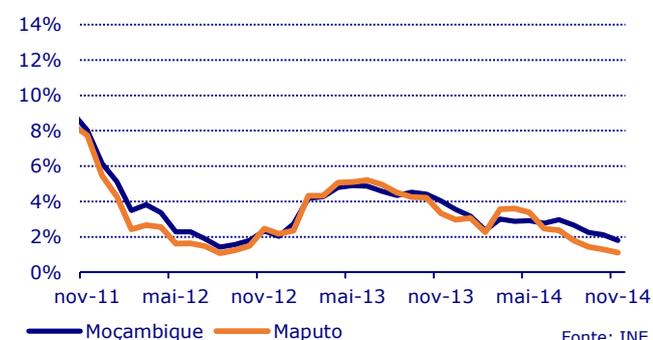
## ECONOMIAS

## MOÇAMBIQUE - MEGAPROJECTOS SUPORTAM O CRESCIMENTO ECONÓMICO

- **Após uma campanha eleitoral relativamente tensa e tumultuosa, as eleições de 2014 abaram por decorrer com uma relativa normalidade.** Sem grandes surpresas, o candidato presidencial da Frelimo (Filipe Nyusi) foi o eleito para ser Presidente da República com 57% dos votos. A Frelimo manteve também a maioria dos assentos parlamentares, ainda que desta vez se tenha concretizado um considerável reforço dos partidos da oposição. Apesar de as hostilidades políticas ainda serem evidentes, espera-se que o período mais conturbado já tenha sido ultrapassado e que a estabilidade política se reponha em 2015, contribuindo assim para o bom andamento da actividade económica.
- **A actividade económica em 2014 continuou a registar um ritmo de crescimento elevado** tendo recuperado consideravelmente da desaceleração registada no final de 2013, período em que a actividade económica tinha ficado sensivelmente afectada pelo clima de insegurança provocado pelas tensões políticas. O PIB cresceu acima dos 7% nos primeiros três trimestres do ano, antecipando-se que o crescimento anual se mantenha também acima dos 7%, pelo quarto ano consecutivo, sustentado pelo dinamismo dos projectos nos sectores dos recursos naturais (nomeadamente nos sectores do gás e do carvão) e investimentos em infra-estruturas. Paralelamente, salienta-se a crescente visibilidade dos outros sectores de actividade que vão beneficiando do crescente dinamismo dos megaprojectos, em particular da indústria transformadora que durante o ano de 2014 tem sido a actividade com maior contribuição para o crescimento do PIB.
- **Em relação ao sector externo, durante a primeira metade do ano, o défice de conta corrente diminuiu em termos homólogos,** reflectindo uma quebra das importações superior à das exportações. A quebra das exportações resultou de uma diminuição das exportações de carvão, que foram afectadas pela queda dos preços nos mercados internacionais e pelos constrangimentos logísticos. Contudo, espera-se que o elevado défice de conta corrente se agrave nos próximos anos, reflectindo a crescente necessidade de recorrer à produção externa para fazer face às necessidades de importação de bens de capital e serviços associados ao desenvolvimento dos megaprojectos. Em contrapartida o défice deverá continuar a ser essencialmente financiado por elevados fluxos de investimento directo estrangeiro, sendo que esta atracção pelos abundantes recursos naturais já colocou Moçambique na 2ª posição (atrás da África do Sul) do *ranking* dos países Africanos que receberam maiores fluxos de investimento estrangeiro em 2013, de cerca de USD 5.9 mil milhões.

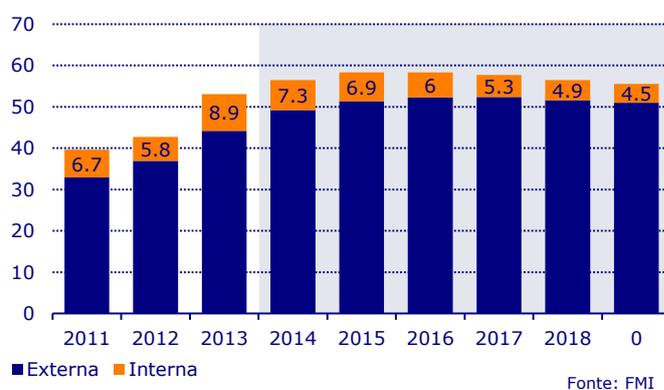
## Inflação

(variação homóloga)



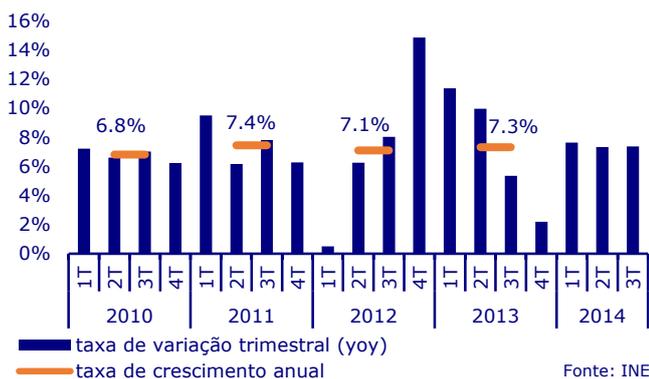
## Divida Pública (FMI)

(% do PIB)



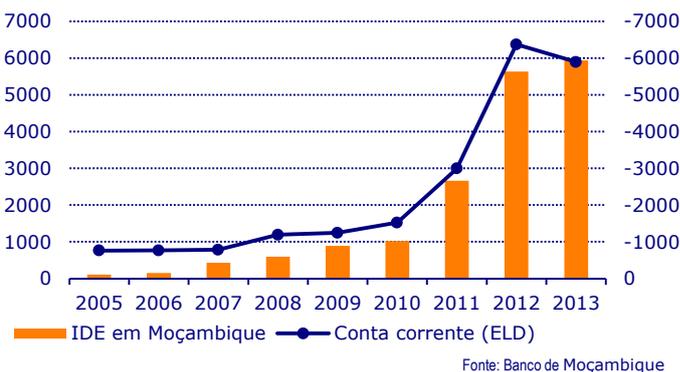
## Crescimento do PIB

(variação homóloga; taxa anual)



## Balança corrente e IDE em Moçambique

(milhões de USD)



## MOÇAMBIQUE - MEGAPROJECTOS SUPORTAM O CRESCIMENTO ECONÓMICO (cont.)

- **Apesar da ligeira desvalorização do Metical, a trajectória da inflação tem-se mantido consistente com os objectivos do Banco Central.** O crescimento do índice de preços do consumidor manteve-se em níveis baixos durante o ano de 2014, o que facilitou a decisão do Banco Central de Moçambique em Novembro de descer as taxas de juro de referência para estimular o crédito à economia (em Novembro a taxa de juro de referência foi reduzida em 75 pontos base para 7.5%). Porém, com a taxa de inflação anual a oscilar em torno dos 2%, as taxas de juro reais ainda se encontram em patamares relativamente elevados, existindo portanto ainda alguma possibilidade de se assistir a novas reduções da taxa de juro em 2015.
- **Relativamente às finanças públicas, 2014 ficou marcado por um alargamento do espaço fiscal via receitas extraordinárias,** que resultaram de mais-valias relacionadas com a venda de participações nos consórcios de gás, sendo este um primeiro sinal do tipo de benefícios que pode ser criado com o funcionamento dos megaprojectos (apesar de para já estas receitas terem sido *one-off*). Ainda que se espere que o défice de 2014 fique abaixo do estimado no orçamento de estado, as autoridades adoptaram claramente uma política orçamental expansionista em 2014, que incluiu um aumento dos salários com carácter permanente. Relativamente ao financiamento do défice, os dados efectivos de 2013 confirmam que o governo teve que recorrer com maior intensidade a empréstimos não concessionais, à medida que as doações foram diminuindo. Para 2015, espera-se que as autoridades adoptem uma política fiscal mais restritiva de forma a moderar o ritmo de endividamento, que tem sido bastante agressivo, apesar de a dívida pública ainda se encontrar em patamares sustentáveis.
- **Finalmente, deve-se ter em conta que ainda que as perspectivas económicas para Moçambique sejam positivas, estas vêm acompanhadas de riscos.** Dado que a performance económica continuará associada à rentabilidade dos megaprojectos, entre os principais riscos destacam-se: (i) a possível concorrência no sector do gás (ii) os obstáculos das fracas infra-estruturas e (iii) a volatilidade dos preços das *commodities*. Para evitar que qualquer um destes riscos se materialize é necessário que os prazos para a concretização do projecto do gás sejam estritamente cumpridos. Para além disso, destaca-se que durante o desfasamento temporal até à concretização do projecto de exportação de gás, os indicadores macroeconómicos devem continuar a sugerir a existência de graves desequilíbrios externos. Contudo, consideramos que este processo se deve tornar sustentável após a concretização do projecto de exportação do gás natural, que possibilitará a arrecadação de abundantes receitas fiscais, o desenvolvimento das infra-estruturas e o crescimento exponencial das exportações.

### Previsões principais variáveis macroeconómicas

*(percentagem)*

	FMI			EIU			Banco Mundial		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Crescimento do PIB real (%)	7.5	7.5	8.1	7.3	7.4	7.8	7.2	8	8.1
Inflação (média %)	2.6	5	5.6	2.5	4.2	4	-	-	-
Conta Corrente (% PIB)	-39.4	-45.7	-47.6	-36.8	-32.9	-32.5	-33.9	-31.4	-31.1
Saldo Orçamental (% PIB)	-10.1	-7.5	-7.3	-9.9	-8	-7.3	-	-	-
Dívida Pública (% PIB)	56.8	60.9	61.8	-	-	-	-	-	-

Fonte: Artigo IV FMI Janeiro 2015, Global Economic Prospects do Banco Mundial e Projecções EIU Janeiro 2015.

## ECONOMIAS

## ÁFRICA DO SUL - GREVES E EXPORTAÇÕES ATRASAM RETOMA ECONÓMICA EM 2014

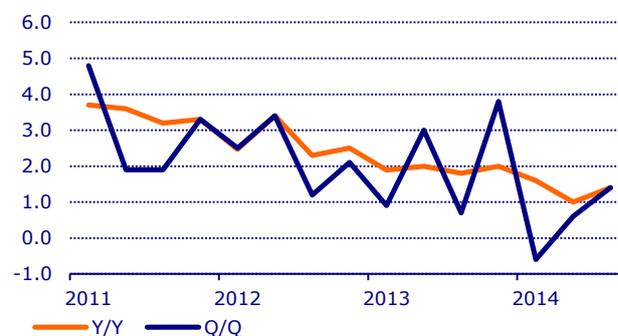
□ **Durante o ano de 2014, observou-se na economia Sul-Africana uma continuação da tendência de abrandamento do seu ritmo de crescimento do PIB,** com os níveis de crescimento trimestral homólogo a ficarem abaixo dos 2% durante todo o ano de 2014 e a leitura para o crescimento do PIB no terceiro trimestre, 1.4% y/y, a representar um aumento de 0.1p.p. face aos 1.3% y/y registados no trimestre anterior, a leitura mais baixa desde a crise financeira de 2009. A performance da economia sul-africana em 2014 foi amplamente afectada pelas greves e disputas laborais que se registaram principalmente durante a primeira metade do ano nos sectores de extracção mineira e manufacturas, os dois principais sectores da segunda-maior economia Subsariana. Porém, estes foram responsáveis pela maioria das perdas registadas durante o ano, com as contracções no produto destes dois sectores a serem compensadas pela resiliência observada do sector financeiro, imobiliário e nas vendas a retalho, enquanto o sector em maior crescimento em 2014 foi a agricultura. Para o ano de 2015, é esperado que a normalização relativa da situação laboral do país permita a recuperação dos níveis de produção anteriores às greves e a recuperação dos stocks, pelo que é esperado que se observe um movimento de recuperação dos níveis de crescimento. Porém, face à queda dos preços dos metais (uma parte preponderante das exportações sul-africanas), à permanência de factores impeditivos ao desenvolvimento da actividade económica (em particular a crise no sector energético) e à deterioração das previsões de crescimento para a economia mundial, o FMI procedeu a revisões em baixa dos níveis de crescimento para 2015 em todas as actualizações do WEO, apontando actualmente para uma retoma tímida durante o ano corrente, possivelmente ainda abaixo dos níveis observados em 2013. Note-se que apesar da mais recente revisão da previsão de crescimento do FMI apontar para 2.3% y/y em 2015, esta precede à reestruturação e recálculo dos níveis de crescimento do PIB por parte do Instituto Sul-Africano de Estatísticas, o que alterou os níveis de crescimento oficiais reportados.

□ **A evolução da balança comercial sul-africana será um factor preponderante em 2015,** sendo que em 2014, apesar de esta se ter mostrado amplamente volátil -registando-se em Outubro uma queda de 73% para o défice mais elevado desde 2012- a prestação das trocas comerciais sul-africanas foi superior aos resultados obtidos em 2013 (défice de R 102B nos primeiros 11 meses no ano, em comparação com os R 133B registados em igual período de 2013). Ainda assim, os números obtidos estão muito abaixo dos níveis pré-crise, o que evidencia não só a fragilidade económica sul-africana, mas também a incapacidade de aproveitar o presente período de desvalorização do rand, incapacidade esta que remete novamente para os desafios estruturais que o país enfrenta (disputas laborais, crise no sector energético) e para a queda da procura das *commodities*, factor particularmente relevante no caso do sector mineiro, aquele que em 2014 mostra a maior fragilidade. De facto, em termos homólogos, o relatório de produção e vendas do sector mineiro registou quedas consideráveis e de teor histórico tanto em níveis de produção como vendas. Face à forte possibilidade de que os preços dos metais não registem uma recuperação para valores semelhantes aos do início de 2014 no curto a médio prazo (principalmente no caso dos metais não-preciosos), deverá ser no sector das manufacturas que quaisquer aumentos consideráveis no valor das exportações se deveram centrar, principalmente no sector automóvel que, apesar de ter sido também fustigado por greves no primeiro semestre do ano, regista na segunda metade uma recuperação considerável.

□ **O rand registou uma evolução relativamente volátil durante 2014,** tendo iniciado o ano com a continuação da tendência de desvalorização cambial iniciada na segunda metade de 2013, o que levou a taxa de câmbio a ultrapassar

## Evolução do PIB

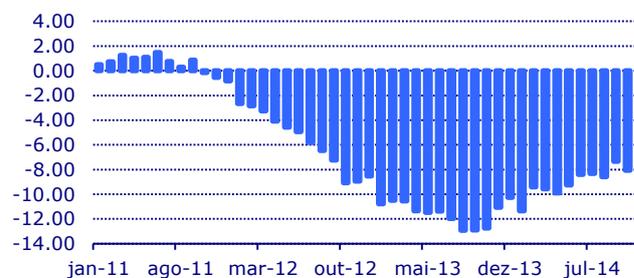
(taxa de variação real, %)



Fonte: Statistics South Africa

## Balança Comercial

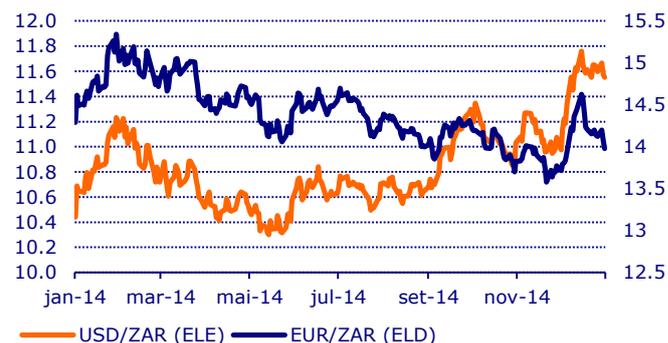
(Rand, mil milhões, média móvel 12-meses)



Fonte: Reserve Bank South Africa

## Taxas de Câmbio Rand

(rands por dólar; rands por euro)



Fonte: Bloomberg

## ÁFRICA DO SUL - GREVES E EXPORTAÇÕES ATRASAM RETOMA ECONÓMICA EM 2014 (cont.)

os R11.0 por dólar pela primeira vez desde a crise financeira. Seguiu-se um movimento de recuperação da moeda sul-africana para níveis de 2013, antes de iniciar nova subida da taxa de câmbio para os R11.7 por dólar, um mínimo histórico. Espera-se que o rand continue principalmente susceptível a alterações na política monetária por parte das economias mais avançadas, particularmente a norte-americana, tal como a variações de sentimento económico, que poderão levantar receios quanto ao financiamento do défice da balança corrente. De facto, face ao elevado défice da balança corrente (6% do PIB no 3T2014), que é financiado por entradas líquidas de capital e outros investimentos, existem receios face à esperada redução da entrada de fluxos de capital aquando da normalização da política monetária dos EUA, situação a que a África do Sul é particularmente vulnerável devido aos desequilíbrios externos e aos níveis de crescimento reduzido que tem apresentado.

□ **A taxa de inflação mostrou fortes pressões inflacionistas na primeira metade de 2014**, tendo-se registado um máximo de 5 anos na variação homóloga de preços, durante os meses de Junho e Julho, altura em que o IPC Sul-africano registou 6.6% y/y, principalmente devido ao aumento dos preços alimentares observados em cerca de 9% y/y. Esta tendência foi porém sobreposta pela queda dos preços do petróleo, e o seu efeito nos preços do combustível, com as leituras mais recentes a registarem em retorno ao intervalo-objectivo do banco central (que procura controlar a inflação entre os 3% e 6%). Na reunião de Janeiro 2014 do Comité de Política Monetária do Banco Central Sul-Africano (SARB), foi decidido subir a principal taxa de juro de referência em 0.05p.p. para 5.5%, terminando assim o ciclo que levou a repo rate de um máximo de 12% em 2008 até ao valor mínimo de 5%.

Esta decisão ocorreu após mais de ano e meio em que a taxa manteve no seu valor mínimo e sinalizou o final das políticas monetárias fortemente expansionistas e dando início ao processo de normalização da política monetária. A este movimento seguiu-se um novo aumento da *repo rate* no mês de Julho, para 5.75%, valor em que esta se posiciona actualmente. Segundo o SARB, a trajectória actual da inflação, face à queda dos preços do petróleo, tal como a fragilidade económica, justificam a decisão de manter as taxas de juro nos níveis actuais, apesar de reconhecerem a necessidade de proceder com o processo de normalização. Aumentos futuros das taxas de juros serão então graduais, acompanhando principalmente a evolução da inflação, a economia interna e a velocidade de normalização da política monetária dos EUA.

### Inflação

(%)



Fonte: Statistics South Africa

### Principais Indicadores 2007-2015

#### PIB Real (Variação Anual)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
África do Sul	5.5	3.6	-1.5	3.1	3.6	2.5	1.9	1.4	2.3
Brasil	6.1	5.2	-0.3	7.5	2.7	1.0	2.5	0.3	1.4
Rússia	8.5	5.2	-7.8	4.5	4.3	3.4	1.3	0.2	0.5
Índia	9.8	3.9	8.5	10.3	6.6	4.7	5.0	5.6	6.4
China	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.4	7.1
África Subsariana	7.9	6.3	4.1	6.9	5.1	4.4	5.1	5.1	5.8
América Latina	5.8	3.9	-1.3	6.0	4.5	2.9	2.7	1.3	2.2

#### Inflação (%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
África do Sul	7.1	11.5	7.1	4.3	5.0	5.7	5.8	6.3	5.8
Brasil	3.6	5.7	4.9	5.0	6.6	5.4	6.2	6.3	5.9
Rússia	9.0	14.1	11.7	6.9	8.4	5.1	6.8	7.4	7.3
Índia	5.9	9.2	10.6	9.5	9.5	10.2	9.5	7.8	7.5
China	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	2.3	2.5
África Subsariana	5.4	13.0	9.8	8.3	9.5	9.3	6.6	6.7	7.0
América Latina	5.5	8.1	6.1	6.2	6.8	6.1	7.1	-	-

#### Taxa de Desemprego (% da população activa)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
África do Sul	23.0	22.5	23.7	24.9	24.8	24.9	24.7	25.2	25.0
Brasil	9.3	7.9	8.1	6.7	6.0	5.5	5.4	5.5	6.1
Rússia	6.1	6.3	8.4	7.3	6.5	5.5	5.5	5.6	6.5
China	4.0	4.2	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1

#### Dívida Pública (% do PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
África do Sul	-7.0	-7.2	-4.0	-2.0	-2.3	-5.2	-5.8	-5.7	-5.6
Brasil	0.1	-1.7	-1.5	-2.2	-2.1	-2.4	-3.6	-3.5	-3.6
Rússia	5.5	6.3	4.1	4.4	5.1	3.5	1.6	2.7	3.1
Índia	-1.3	-2.3	-2.8	-2.7	-4.2	-4.7	-1.7	-2.1	-2.2
China	10.1	9.2	4.8	4.0	1.9	2.6	1.9	1.8	2.0
África Subsariana	1.1	-0.2	-3.0	-0.8	-0.7	-2.0	-2.4	-2.6	-3.2
América Latina	0.2	-0.9	-0.7	-1.3	-1.4	-1.9	-2.7	-2.5	-2.7

Fonte: World Economic Outlook, FMI.

## ECONOMIAS

### ÁFRICA DO SUL - GREVES E EXPORTAÇÕES ATRASAM RETOMA ECONÓMICA EM 2014 (cont.)

□ **O Orçamento de Estado para 2015 (aprovado em formato bianual para 2014/15) prevê para o período 2014/2015 um défice orçamental de 4.0% do PIB**, semelhante ao resultado do ano anterior. No lado da receita, o Governo espera um aumento de 8.8% y/y, abaixo dos 11.1% observados no período anterior, sendo que a composição da receita fiscal não deverá sofrer alterações significativas, sendo que apenas algumas alterações no regime de impostos sobre o rendimento foram aprovadas para considerar os níveis actuais de inflação. Por outro lado, a despesa deverá aumentar 8.1% y/y, o que considera principalmente aumentos na despesa de capital para empresas públicas em dificuldades (Eskom e Transnet) e transferências de fundos para governos locais, com vista à renovação de infra-estruturas. A dívida pública deverá expandir de 45.8% do PIB em 2013/2014 para 48.3% do PIB em 2016/17. A política orçamental Sul-Africana pode-se considerar fundamentalmente prudente, manifestando-se uma forte ênfase em conseguir um equilíbrio entre a necessidade de estimular a economia e promover a criação de emprego, face a um nível de desemprego que permanece extremamente elevado tanto em termos históricos como em comparação às médias internacionais (24% da população activa está desempregada, 70% dos quais com menos de 35 anos).

## NIGÉRIA - QUEDA DOS PREÇOS DO PETRÓLEO É O PRINCIPAL DESAFIO EM 2015

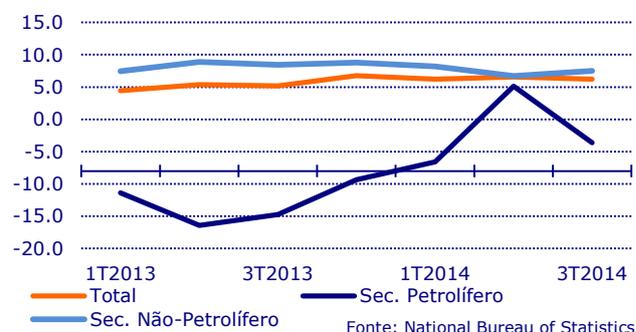
□ **Em 2014, a economia Nigeriana passou a ser a maior economia Subsaariana**, ultrapassando a África do Sul após uma revisão das contas nacionais, a qual originou uma revisão do PIB nominal em 80% e demonstrou que a economia do país é bastante mais diversificada do que era considerado anteriormente. Porém, o sector dos hidrocarbonetos continua a ser de longe o mais importante da economia nigeriana, sendo que, nos três primeiros trimestres de 2014, a produção de hidrocarbonetos foi responsável por 11.5% do total do PIB e quase dois terços das exportações, pelo que a elevada queda registada nos preços do petróleo tem impactos profundos na economia do país. De facto, a exportação de petróleo e gás natural nigeriano, tradicionalmente direccionada para os EUA face à proximidade geográfica, foi das mais afectadas pela "Revolução do Shale" neste país, estando em curso um processo de reestruturação estratégica com vista à obtenção de novos clientes na Europa e Asia. Ainda assim, o peso relativamente baixo do sector dos hidrocarbonetos (em comparação com outros membros da OPEP) e o dinamismo apresentado pelos restantes segmentos do mercado (crescimento entre os 7.5% e os 8% y/y) fazem com que o crescimento da economia nigeriana não esteja particularmente ameaçado por um período prolongado de preços petrolíferos baixos. Em 2014, espera-se que a economia nigeriana tenha crescido 6.3% y/y, abaixo da previsão de 7.0% do FMI mas acima dos 5.4% registados no ano anterior. Para 2015, o FMI espera um crescimento homólogo de 7.3%, esperando-se que o crescimento da procura doméstica continue a fomentar a actividade. Por outro lado, o balanço da conta corrente, em superavit desde 2011, poderá voltar a ser deficitário face à perda de valor nas exportações e ao aumento das importações (apesar da queda dos preços do petróleo ter efeitos redutores no valor das importações, face à elevada percentagem de derivados do petróleo). No segundo trimestre de 2014, a balança corrente caiu de 3.6% do PIB para apenas 1.1% do PIB, face aos factores mencionados. Face à possibilidade de um período alargado de preços petrolíferos baixos, será então crucial para a Nigéria a diversificação das suas exportações em 2015 e nos anos seguintes.

□ **A queda dos preços do petróleo está também a ter um efeito considerável na moeda nigeriana**, a Naira, que entre o final de Julho e o fim de 2014 desvalorizou 12% face ao dólar, terminando o ano em N183.05 por dólar. Em resposta a esta tendência, o Comité de Política Monetária Nigeriano procedeu à redução da taxa directora da política monetária em 100 pontos base para 13% e aumentou a exigência de reservas mínimas no sector privado em 500p.b. para 20%. A meta da taxa de câmbio para a naira foi ampliada para N168 face ao dólar, com uma banda de intervenção também ampliada para +/-5% (N155 com uma banda de intervenção de +/-3% anteriormente). A desvalorização da naira tem também um efeito na evolução da inflação, face ao aumento do custo das importações. Efectivamente, após um período entre o final de 2013 e a primeira metade de 2014 onde a inflação homóloga caiu para mínimos históricos abaixo dos 8.0%, a presente tendência é novamente de crescimento, esperando-se que esta possa atingir os 9.0% y/y em 2015 (em 2014, a inflação homóloga terá sido de 8.1%). A principal componente do aumento de preços continua a ser o preço dos alimentos, que em Agosto atingiu um máximo de 10.0% y/y, registando-se actualmente uma média de 12-meses nos 9.5% y/y.

□ **Para 2015, para além da possibilidade de um período prolongado de preços petrolíferos baixos e a subsequente necessidade de diversificação da balança comercial, a Nigéria terá de enfrentar desafios relacionados com o clima de instabilidade que continua a sentir-se no Norte do país**, relacionado com a insurreição do Boko Haram e a possibilidade de mais ataques terroristas nos estados mais ricos do sul do país. Também será importante seguir o resultado das eleições gerais a realizar-se em Fevereiro e que prometem ser as mais disputadas da história da Nigéria. De facto, as previsões apontam para a possibilidade de que o presidente Goodluck Jonathan e o Partido Popular Democrático, que dominam a política nigeriana desde a democratização em 1999, possam enfrentar pela primeira vez uma oposição forte vinda do Congresso dos Progressivos, liderado pelo ex-general Muhammadu Buhari. O resultado da eleição será particularmente importante para a aprovação do Orçamento de Estado para 2015 na sua forma actual, que considera a aplicação de cortes na despesa para fazer

### Evolução do PIB Real

(Taxa de variação real y/y, %)



### USD/NGN

(naira)



## ECONOMIAS

**NIGÉRIA - QUEDA DOS PREÇOS DO PETRÓLEO É O PRINCIPAL DESAFIO EM 2015(cont.)**

face à queda do preço do petróleo e baixa o *benchmark* do preço do petróleo em 2015 para USD65 por barril, em vez dos USD78 previamente considerados. Um desfecho das eleições que conduza a um parlamento fragmentado levará provavelmente a um aumento da despesa e do *benchmark* do petróleo, como forma de garantir a aprovação do orçamento de forma expedita, o que tem sido o caso até aqui.

**Principais Previsões para 2014-2015**

PIB Real (Variação anual)		Inflação (variação da média anual)		Balança Corrente (% do PIB)	
FMI	IIF	FMI	IIF	FMI	IIF
2013	5.4%	2013	5.4%	2013	3.9%
2014f	7.0%	2014f	6.3%	2014f	3.7%
2015f	7.3%	2015f	6.0%	2015f	2.2%
2013	5.4%	2013	8.5%	2013	3.9%
2014f	6.3%	2014f	8.3%	2014f	2.0%
2015f	6.0%	2015f	8.7%	2015f	-0.1%
2013	5.4%	2013	8.5%	2013	3.9%
2014f	6.3%	2014f	8.1%	2014f	2.0%
2015f	6.0%	2015f	8.3%	2015f	-0.1%
Dívida Pública (% do PIB)		Receita Pública (% do PIB)		Despesa Pública (% do PIB)	
FMI	IIF	FMI	IIF	FMI	IIF
2013	9.2%	2013	11.0%	2013	13.3%
2014f	22.3%	2014f	10.6%	2014f	12.3%
2015f	11.1%	2015f	10.4%	2015f	12.6%
2013	9.2%	2013	11.0%	2013	13.6%
2014f	22.3%	2014f	10.6%	2014f	12.6%
2015f	11.1%	2015f	10.4%	2015f	11.3%

## APOSTA NO DÓLAR E DESINTERESSE NO EURO

- **O ano de 2014 foi marcado por tendências cambiais expressivas, confirmando sentimentos e convicções que se formaram perante os factores de mercado que se foram alinhando e acumulando ao longo dos meses.** Como tínhamos previsto, o processo de afunilamento da liquidez no sistema monetário norte-americano foi determinante na evolução do mercado cambial, nomeadamente na formação de uma das principais tendências do ano, a consistente e gradual apreciação do dólar. No câmbio com o euro, o dólar beneficiou igualmente da divergência de ciclo económico existente entre as duas margens do Atlântico, que implicou a necessidade do Banco Central Europeu (BCE) implementar medidas adicionais não convencionais de política monetária, para além de ter colocado a sua *repo rate* perto de zero (0.05%) e a taxa de absorção de liquidez em valores negativos (-0.20%). A falta de crescimento e o perigo de deflação no bloco do euro foi uma constante ao longo do ano, que contrastou com o crescimento cada vez mais pujante nos EUA, acompanhado por um mercado de trabalho mais dinâmico. Depois de ter iniciado o ano no patamar 1.37, o EUR/USD chegou ao valor máximo 1.3992 em Maio. Desde essa altura iniciou-se a construção de uma tendência de queda bastante expressiva que levou o câmbio âncora para o patamar 1.20 (que acabaria por ser testado com sucesso nos primeiros dias de 2015), representando uma apreciação do dólar contra a euro de mais de 10%. O euro perdeu igualmente valor face à libra (-7%), com o EUR/GBP a situar-se em torno de 0.7750. Esta evolução reflectiu em vários momentos a expectativa de que, perante a *performance* positiva da actividade económica no Reino Unido, o Banco de Inglaterra (BoE) seria o primeiro do grupo das maiores economias desenvolvidas a subir os juros, iniciando um novo ciclo. Facto que acabou por não acontecer, decepcionando o mercado e criando volatilidade. Em Setembro, surgiu um factor que causou enorme instabilidade na libra, o referendo à independência da Escócia. A vitória do “não” terminou com a incerteza e acalmou a evolução cambial da libra.
- **O USD/JPY acabou por ser dos câmbios com maior variação no ano, tal como aconteceu em 2013.** Nesse ano, o Banco do Japão (BoJ) iniciou uma política monetária ultra-expansionista através da utilização de instrumentos quantitativos. Em 2014, perante a degradação da actividade económica (não houve uma reacção expressiva aos estímulos já introduzidos) acabou por surgir um novo pacote de liquidez que levou a um novo processo de depreciação do iene. Com um montante máximo de USD 725 mil milhões (o BoJ alargou a compra de títulos – fundos de investimento e imobiliários cotados em bolsa – a maturidades entre os 7 e os 10 anos), esta nova medida levou o USD/JPY para níveis máximos dos últimos 7 anos, perto de 122 ienes por dólar. Deste modo, a autoridade monetária nipónica reforçou o compromisso de redução das taxas de juro ao longo de toda a curva de rendimentos, levando os investidores domésticos a procurar preferencialmente activos externos. Acrescente-se que o BoJ tem igualmente de assegurar o cumprimento do objectivo de taxa de inflação de 2%, embora as condições existentes possam dificultar essa tarefa: com a forte queda do preço do petróleo, as expectativas inflacionistas reduziram-se; o crescimento económico tem vindo a decepcionar, tendo ocorrido uma recessão técnica no terceiro trimestre de 2014. Presentemente, no USD/JPY, a principal referência de resistência de médio/longo prazo é o ponto 123,95, registado em Junho de 2007.
- **Outro movimento relevante, ocorrido nos últimos meses, refere-se à perda de atracção e de valor das moedas nórdicas, nomeadamente da coroa sueca (SEK) e da coroa norueguesa (NOK). Contra o euro, a SEK totalizou uma perda total de 7% em 2014, e a NOK 8%.** A degradação do ambiente económico, onde se inclui a forte descida dos preços (a taxa de inflação na Suécia tem sido negativa), levou a que os respectivos bancos centrais baixassem as suas taxas *repo* para níveis mínimos. Assim, presentemente, as taxas de juro de referência dos bancos centrais da Suécia e da Noruega encontram-se em 0.0% e 1.25%, respectivamente. No caso da NOK, o movimento de depreciação resultou igualmente do forte movimento de queda do preço do petróleo, ao longo dos últimos meses, pois tem forte impacto económico. De facto, o petróleo da Noruega é uma importante fonte de receita do país.
- **Com o foco do mercado no dólar, perante todos os factores expostos, também as moedas consideradas satélite da moeda norte-americana foram preteridas. Com efeito, tanto o dólar do Canadá (CAD), como o dólar da Austrália (AUD) e da Nova Zelândia (NZD) verificaram depreciações globais face ao USD de 9%, 8% e 5%, respectivamente.**
- **Muitos factores que influenciaram o mercado cambial em 2014 irão transitar para 2015, nomeadamente a situação de divergência económica entre os EUA e o bloco do euro, com a consequente atitude dos respectivos bancos centrais.** Quanto ao cenário macroeconómico, embora a forte queda do preço da energia afecte as expectativas de inflação de ambos, só a Zona Euro enfrenta uma provável situação de deflação. Em Dezembro, a taxa de inflação homóloga foi de -0.2% (+0.3% em Novembro), valor distante do objectivo de 2.0% definido pela entidade monetária central. Esta evolução e os seus pressupostos fazem prever que a inflação negativa persista durante uma parte substancial de 2015. Neste âmbito, existem expectativas de que na reunião do comité monetário do BCE, a realizar no dia 22 de Janeiro, possa surgir um programa de compra de dívida soberana dos países membros da UEM.
- **Do lado do euro, existem ainda os riscos associados às eleições legislativas na Grécia no dia 25 de Janeiro.** Apesar dos apelos das principais autoridades europeias contra todo o tipo de especulação acerca do assunto, os mercados não deixam de se preocupar com as incertezas que rodeiam estas eleições e as possíveis consequências. A provável vitória do Syriza, partido que defende a renegociação da dívida grega e que coloca em causa a relação do país com a União Europeia, no âmbito das regras associadas ao euro, está já a causar desgaste da moeda única no mercado. No entanto, a UEM está agora melhor defendida no caso de haver desejo de um país abandonar a moeda única (possibilidade que o Syriza deixou cair). Deseja-se que esta questão não se arraste, mesmo após o resultado eleitoral, mas parece certo um período de grande volatilidade para os câmbios do euro.

## MERCADOS

## MERCADO CAMBIAL

## APOSTA NO DÓLAR E DESINTERESSE NO EURO (cont.)

□ **Do lado dos EUA, a actual expansão de 3% da actividade económica, a evolução positiva do mercado de trabalho e maior saúde financeira estão a consolidar expectativas muito positivas em relação à continuidade deste ciclo e à subida das taxas de juro, iniciando-se uma nova política monetária.** Neste âmbito, é provável que a Reserva Federal surpreenda com a subida da taxa dos fed funds durante o ano, num desejável processo de normalização das taxas. Mas para isso será necessário que se confirme o actual nível de actividade e prossigam as melhorias no mercado de trabalho. Neste contexto, um dólar persistentemente forte face às moedas rivais poderá trazer problemas de competitividade, prejudicando as exportações e o próprio crescimento económico.

□ **De acordo com as expectativas que se forem formando relativamente aos aspectos descritos, a volatilidade e os níveis dos câmbios ganharão definição para cada momento.** Assim, o EUR/USD deverá cair um pouco mais, embora as autoridades norte-americanas estejam atentas e possam vir a mostrar algum desagrado. Recorde-se que o EUR/USD não vem abaixo de 1.18 desde 2006. Mas perante a análise feita, o EUR/USD poderá muito facilmente chegar a 1.15, assim como o EUR/GBP a 0.75. Contudo, nem os EUA nem o Reino Unido desejam tal evolução, pois a prazo limitaria a dinâmica produtora e exportadora, para além de ser impeditivo do surgimento de inflação. Atendendo a estes codicionantes, é provável que, na primeira metade do ano, o EUR/USD possa variar entre 1.15 e 1.20. No USD/JPY, será interessante verificar o interesse do mercado em colocar em causa a importante área dos 125 ienes por dólar. No EUR/CHF, as expectativas são de estabilidade e manutenção de uma moeda forte (CHF) visto o banco central ter mantido os 1.20 como valor de referência, não deixando que o franco suíço se aprecie. Para tal, o banco colocou as suas taxas de juro de curto prazo em território negativo.

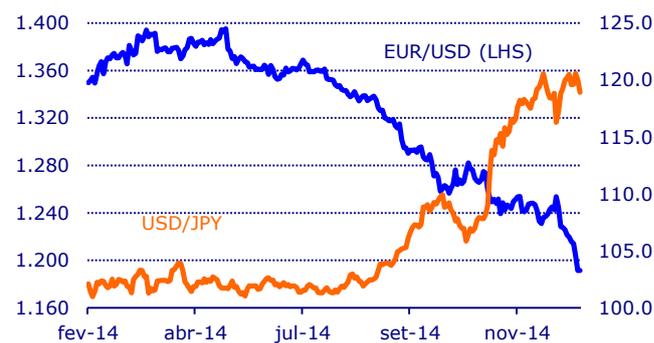
## Variação em 2014

	Abertura 02.01.2014	Fecho 31.12.2014	variação (%)
EUR/USD	1.3754	1.2097	-12.0
USD/JPY	105.23	119.68	13.7
EUR/JPY	144.80	144.77	0.0
EUR/GBP	0.8305	0.7755	-6.6
EUR/CHF	1.2082	1.2026	-0.5
EUR/SEK	8.8610	9.4688	6.9
EUR/NOK	8.3442	9.0392	8.3
AUD/USD	0.8882	0.8168	-8.0
NZD/USD	0.8194	0.7797	-4.8
USD/CAD	1.0642	1.1618	9.2

Fonte: Reuters, BPI.

## EUR/USD surpreende e passa barreira de 1.20; USD/JPY corteja novos máximos

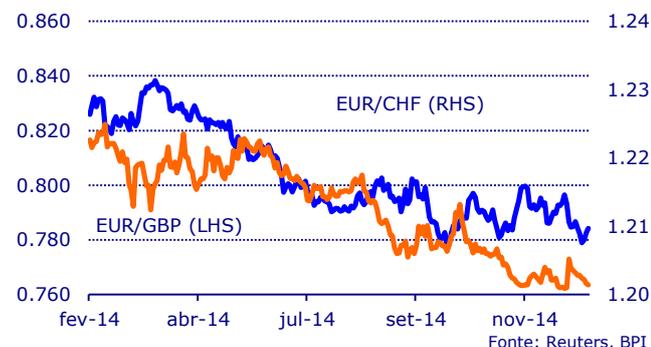
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

## EUR/GBP volátil, testa mínimos; EUR/CHF evolui perto de 1.20, objetivo do banco central

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



Fonte: Reuters, BPI

## Paridade dos Poderes de Compra

07.Jan.14

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.3846	1.1831	-14.55%
EUR/JPY	146.14	141.17	-3.40%
EUR/GBP	0.8436	0.7823	-7.27%
EUR/CHF	1.2367	1.2011	-2.88%

Fonte: BPI.

## · MERCADO CAMBIAL (moedas emergentes)

MERCADOS

### O ANO DA RÚSSIA (PELOS PIORES MOTIVOS)

□ **O ano de 2014 foi dos mais desfavoráveis para as moedas das economias emergentes, que registaram diferentes momentos de forte instabilidade e perda de valor para as moedas mais fortes.** Decorria uma situação de grande volatilidade associada a fuga de capitais, quando se iniciou o ano. A causa foi a expectativa e o anúncio da redução faseada das recompras de activos (programa de *quantitative easing*) por parte da Reserva Federal norte-americana. Os receios de que os emergentes teriam dificuldades em financiar os seus défices correntes e a falta de reformas estruturais fez crescer o risco e gerou desconfiança aos investidores estrangeiros (*Fragile Five* – Índia, Indonésia, Brasil, África do Sul e Turquia). Entretanto, com o decorrer dos meses muitas economias reduziram os desequilíbrios financeiros e tornaram-se mais competitivas, embora as previsões de crescimento das mais relevantes tenham sido sucessivamente revistas em baixa. A análise de investidores e operadores de mercado passou a ser mais rigorosa, diferenciando dentro das economias emergentes aquelas que mostravam melhores perspectivas económico-financeiras.

□ **Num período já mais calmo, surgiu inesperadamente o risco político trazido pela anexação da Crimeia pela Rússia e consequentes tensões militares entre a Rússia e a Ucrânia, acrescidas da rebelião militar de províncias fronteiriças da Ucrânia a favor da potência regional.** Neste “caldo” geopolítico e militar, começaram a agravar-se os problemas económico-financeiros russos devido ao surgimento da “guerra” das sanções económicas entre o Ocidente e a Rússia. Os riscos financeiros e de recessão económica mostravam-se mais próximos, sendo posteriormente confirmados e acentuados com a abrupta queda do preço do petróleo a nível internacional. Assim, durante largos meses os mercados financeiros russos e o próprio rublo estiveram sob forte pressão (com maior expressão no último trimestre do ano), reflexo dos factores descritos e que levaram igualmente a um significativo movimento de fuga de capitais (domésticos inclusive). Se entre Outubro e Dezembro, o preço do Brent caiu 42%, o rublo face ao dólar depreciou-se no mesmo período 53% (no pico máximo da desvalorização, em meados de Dezembro, a moeda russa chegou a estar a perder cerca de 100%, ou seja, o dólar duplicou o seu valor). A volatilidade da moeda diminuiu com sucessiva subida da taxa de juro de referência do banco central da Rússia, que atingiu o valor máximo de 17% (perto do final do ano), e através de intervenções directas no mercado cambial a favor do rublo (o montante de divisas estrangeiras acumulado pela Rússia, nos últimos anos, tem dado suporte e eficácia a este tipo de acção).

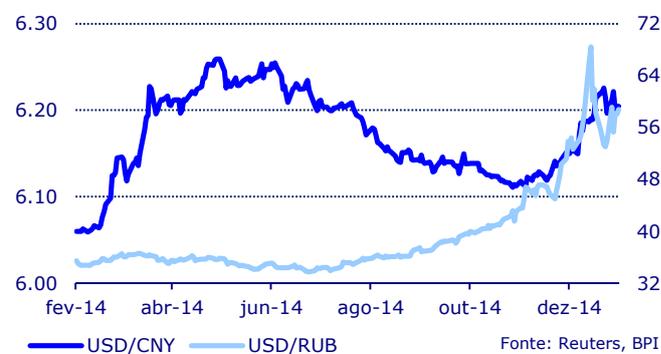
#### Variação cambial

	Abertura 02.01.2014	Fecho 31.12.2014	variação (%)
EUR/PLN (zloty polaco)	4.1491	4.2857	3.3
EUR/HUF (forint húngaro)	296.89	316.47	6.6
EUR/CZK (coroa checa)	27.334	27.652	1.2
USD/RUB( rublo russo)	32.8400	58.0470	76.8
USD/BRL (real brasileiro)	2.3775	2.6570	11.8
USD/ZAR (rand sul-africano)	10.4550	11.5660	10.6
USD/ARS (peso argentino)	6.5199	8.5402	31.0
USD/MXN (peso mexicano)	13.0280	14.7440	13.2
USD/CNY (yuan chinês)	6.0510	6.2046	2.5
USD/INR (rupia indiana)	61.8820	63.0300	1.9
USD/KRW (won coreano)	1050.90	1092.90	4.0
USD/IDR (rupia indonésia)	12.1850	12.3800	1.6
USD/THB (baht tailandês)	32.72	32.90	0.6
USD/TWD (dólar de Taiwan)	29.810	31.620	6.1

Fonte: Reuters, BPI.

#### Forte depreciação e volatilidade do rublo (RUB) face ao dólar; yuan (CNY) também perde valor

(x yuans por USD; x rublos por USD)



□ **Também no ano transacto registaram-se novidades na China: o banco central alargou o intervalo de flutuação diário do yuan em relação ao dólar de 1% para 2%, seja no sentido da apreciação como da depreciação.** A justificação incidiu na necessidade de melhorar a eficiência da colocação de capital, no contexto da reestruturação económica em curso e de conceder maior importância ao mercado na distribuição dos recursos. Esta maior amplitude de variação introduziu maior volatilidade e incerteza na moeda, sabendo-se que uma moeda demasiadamente forte prejudicaria as exportações e o saldo comercial chinês, enquanto que um yuan excessivamente fraco permitiria a fuga tanto de capitais indesejados como de os necessários à economia. Em 2014, o CNY terminou a tendência de apreciação consecutiva registada ao longo dos últimos anos em relação ao dólar. No início do ano, o USD/CNY ainda registou a valor mínimo das últimas duas décadas, 6.0395, para depois “deslizar” até aos 6.2669 (valor máximo) de acordo com a medida do banco central e do aumento da volatilidade da moeda. Assim, o interesse em tornar o yuan numa moeda mais integrada e com maior peso no sistema financeiro mundial

## MERCADOS

## MERCADO CAMBIAL (moedas emergentes)

## O ANO DA RÚSSIA (PELOS PIORES MOTIVOS) (cont.)

fez com que esta (agora menos controlada pelas autoridades) passasse a reflectir de forma mais intensa os fundamentos económicos, nomeadamente a perda de fulgor da economia chinesa em 2014. De facto, o saldo corrente ressentiu-se com a forte apreciação do yuan em 2013 e recuperou com esta nova atitude cambial por parte das autoridades chinesas.

▫ **Em termos globais, dentro das moedas analisadas, o rublo (como já vimos) foi a que mais se depreciou em relação ao dólar (77% do início ao final do ano), seguindo-se o peso argentino e o peso mexicano (31% e 13%, respectivamente).** Também as moedas do Brasil e da África do Sul foram envolvidas em movimentos de depreciação (12% e 11%, respectivamente). Nos últimos meses do ano, o cenário económico em importantes economias emergentes (inclusive na China) tornou-se gradualmente mais débil, reflectindo uma diminuição da produção e do consumo, mas também a quebra significativa das receitas no negócio das matérias-primas, concretamente do petróleo e do gás natural, de que as suas contas dependem de forma significativa.

▫ **Em termos de fluxos financeiros para as economias emergentes, globalmente verificou-se uma diminuição em 2014 (-6%), nomeadamente ao nível dos fluxos privados (-6%), sobretudo nos emergentes europeus (-60%) e nos emergentes da América Latina (-3%), embora os fluxos para uns e outros representem 7% e 24%, respectivamente.** Para os emergentes asiáticos, os fluxos privados cresceram perto de 7% em 2014, tendo um peso de 60% do total. Numa realidade bem menor, nos fluxos oficiais, a diminuição em 2014 foi mais expressiva para os emergentes da Ásia (-50%) e África/Médio Oriente (-27%). Nas restantes áreas verificaram-se aumentos expressivos. Segundo o IIF (Institute of International Finance), para 2015 é esperada a manutenção dos actuais níveis de fluxos totais (0.5%) e de fluxos privados (-0.3%). A principal projecção em termos regionais é o regresso de capitais à Europa emergente, praticamente na mesma proporção da perda ocorrida no ano anterior. O IIF acredita que no segundo trimestre do ano regressarão os investidores aos mercados obrigacionistas locais, num apetite por risco renovado, embora persistam riscos geopolíticos (Rússia/Ucrânia) que alimentem a fuga de capitais domésticos. Mas possíveis medidas de *quantitative easing* adicionais por parte do BCE deverão dar perspectivas positivas aos investidores.

## Fluxos financeiros líquidos para as Economias Emergentes

Usd mil milhões

	2013	2014	2015	Peso %	'14/'13	15/'14
<b>Fluxos Privados</b>	<b>1241</b>	<b>1161</b>	<b>1158</b>	<b>100.0</b>	<b>-6.4%</b>	<b>-0.3%</b>
América Latina	291	283	275	24.4	-2.7%	-2.8%
Emergentes Europa	208	84	138	7.2	-59.6%	64.3%
África/Médio Oriente	86	95	107	8.2	10.5%	12.6%
Emergentes Ásia	656	699	638	60.2	6.6%	-8.7%
<b>Fluxos Oficiais</b>	<b>28</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>100.0</b>	<b>35.7%</b>	<b>23.7%</b>
América Latina	18	23	19	60.5	27.8%	-17.4%
Emergentes Europa	-9	3	13	7.9	66.7%	333.3%
África/Médio Oriente	11	8	8	21.1	-27.3%	0.0%
Emergentes Ásia	8	4	7	10.5	-50.0%	75.0%
<b>Total</b>	<b>1269</b>	<b>1199</b>	<b>1205</b>	<b>-</b>	<b>-5.5%</b>	<b>0.5%</b>

Fonte: IIF.

▫ **Assim, para 2015, poderemos esperar novas decisões de política monetária não convencional por parte do BCE embora, num outro ciclo, a expansão económica dos EUA alimente expectativas de juros mais altos.** Com efeito, na América Latina poderemos esperar algumas melhorias, sobretudo devido à forte parceria comercial com os EUA. Uma economia norte-americana forte, a par de um dólar forte, será mais receptiva a absorver as exportações dos seus vizinhos, assim como voltar a investir nos seus activos e abrir caminho para sectores até há pouco protegidos, como a energia e as telecomunicações. Inversamente, a manutenção de preços baixos nas matérias-primas poderá forçar a acumulação de perdas, à semelhança do último ano.

▫ **Na Ásia, liderada pela China, a estabilidade macroeconómica e o sucesso das reformas estruturais podem voltar a atrair capitais.** O preço barato da energia deverá ser benéfico às respectivas contas correntes e inflação, visto grande parte destes países serem importantes importadores de energia (China, Índia, Indonésia, etc.). A dimensão da produção (indústria e serviços) e dos mercados de consumo, assim como a permanência de um comércio vibrante, poderá cativar capitais externos e retirar estes países de um certo marasmo económico. Os riscos prendem-se com desapontamento das reformas (por exemplo, na Índia e Indonésia), com uma maior degradação do sector imobiliário (na China), para além da evolução externa, nomeadamente de uma política monetária da Fed mais agressiva.

▫ **Na Europa emergente, o regresso já referido de capitais externos associado a um aumento do apetite por risco poderá ajudar a resolver os problemas dos desequilíbrios financeiros, assim como uma factura energética significativamente menor.** O reverso da medalha são exportações de matérias-primas menos valiosas e a permanência de factores geopolíticos imprevisíveis, embora se possa assistir a um desagrevamento. A evolução da situação económico-financeira da Rússia é crucial para a estabilização/normalização da zona, a vários níveis, centrando-se os riscos em novas quedas do preço do petróleo e na imposição pelo Ocidente de sanções económicas adicionais. Inversamente, a possível maior solidez económica da União Europeia poderá servir para mitigar dificuldades em vários países da Europa de Leste através de maior procura externa (Polónia, Hungria, República Checa e Roménia).

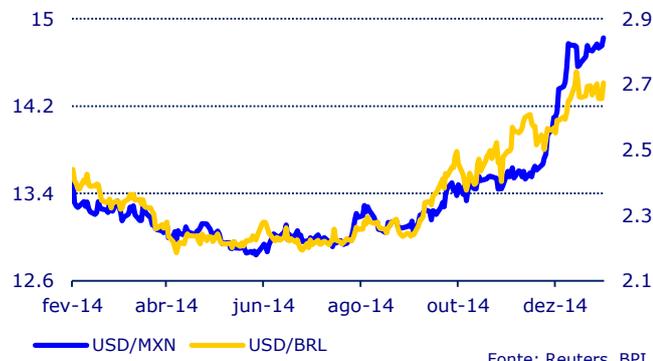
· **MERCADO CAMBIAL (moedas emergentes)**

**MERCADOS**

**O ANO DA RÚSSIA (PELOS PIORES MOTIVOS) (cont.)**

**Real brasileiro (BRL) e peso mexicano (MXN) confirmam perda expressiva para o dólar**

(x pesos por USD; x reais por USD)



**O saldo corrente piorou com a apreciação do CNY em 2013 e melhorou com a depreciação de 2014**

(milhões de dólares)



## POLÍTICAS ACOMODATÍCIAS COM DIVERGÊNCIAS

- **Em 2014 as políticas monetárias das principais autoridades monetárias mantiveram o cariz ultra acomodaticio, mas entre os principais bancos centrais – Reserva Federal, Banco de Inglaterra, Banco Nacional da Suíça, Banco do Japão e Banco Central Europeu – surgiram sinais de divergência no seu posicionamento, reflectindo disparidades nos respectivos ciclos económicos, claramente mais fortes nas economias anglo-saxónicas. As declarações que acompanharam o último comité de política monetária da Reserva Federal foram interpretadas pelo mercado como uma prova da inversão do ciclo de taxas em 2015; no último trimestre de 2014 o Banco do Japão aumentou o programa de compra de activos e o BCE prometeu reforçar as medidas de cariz não convencional como forma de combater os riscos de deflação e de enfraquecimento da actividade (se necessário).**
- **De forma a combater o risco de deflação que se desenhou ao longo de 2014 e na tentativa de reanimar o mecanismo de transmissão da política monetária para a economia, o BCE reforçou o grau de acomodação da sua política monetária.** Depois de uma gestão de expectativas nos primeiros cinco meses do ano, dando sinais ao mercado de que as taxas de juro de referência permanecerão em níveis muito reduzidos durante um longo período de tempo, o BCE anunciou em Junho e Setembro a redução das taxas directoras – actualmente a taxa principal de refinanciamento está em 0.05%, a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez está em 0.30%; e a taxa da facilidade permanente de depósito em -0.20%; adicionalmente, anunciou a realização de oito operações de refinanciamento de longo prazo direccionadas para a dinamização do mercado de crédito – duas em 2014, e as restantes entre Março de 2015 e Junho de 2016; introduziu um programa de compra de activos titularizados – ABS e um novo programa de compra de *covered Bonds*. Com estes programas, o BCE espera incentivar a emissão de novas operações de securitização de empréstimos, permitindo libertar fundos que podem ser canalizados para a economia real. Embora não tenham sido estabelecidos montantes quantitativos para cada um destes programas, o BCE tem como objectivo expandir o balanço para 3 biliões de euros, ou seja, cerca de mais 1 bilião do que o nível actual. Finalmente, o BCE decidiu estender até Setembro de 2018 o cariz menos restritivo sobre os activos elegíveis como colateral dos empréstimos do BCE, alargou o período de tomada ilimitada de fundos até Dezembro de 2016 e suspendeu a absorção de liquidez associada à compra de títulos de dívida pública ao abrigo do SMP. A adopção de novas medidas tem como finalidade reactivar o mecanismo de transmissão da política monetária à economia real, através de uma maior diversificação das fontes de financiamento. Genericamente estas medidas foram bem acolhidas pelo mercado, mas consideradas insuficientes para o cumprimento do objectivo de expansão do balanço pelo BCE. Isto porque por um lado um ambiente em que a apetência pela oferta e pela procura de crédito permanece reduzida e em que a liquidez é elevada reduz a propensão dos bancos tomarem fundos disponibilizados através das novas operações de cedência de fundo direccionadas, e por outro, porque a dimensão do mercado de ABS na Europa é diminuto, e o seu desenvolvimento, que certamente será impulsionado pela decisão do BCE, poderá não ser suficientemente rápido de forma a elevar a dimensão do balanço do BCE para os níveis pretendidos.
- **Nas duas primeiras TLTRO – levadas a cabo em Setembro e Dezembro - os bancos podiam tomar fundos equivalentes a 7% das suas carteiras de crédito ao sector não financeiro, excluindo crédito à habitação a 30 de Abril de 2014, contudo apenas tomaram cerca de 212 mil milhões de euros (mme),** abaixo do montante disponibilizado pelo BCE (400 mme). Este resultado põe em evidência a permanência de um cenário de fraca apetência tanto pela cedência de crédito como de ainda fraca procura por parte dos agentes económicos, já que ao longo do ano, e sobretudo no segundo semestre do ano, se assistiu à deterioração dos níveis de confiança. Note-se que as condições de financiamento destas operações são muito favoráveis: taxa fixa de 0.05% (taxa *refi*) mais um *spread* de 10 pontos base.
- **Nos programas de compras de ABS e de *covered bonds*, o montante adquirido em 2014 foi de 31.4 mme, dos quais apenas 1.7 mme dizem respeito à aquisição de ABS.** A reduzida dimensão das compras deste tipo de produtos reflecte a pequena dimensão do mercado europeu de ABS.
- **Entre Setembro e Dezembro de 2014, o balanço do BCE aumentou 162 mme, situando-se em aproximadamente 2.2 biliões de euros, o que sugere que as medidas de estímulo adoptadas no ano passado não serão suficientes para que o BCE consiga expandir o seu balanço para os níveis desejados, aumentando a expectativa de que este banco central enveredará por um programa mais vasto de aquisição de activos, nomeadamente dívida diversa e, sobretudo, dívida pública, como forma de gerir de forma positiva a evolução das expectativas inflacionistas, (graficamente é visível a correlação existente entre a expansão do balanço do banco central e o comportamento da inflação).** A adopção de um programa mais abrangente de compra de activos poderá ocorrer nos primeiros meses de 2015, de forma a contribuir para a desejada expansão do balanço do banco. Em Janeiro e Fevereiro vencem as duas LTRO a 3 anos, cujo montante vivo ascende a 249.5 mil milhões de euros e que poderá ser “reposto” pela realização da TLTRO de Março e pela compra de ABS e de *covered bonds*. Contudo, tal reposição pode não ser totalmente conseguida, tendo em conta os resultados dos anteriores leilões das TLTRO’s de 2014 (ainda que seja previsível que após o vencimento das LTROs a 3 anos, os bancos aumentem a procura de fundos sobre a forma das novas TLTRO’s) e a permanência da média semanal de compras de ABS e de *covered bonds* em torno dos actuais valores. Mantendo-se o ritmo médio semanal observado até ao final do ano – 3 mme – as compras destes activos durante 2015 seriam de 36 mme, (ao longo do ano, é provável que a média semanal aumente, tendo em conta que as compras por parte do BCE tenderão a dinamizar o mercados de dívida titularizada), insuficiente para a expansão significativa do balanço. Desta forma, o cumprimento do objectivo fixado pelo BCE ficará fortemente dependente do alargamento do leque de activos a comprar, destacando-se, entre estes, o mercado de dívida pública, tanto pela

## POLÍTICAS ACOMODATÍCIAS COM DIVERGÊNCIAS (cont.)

sua dimensão, como pelo potencial impacto que poderá ter na melhoria da confiança entre os agentes económicos, através da valorização dos activos financeiros – preço dos títulos de dívida pública, da dívida diversa e valorização dos índices bolsistas - dinamizando a capacidade de investimento do sector empresarial. Mas o êxito desta medida está também dependente do tipo de consenso entre os governadores do BCE sobre a modalidade em que o programa de desenrolará e qual o montante das compras. Admitindo a implementação de um programa forte de compra de dívida pública, o BCE poderia atingir o seu objectivo de incremento do respectivo balanço com compras de 500 mme em 2015 e 2016, respectivamente, o que equivale à aquisição, em cada um dos anos, de cerca de 5% do mercado de dívida pública consolidada da zona euro (de acordo com dados da Ameco a dívida pública na zona euro ascendia a 9.5 biliões de euros em 2014). Os cerca de 10% do mercado de dívida pública da zona euro, que representaria a adopção de um programa fortemente assente na compra de dívida pública, compara com cerca de 15% nos EUA e de 25% no Japão. Por seu turno, no que respeita à aquisição de dívida diversa importa ter presente que na zona euro este é um mercado menos líquido e mais disperso, estando limitado às grandes empresas, com *rating* atribuído pelas principais agências. Ainda assim, a intervenção do BCE neste mercado poderá atrair emittentes para o mercado de dívida diversa, facilitando o acesso às restantes empresas a financiamento bancário, que na zona euro é o principal modo de financiamento do sector empresarial não financeiro.

▫ **Em resumo, a adopção de medidas de cariz não convencional parece quase inevitável na zona euro como forma de dar credibilidade à política monetária do BCE.** Todavia, permanecem alguns factores de risco quanto ao êxito das medidas a adoptar, sobretudo relacionadas com a modalidade que estas medidas tomarão. De acordo com declarações de alguns membros do BCE, o avanço para um programa de compra de dívida pública poderá assumir uma de três possibilidades: na primeira, a compra de dívida pública poderá ser proporcional à percentagem que cada um dos estados-membros tem no capital do BCE, permitindo menor distorção dos preços relativos, mas maior impacto no comportamento da inflação, mas também uma maior partilha do risco; uma segunda possibilidade será de as compras de títulos soberanos ficarem registados nos respectivos bancos centrais nacionais, garantindo que o BCE ficaria livre de perdas em caso de incumprimento; uma terceira possibilidade, possivelmente aquela que terá menor oposição por parte dos governadores mais avessos à implementação de um programa deste género, é que o programa do BCE se concentre em dívida com melhor classificação de risco (3-A). Esta última opção terá um impacto indirecto na evolução dos preços da dívida pública dos países com pior classificação de risco, na medida em que a compra por parte do BCE dos títulos de melhor qualidade reflectir-se-ia na queda das respectivas *yields* para níveis muito pouco atraentes, levando os investidores a procurarem dívida com risco mais elevado de forma a rentabilizarem os seus investimentos. Finalmente, a dimensão do programa de forma a que seja cumprido o objectivo do BCE dependerá da modalidade do programa a adoptar, pois a compra de um activo de maior risco tem um maior impacto nas condições financeiras, pelo que o volume de compras poderia ser menor do que no caso de um programa focado em títulos de risco muito reduzido.

### A revisão da qualidade dos activos na zona euro, os *stress test* e a união bancária

- A conclusão da avaliação completa do Sistema bancário europeu – Asset Quality Review e Stress Test – mostrou falhas de capital em 25 dos 130 bancos analisados, (os 130 bancos analisados representam cerca de 82% dos activos dos bancos da UEM), que ascendem a 25 mme. A sua análise deve, no entanto, ter presente que na data da publicação dos resultados da avaliação do sistema bancário, diversas das IF's com necessidades de capital, tinham já efectuado operações de recapitalização, reduzindo o montante em falta para 9.7 mme e o número de bancos afectados para 13, distribuídos por 8 países. No caso destes bancos, os planos de recapitalização foram apresentados nas duas semanas que se seguiram ao anúncio dos resultados e a recapitalização deverá ocorrer até Julho de 2015. No cenário adverso – onde é testada a fortaleza dos bancos num cenário de enfraquecimento substancial da actividade –, o rácio de capital Tier 1 cai de 12.2% no final de 2013 para 8.3% no final de 2016, (neste cenário, o rácio mínimo exigido é de 5.5%). Neste cenário, as estimativas apontam para uma queda de capital dos bancos de 215.5 mme, menos 22% do que o capital detido pelos bancos à data do estudo, que os activos ponderados pelo risco aumentem 860 mme até 2016 e um impacto de 262.7 mme no total dos fundos próprios.

- O AQR incluiu também normas de harmonização no que refere à avaliação dos activos de má qualidade e standardização do justo valor dos activos ilíquidos, melhorando de forma significativa a credibilidade deste exercício quando comparado com os exercícios anteriores. A revisão da qualidade dos activos revelou que os bancos devem ajustar em baixa o justo valor em 47.5 mme, sendo os principais bancos afectados os italianos, os gregos, os alemães e os franceses. A reavaliação do crédito mal parado traduziu-se na revisão do respectivo saldo para mais 135.9 mme.

- Este exercício constitui o ponto de entrada para o Mecanismo Único de Supervisão, no qual o BCE passa a ter a supervisão directa de 130 bancos na zona euro e indirecta dos restantes, tendo-se focado na criação de condições equitativas da avaliação dos activos das IF's e de realização dos *stress test*, contribuindo assim para a maior transparência do processo, quando comparado com os anteriores. Todavia, perduram ainda algumas críticas à realização destes *stress test* e que se prendem, essencialmente, com o facto destes não contemplarem a possibilidade de incumprimento do soberano; não incluírem um cenário de deflação (menos provável na altura da sua modelação, mas que actualmente surge como um factor de maior risco); e da avaliação ter sido apenas realizada com base nos impactos nos rácios de capital e não no grau de alavancagem dos bancos (14 dos bancos analisados têm um rácio de alavancagem inferior a 3%, o que não foi considerado nos *stress test*). Estes dois exercícios – AQR e ST – podem ser entendidos como um bom começo para a construção do primeiro pilar da união bancária, mas deixa ainda em aberto a realização dos outros dois pilares. O mecanismo único de resolução só entra em vigor em 2016, não sendo ainda completamente certo se será um mecanismo efectivamente supranacional, tal como o mecanismo único de supervisão. Por seu turno o terceiro pilar praticamente caiu, na medida em que só será completado em 2026.

## POLÍTICAS ACOMODATÍCIAS COM DIVERGÊNCIAS (cont.)

### ▣ Banco do Japão

Em Outubro de 2014 anunciou a expansão das compras de dívida pública e de activos de maior risco, tendo como principal fim assegurar o cumprimento do objectivo para a taxa de inflação de 2%. Segundo esta autoridade monetária, a implementação de medidas adicionais justificou-se com a perpetuação de sinais de atraso na alteração da mentalidade deflacionista da economia nipónica, evidentes no movimento de abrandamento do ritmo de crescimento dos preços. Desde Junho tem-se assistido a um movimento de desaceleração no ritmo de crescimento dos preços, o que em grande parte se justifica com a evolução do preço do petróleo, mas que se reflecte numa redução das expectativas inflacionistas, dificultando a tarefa do banco central em inflacionar a economia. Também o facto de o crescimento económico permanecer aquém do esperado tende a tornar-se num risco adicional para o cumprimento da meta de inflacionar a economia. Com efeito, o Japão entrou em recessão técnica no terceiro trimestre do ano, tendo o PIB anualizado caído 1.6%, depois de no trimestre anterior ter caído 7.3%. Face à deterioração das condições macroeconómicas, o Banco do Japão decidiu aumentar as compras anuais de dívida pública doméstica para um valor máximo de 80 biliões de dólares, mais 30 biliões do que no programa anterior, alargando as compras a títulos com maturidades entre os 7 e os 10 anos, mais três anos do que o programa anterior. E aumentar as compras de fundos de investimento (ETFs) e fundos de investimento imobiliário (J-REITs) cotados em bolsa em 3 biliões de ienes/ano e em 90 biliões de ienes/ano, respectivamente. Com estas medidas, o Banco do Japão reforçou o seu compromisso em reduzir as taxas de juro ao longo de toda a curva de rendimentos, o que de facto tem vindo a acontecer, sobretudo nos prazos mais longos. As medidas anunciadas reflectir-se-ão na expansão do balanço deste banco central para cerca de 76% do PIB em 2015, o que compara com 60% em 2014 e 47% em 2013. Ao longo de 2015, a política do Banco de Japão continuará focada no combate do retorno a um cenário de deflação.

### ▣ Banco Nacional da Suíça

Na última reunião de política monetária de 2014, colocou a taxa dos depósitos à vista em -0.25%, com o intuito de trazer a Libor a 3 meses do franco suíço para terreno negativo; paralelamente alargou o intervalo de referência para a respectiva Libor a 3 meses para um intervalo entre -0.75% e +0.25% e reafirmou o seu compromisso e determinação em não permitir que o EUR/CHF seja transaccionado abaixo de 1.20. Com esta decisão o banco central helvético deverá conseguir reduzir as aplicações em francos suíços, favorecendo a depreciação da moeda helvética. Em 2015, a actuação deste banco central continuará focada no controlo da taxa de cambio do franco suíço.

### ▣ Reserva Federal 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, ou seja, mantendo elevada a carteira de títulos de dívida pública e o balanço próximo dos níveis actuais. A decisão de *rollover* da carteira de dívida de longo prazo, reflecte a preocupação da Reserva Federal em manter o ter acomodatório da sua política, já que desta forma este banco central continua a contribuir para que o nível de liquidez se mantenha elevado, mantendo assim claro o seu suporte à actividade nos mercados financeiros. Este facto é visível, por exemplo, no comportamento do índice que avalia a volatilidade do índice S&P 500. A taxa directora manteve-se estável durante todo o ano num intervalo entre 0-0.25%.

### ▣ Reserva Federal 2015

Com o fim do programa de compra de dívida pública, ganha relevância o momento em que este banco central irá começar a inversão do actual ciclo de taxas de juro. O momento em que tal processo será iniciado continua fortemente ligado à evolução e sustentabilidade da informação económica, com destaque para o mercado de trabalho e, desde finais de 2014 também dependente do comportamento da taxa de inflação. No último comité de política monetária, a Reserva Federal fez uma avaliação favorável do andamento da actividade, reforçando o sentimento de que o início do ciclo de normalização das taxas de juro iniciar-se-á em 2015. Na realidade, a Reserva Federal manteve inalteradas as suas previsões para o crescimento, mas reviu em baixa as suas estimativas para a evolução da taxa de desemprego e para o comportamento da inflação. Contudo, relativamente a este último dado salientou o carácter transitório associado à queda dos preços do petróleo, evidente no facto de as expectativas inflacionistas se manterem estáveis. Paralelamente, a Reserva Federal introduziu algumas alterações no seu discurso, substituindo a expressão "tempo considerável" por "paciente" quando se refere ao nível das taxas directoras, o que foi entendido pelo mercado como uma possível antecipação do momento de inversão do ciclo. Ainda assim, a actuação do FOMC continuará muito cautelosa, não se antecipando alterações na taxa dos *fed-funds* durante a primeira metade do ano. A inversão do ciclo será muito lenta, sendo provável que no final do ano a taxa directora se situe em 0.5%. Antecipamos que esta autoridade monetária irá gerir as expectativas de forma a não surpreender o mercado, evitando movimentos que possam não ser tolerados pelo mercado.

### ▣ Banco de Inglaterra

A sua política monetária não se alterou ao longo de 2014. Perante uma evolução muito positiva da economia ao longo do último ano, surgiu a expectativa de que este banco central poderia iniciar o ciclo de subida da taxa repo ainda em 2014, o que não se verificou, pelo que a taxa directora da libra esterlina se manteve em 0.5% durante todo o ano. Num cenário em que a política monetária do BCE reforçará o seu cariz acomodatório em 2015, antecipa-se que o Banco de Inglaterra opte por não alterar o nível da taxa repo durante a primeira metade do ano, evitando, por exemplo, um movimento de apreciação significativo da libra, o que poderia limitar o bom desempenho da actividade económica que se tem mostrado resiliente. Assim, atribuímos

· MERCADO MONETÁRIO

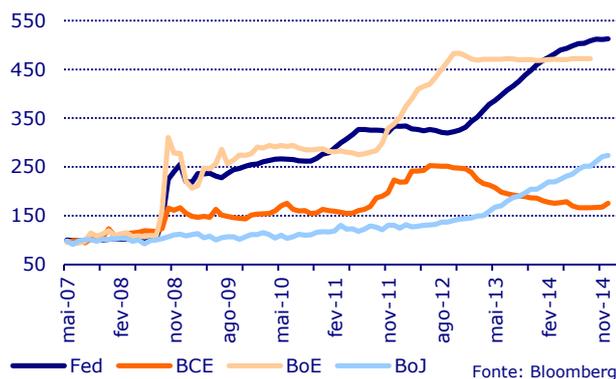
MERCADOS

**POLÍTICAS ACOMODATÍCIAS COM DIVERGÊNCIAS (cont.)**

maior probabilidade que a inversão do ciclo actual ocorra apenas na segunda metade de 2015, possivelmente a par da evolução da política monetária da Reserva Federal. Recentemente, o Banco de Inglaterra manteve inalteradas as suas previsões para o crescimento em 3.4% em 2014 e 2.7% em 2015, mas reviu em baixa as suas estimativas para o comportamento da inflação para 1.2% em 2014 (-0.7 pontos percentuais do que a anterior previsão) e para 1.4% em 2015 (-0.3 pontos percentuais do que anteriormente), dando suporte a um comportamento cauteloso no que respeita à alteração do ciclo de taxas de juro.

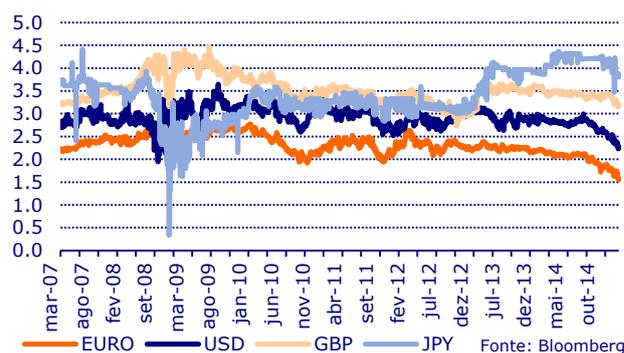
**Activos dos bancos centrais, índice**

(activos do banco central, 2007=100)



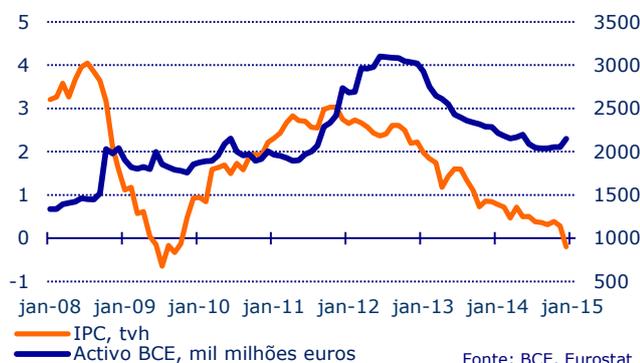
**Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps 5 ANOS**

(%)



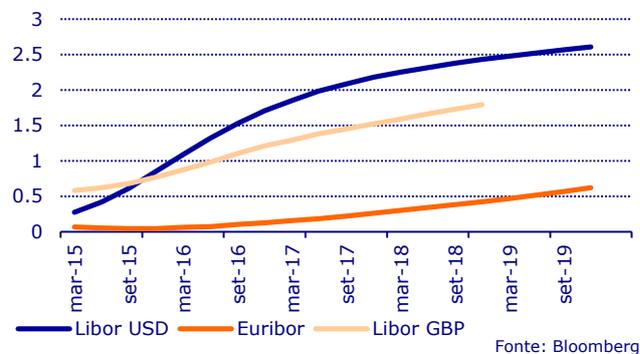
**Balanco do BCE & Inflação**

(%, mil milhões de euros)



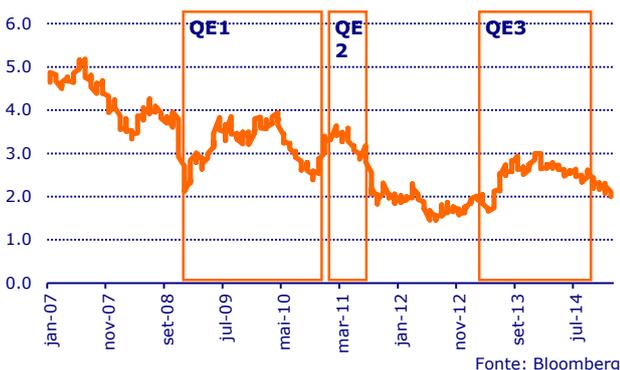
**Futuros de taxas a 3 meses**

(%)



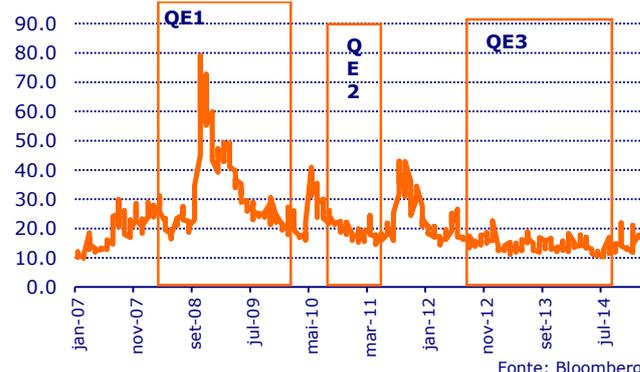
**Evolução da yield do UST 10 anos**

(%)



**Volatilidade implícita no índice S&P 500 (VIX)**

(%)



## LIQUIDEZ E CONFIANÇA CONDICIONAM DINAMISMO

▫ **Em 2014, a evolução do mercado de taxa fixa foi condicionado pelos elevados níveis de liquidez associados às políticas ultra-acomodatórias dos principais bancos centrais, pela desaceleração do ritmo de crescimento do preços, que na zona euro, se traduziu na concretização de um cenário de inflação negativa e pela deterioração dos riscos de carácter geopolíticos que se traduziram num movimento de procura de títulos de maior qualidade.** Ao longo do ano assistiu-se a uma queda contínua das *yields* dos principais *benchmark*, o que no caso dos EUA, se contrapõe ao cenário macroeconómico mais positivo, e na Europa reflecte o enfraquecimento da actividade e dos preços. A maior debilidade da economia europeia, reflecte-se no alargamento do *spread* entre o UST e o *Bund* alemão, que no final do ano se situava em 163 pontos base, mais 53 pontos base do que no início do ano. No final do ano, os níveis das *yields* mantinham-se próximo dos mínimos, sobretudo no mercado europeu.

▫ **Mercado de dívida pública norte-americano** - Em 2014, as taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos transaccionaram num intervalo entre 2.06-3.03%, tendo o mínimo sido observado no último trimestre. Este comportamento contrariou as expectativas de que o fim do programa de compra de dívida pública se reflectiria numa subida das respectivas *yields*. O facto de as expectativas inflacionistas indicarem que no médio prazo a inflação continuará contida e ligeiras revisões em baixa do crescimento em 2014-15 justificam parcialmente o desempenho menos pujante do que o antecipado das taxas de rentabilidade da dívida pública norte-americana. Contudo, a permanência destas em níveis historicamente reduzidíssimos reflectirá também, por um lado, o compromisso da Reserva Federal em manter o rollover da carteira de títulos e, por outro, o reforço real ou fortemente sinalizado das políticas não convencionais do Banco do Japão e do BCE. **Em 2015, tendo por base o cenário de consolidação da actividade económica e as perspectivas de que a Reserva Feral inverterá o ciclo de taxas de juro a partir do final do primeiro semestre, atribuímos uma elevada probabilidade a que se verifique um movimento de penalização da dívida pública norte-americana - queda dos preços -, que se reflectirá na subida das respectivas *yields*.** Todavia este movimento será muito moderado, podendo no final de 2015 a *yield* do UTS a 10 anos cotar em torno de 3-3.5%.

▫ **Mercado de dívida pública da zona euro** - em 2014 o movimento foi idêntico ao observado nos EUA, mas consideravelmente mais acentuado, já que a estagnação da actividade económica foi acompanhada pelo risco de materialização de um período de deflação e porque o BCE tem vindo a sinalizar a sua intenção de usar todos os instrumentos disponíveis de forma a inflacionar a economia. O *Bund* alemão a 10 anos transaccionou num intervalo entre 0.54-1.94% ao longo do último ano, estando os níveis mínimos observados concentrados no último trimestre do ano. Na zona euro, ao longo do último trimestre, o registo de taxas de rentabilidade negativas alargou-se a prazos mais longos, como é o caso do *Bund* alemão a 5 anos, que desde o final do ano regista taxas de rentabilidade negativas, ao que possivelmente não será estranho o facto de a taxa dos depósitos do BCE estar em terreno negativo e da dívida alemã ter muito baixo risco. Note-se ainda que este movimento estende-se a outros países europeus, pertencentes ou não à zona euro, como por exemplo Holanda, Suécia e Suíça. **O cenário de evolução das *yields* ao longo de 2015 mantém-se incerto, mas será fortemente influenciado pela acção do BCE no que se refere à modalidade com que implementará o programa de compras de dívida soberana. No primeiro semestre é provável que ainda se verifique um movimento contido de subida de preços (queda das *yields*), reflectindo a permanência de riscos económicos e políticos. Todavia ao longo do ano, perspectiva-se que se construa um cenário menos favorável para a dívida pública europeia, reflectindo o efeito positivo na confiança dos agentes económicos resultante do suporte dado pela política monetária do BCE, bem como pela perspectiva de uma evolução mais favorável da actividade económica, a qual tenderá a beneficiar de custos energéticos mais reduzidos. Mas o movimento de subida das *yields* dos títulos *benchmark* (queda dos preços, penalizando os investimentos nestes activos), será de amplitude mais reduzida do que nos EUA. O nosso cenário central aponta para que no final de 2015, a taxa de rentabilidade do *Bund* alemão a 10 anos se situe em torno dos 1.5%.**

▫ **Mercado de dívida soberana periférica** - em 2014, assistiu-se a uma queda considerável das respectivas *yields*, em grande parte reflectindo a compressão dos prémios de riscos exigidos face ao *benchmark* alemão. Considerando a dívida pública a dez anos, observou-se uma queda de 136 pontos base (pb) no prémio exigido a Portugal, mais de 80 pb a Espanha, mais de 60 pb a Itália e mais de 90 pb à Irlanda. A Grécia foi a única excepção, reflectindo o recrudescer da incerteza política no final do ano. O movimento de queda dos *spreads* e, conseqüentemente, das *yields*, foi influenciado pelas correcções de desequilíbrios existentes, nomeadamente ao nível dos défices público e externo, mas também foi influenciado por movimentos de procura de rentabilidade num cenário de muito baixas taxas de juro nos mercados mais seguros. A maior apetência dos investidores pela aquisição de dívida destes países reflectiu-se no aumento da capacidade de colocação destes países a preços mais atractivos. Por exemplo, tanto o Tesouro espanhol como o português aproveitaram a maior apetência dos investidores por este tipo de dívida, emitindo mais dívida do que o programado, reduzindo assim as necessidades de financiamento para 2015. **Para 2015, as perspectivas continuam a ser favoráveis às aplicações em dívida soberana de países com menor qualidade de risco, tendo em conta a expectativa de que o BCE enveredará pelo programa alargado de aquisição de activos tendente a manter sobre pressão os prémios de risco exigidos a este tipo de dívida, quer directamente, se o programa enveredar pela compra de dívida de risco mais elevado, quer indirectamente, se o enfoque em dívida com melhor classificação de risco empurrar os investidores para a aquisição de título com menor qualidade mas melhor rentabilidade. Paralelamente, a permanência de condições monetárias muito acomodatórias tenderão a manter o serviço da dívida em níveis baixos, contribuindo para a redução do risco de incumprimento. Note-se, no entanto, que o movimento de valorização da**

## MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

MERCADOS

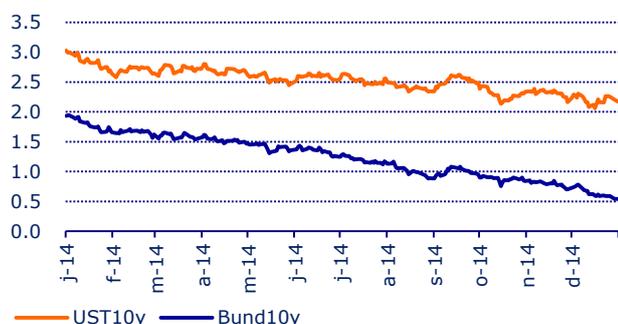
### LIQUIDEZ E CONFIANÇA CONDICIONAM DINAMISMO (cont.)

dívida pública periférica deverá centrar-se essencialmente na primeira metade do ano, podendo, posteriormente, observar-se um movimento contrário, caso se confirme o nosso cenário central de melhoria da actividade económica em consequência do aumento da confiança associado ao suporte dado pelo banco central à economia. Recentemente, o tesouro português anunciou que irá colocar no mercado entre 12-14 mil milhões de euros em dívida de médio e longo prazo e que irá fazer o rollover dos BT's. Na primeira quinzena de Janeiro, Portugal efectuou duas emissões – a dez a trinta anos. As estimativas apontam para que a colocação se situe em torno dos 4 mil milhões de euros, o que a verificar-se garantirá o cumprimento de 76% das necessidades de financiamento do Estado em 2015 (considerando a disponibilidade do Estado em depósitos). As yields dos leilões deverão rondar os 2.8% no prazo mais curto e os 4% no mais longo.

□ Finalmente, refere-se que os cenários traçados estão sujeitos a um elevado nível de risco, em grande parte associado a factores políticos e geopolíticos: resultados das eleições na Grécia, eleições legislativas e locais em Portugal e Espanha, modalidade e dimensão do programa de aquisição de dívida pública por parte do BCE.

#### Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais

(%)



Fonte: Bloomberg

#### Curva de rendimentos

(pontos base)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

#### Spread UST-DEM

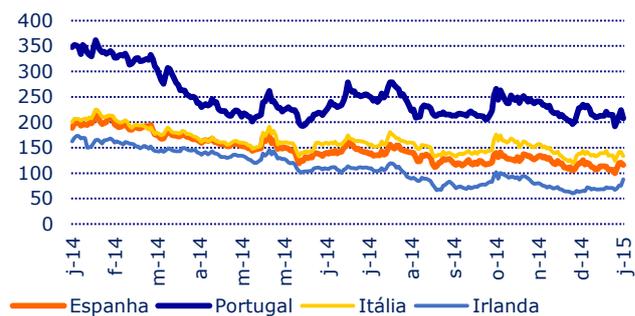
(pontos base)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

#### UEM: Spreads mercados periféricos

(Spread face ao Bund alemão)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

## MERCADOS

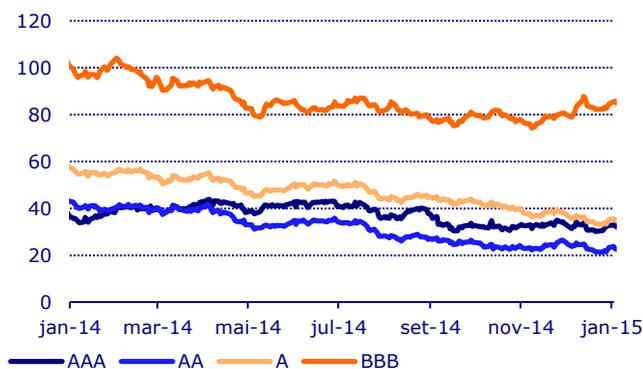
## MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

**CONDIÇÕES MANTIVERAM-SE FAVORÁVEIS EM 2014, C/ACUMULAÇÃO DE RISCOS**

- **O mercado de dívida diversa manteve-se dinâmico durante a primeira metade de 2014**, com os investidores a continuarem a apostar em grande força no mercado de dívida corporativa nos segmentos de menor risco, num contexto de liquidez ainda abundante, taxas de juro em níveis baixos e perspectivas de recuperação económica nas principais economias avançadas. Para a melhoria da confiança dos investidores também contribuiu a boa percepção das agências de *rating* quanto aos riscos de incumprimento, já que as taxas de *default* se mantiveram em níveis historicamente reduzidos ao longo de todo o ano. Desta forma, os *spreads* da dívida face ao *swap*, mantiveram-se em níveis mínimos históricos, reconhecendo-se apenas uma ligeira correcção no final do ano no mercado norte-americano.
- **O mercado das obrigações com *rating* de investimento manteve-se sólido durante todo o ano**, com a queda das *yields* a superar qualquer expectativa dos investidores. O mercado norte-americano continuou a ser o destino preferido dos investidores, dada a ampla liquidez no mercado e diversidade de investidores, mas ficou também patente uma aposta cada vez maior no mercado de dívida corporativa europeia. De facto durante 2014, várias empresas norte-americanas emitiram obrigações em euros, por razões estratégicas e financeiras (face ao aumento do diferencial das *yields* e a apreciação do dólar). No mercado europeu, salienta-se a forte presença do sector bancário nas emissões de dívida, e a queda dos *spreads* neste sector, que reflecte em parte um aumento da qualidade dos balanços e melhorias no respectivo risco de crédito, suportadas por uma quase ilimitada liquidez e por regulação financeira mais rígida.
- **Mas sem dúvida que o tópico do ano, foi a corrida às obrigações do segmento *high yield* (com menor qualidade de risco) reflectindo a procura dos investidores por maiores rentabilidades.** De facto, o total de obrigações emitido neste segmento, só durante a primeira metade do ano de 2014, chegou para ultrapassar o total das emissões do ano anterior (tanto nos EUA como na Europa). Porém, a partir de meados do ano o mercado começou a vacilar, por um lado resultado das tensões geopolíticas, fim do programa de QE da Fed e proximidade do aumento das taxas de juro, para além das declarações da presidente da Fed, de que as cotações neste mercado pareciam sobreavaliadas. Desta forma, a partir de meados do ano começou-se a registar uma considerável correcção no mercado, que ficou patente na correcção dos *spreads* tanto nos EUA como na Europa. Para além disso, mais próximo do final do ano, verificou-se uma fuga dos investidores das obrigações *high yield* no sector energético nos EUA, face aos receios quanto à sustentabilidade de algumas empresas neste sector no contexto da queda abrupta dos preços do petróleo.
- **A maior propensão ao risco por parte dos investidores, num ambiente de baixas taxas de juro e reduzida volatilidade nos mercados financeiros, tem no entanto contribuído para a acumulação de riscos.** Diversas instituições têm vindo a alertar para alguns excessos que possam estar a ocorrer em alguns segmentos de mercado pondo em causa a estabilidade financeira global. Entre os principais riscos identificados destacam-se: (i) a possibilidade de as empresas nos segmentos *high yield* terem dificuldades em se refinanciarem no caso de se verificar uma correcção das *yields*; (ii) o crescimento de intermediários financeiros não bancários (ou *shadow banking*), instituições que não beneficiam do mesmo tipo de regulação nem do mesmo tipo de protecção das instituições financeiras tradicionais; (iii) o risco da reduzida liquidez do mercado num contexto do crescimento dos fundos de investimento; (iv) algum relaxamento nos critérios de acesso ao crédito patente no mercado norte-americano, face ao aumento das emissões de *leverage loans* ou *covenant-lite loans*.

**Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)**

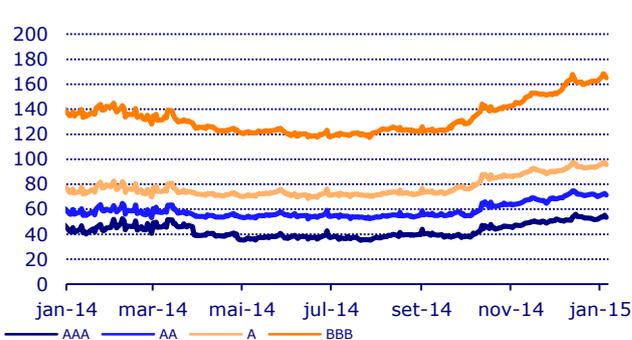
(pontos base)



Fonte: Bloomberg/Credit Suisse

**Spreads da dívida diversa face ao swap (US)**

(pontos base)



Fonte: Bloomberg

## · MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

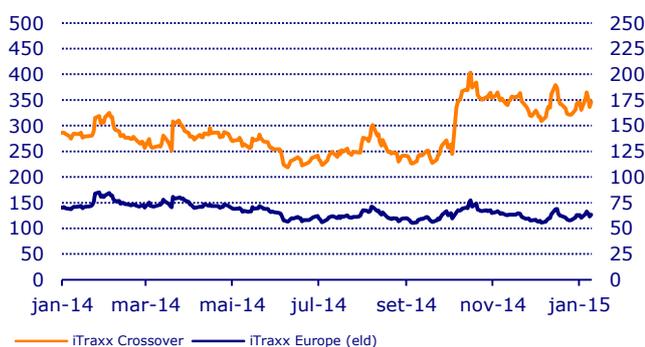
MERCADOS

**CONDIÇÕES MANTIVERAM-SE FAVORÁVEIS EM 2014, c/ACUMULAÇÃO DE RISCOS (cont.)**

□ Em geral, apesar do aumento dos riscos e do recente aumento da volatilidade, espera-se que as condições do mercado de dívida diversa se mantenham favoráveis, perante um cenário de ainda baixas taxas de juro e liquidez ainda abundante. Entretanto o novo factor a influenciar o mercado é a possibilidade de o BCE embarcar num programa de expansão monetária que englobe a compra de títulos de dívida pública, o que poderá contribuir para um estreitamento ainda mais acentuado nos *spreads*, se bem que este efeito pode ser mitigado pelo aumento das taxas de juro pela Fed. Contudo, perante a proximidade de inversão de política monetária nos EUA e uma eventual concretização de um cenário adverso, espera-se que os investidores façam uma maior diferenciação da qualidade dos activos, sentindo-se cada vez mais confortáveis nos segmentos de qualidade creditícia mais elevada.

**CDS - Índices iTraxx**

(pontos base)



Fonte: Bloomberg, Markit

**Spreads da dívida face ao swap US - High Yield**

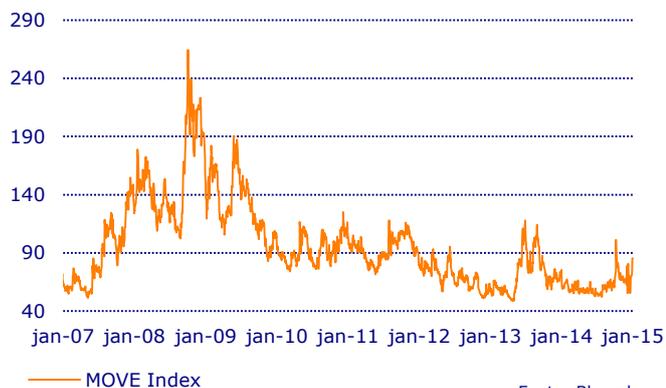
(pontos base)



Fonte: Bloomberg/Credit Suisse

**Índice de volatilidade no mercado de obrigações**

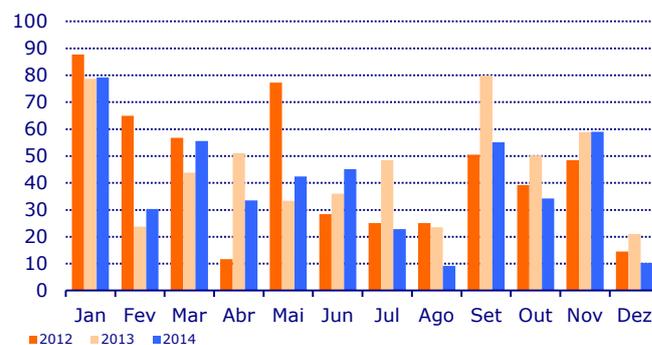
(índice)



Fonte: Bloomberg

**Emissões de obrigações em mercado primário**

(mil milhões de euros)



Fonte: BPI/Bloomberg

## AS BOLSAS EUROPEIAS VOLTARAM A DECEPCIONAR

▫ **As divergências económico-financeiras nos dois lados do Atlântico, assim como a correspondente política monetária, foram marcantes nas decisões dos investidores que voltaram a privilegiar os activos de risco norte-americano em 2014.** De facto, a evolução do mercado bolsista foi determinantemente marcada pela formação de expectativas em relação às políticas monetárias. Expectativas que foram naturalmente voláteis e que se formaram de acordo com as informações económicas que foram constantemente divulgadas, mas também resultantes do que foi dito e feito nos comités monetários dos respectivos bancos centrais. Em termos de variação anual, o NASDAQ destacou-se ao mostrar um ganho acumulado de cerca de 19%, seguindo-se o S&P 500 com 12% e o DJI com 8%, para além de terem sido alcançados novos valores máximos: NASDAQ com 4347.087 pontos (28/11/2014), ainda assim longe do máximo de sempre 4714.350 (28/03/2000); S&P 500 com 2093.55 pontos (29/12/2014), novo valor recorde; DJI com 18103.45 (26/12/2014), igualmente um máximo recorde. Se olharmos para os resultados das empresas, registaram-se igualmente melhorias ao longo dos trimestres, acumulando-se mesmo valores recorde, a que não será estranho o benefício para as empresas do acesso a financiamento a custos historicamente baixos.

▫ **Na Europa, a evolução das bolsas foi desapontante ao longo do ano. A incerteza quanto à evolução da actividade económica era alimentada por dados pouco consistentes e por expectativas dos agentes económicos pouco encorajadoras.** De facto, as expectativas iniciais de consolidação da retoma não se concretizaram, a estagnação tomou conta da actividade económica, a par de uma situação de deflação em perspectiva. Tudo isto agravou a confiança dos agentes económicos e investidores, num ciclo de causa/efeito vicioso. Neste contexto, não ajudou o facto de a Grécia voltar a ser notícia por maus motivos relacionados com o final do período de assistência financeira, a que se juntou a dificuldade política na eleição presidencial e a consequente marcação de eleições legislativas antecipadas para final de Janeiro. Deste modo, a Grécia irá continuar a ser um risco para a Zona Euro. O EUROSTOXX, índice que inclui 500 empresas europeias, acabou o ano com um ganho de 1%, enquanto o DAX alemão registou uma variação anual de 2.2%, destacando-se perante a variação negativa de 0.8% do CAC40 francês.

▫ **Embora tenha sido difícil fazer regressar a confiança ao sector da banca europeia, depois de todo o processo de resgate e de suporte financeiro fornecido aos países mais periféricos da UEM e seu sistema bancário, os testes de stress efectuados aos bancos europeus foram globalmente positivos e deram um relativo suporte ao sector.** Fico assim confirmado que foi feito algum trabalho ao longo do ano tanto a nível de cada estado-membro, como a nível das próprias instituições, de acordo com regras cada vez mais rigorosas por parte da Comissão Europeia para o sector.

▫ **Nos emergentes, a China destaca-se, com o seu índice SZSE100 a verificar um ganho anual de 35%.** Embora o crescimento do PIB em 2014 tenha sido inferior ao previsto (inferior aos 7.5% estimados pelas autoridades), existe a convicção que as alterações estruturais em curso vão tornar a economia chinesa mais forte e equilibrada. Contudo, as taxas de crescimento para os próximos anos irão ser mais modestas, inferiores a 7% e superiores a 6%. Presentemente, o banco central tem vindo a praticar uma política monetária mais expansionista, possível com a queda da inflação. O risco mais evidente prende-se com o sector imobiliário, que poderá revelar-se não sustentável. No Brasil, o índice Bovespa da Bolsa de S.Paulo acabou por ter uma perda de quase 3%. A perda de confiança no "milagre" económico brasileiro e as sucessivas subidas das taxas de juro (continua em curso o combate à inflação) foram razões para a pouca atracção dos activos de risco. Continua-se à espera de um crescimento modesto em 2015, depois da estagnação ocorrida em 2014. Recentemente realizaram-se eleições presidenciais e a recondução de Dilma Rousseff foi encarada como continuidade das actuais políticas, apesar das promessas de mudança.

### Evolução dos índices bolsistas de referência

	02/01/2014 (abertura)	31/12/2014 (fecho)	var. %
DJI	16,572.17	17,823.07	7.5
S&P 500	1,845.86	2,058.90	11.5
NASDAQ	3,575.600	4,236.279	18.5
NIKKEI 225	16,147.54	17,450.77	8.1
SZSE (China)	3,150.823	4,256.736	35.1
BOVESPA	51,522.19	50,007.41	-2.9
EUROSTOXX	3,116.34	3,146.43	1.0
DAX	9,598.250	9,805.550	2.2
CAC 40	4,307.40	4,272.75	-0.8
IBEX 35	9,923.60	10,279.50	3.6
PSI 20	6,605.71	4,798.99	-27.4

Fonte: Thomson Reuters, BPI.

▫ **Na Ibéria houve diferenças significativas na evolução dos dois índices: o IBEX35 reflectiu uma economia a dar sinais de reacção perante os estímulos, havendo muito boas perspectivas económicas futuras; o PSI20 foi fortemente penalizado pelo processo do BES (nomeadamente, os restantes bancos do índice português), para além da existência de dúvidas quanto a um ambiente económico promissor.** Assim, em 2014, o IBEX35 teve uma valorização de quase 4% e o PSI20 registou uma queda de 27%.

## · MERCADOS ACCIONISTAS

MERCADOS

**AS BOLSAS EUROPEIAS VOLTARAM A DECEPCIONAR (cont.)**

□ **Perante os ciclos económicos tanto nos EUA como na Zona Euro, acredita-se que ainda durante 2015, a Fed poderá dar indicação de subida da taxa dos fed funds, pela primeira vez em seis anos, enquanto que o BCE deverá iniciar o ano com a introdução de medidas adicionais de compra de activos, onde se deve incluir a compra de dívida soberana.** No caso da Fed, perante o risco de instabilidade e de fuga dos investidores do mercado bolsista, será necessário proceder a uma gestão cautelosa do timing das alterações na política monetária, precisamente no contexto em que algumas métricas continuam a indicar que os índices bolsistas e as ações de algumas empresas se encontram sobrevalorizados. Na Europa, e com medidas adicionais do BCE, a liquidez existente e as taxas de juro muito baixas podem dar suporte às bolsas. Será entre estas “balizas” divergentes que os índices americanos e europeus formarão as suas tendências e haverá investidores a tentar rentabilizar os seus capitais.

□ **Por sectores, acredita-se que a escolha terá de ser bastante criteriosa e exigente perante os riscos existentes nos vários blocos económicos.** Fora do radar permanecerão o sector da energia e dos materiais (para construção, etc.). O maior interesse poderá focar-se nas tecnológicas, saúde, financeiras e retalho, sectores que mostraram crescimento a vários níveis durante os últimos trimestres, nomeadamente no que respeita à rentabilidade proporcionada aos investidores. A nível das empresas espera-se que estas estejam a consolidar o bom momento de actividade e de confiança que transmitem, procedendo a adequados e necessários investimentos, utilizando os ganhos acumulados nos últimos anos/trimestres. No caso das empresas norte-americanas, será um desafio serem competitivas com o dólar forte. As multinacionais correm o risco de verem reduzidos os ganhos obtidos no estrangeiro quando repatriados os lucros.

**S&P500 - resultados do 3T 2014**

	USD milhões	% Total
Bens Cons. Duráveis	29,241.03	10.3
Consumíveis	27,418.35	9.7
Energia	30,113.90	10.6
Financeiras	58,039.42	20.4
Cuidados de Saúde	34,856.01	12.3
Indústrias	29,087.27	10.2
Tecn. de informação	49,230.31	17.3
Materiais	7,891.64	2.8
Serviços Telecom.	7,382.29	2.6
Utilities	10,774.53	3.8
Total	284,034.75	100.0

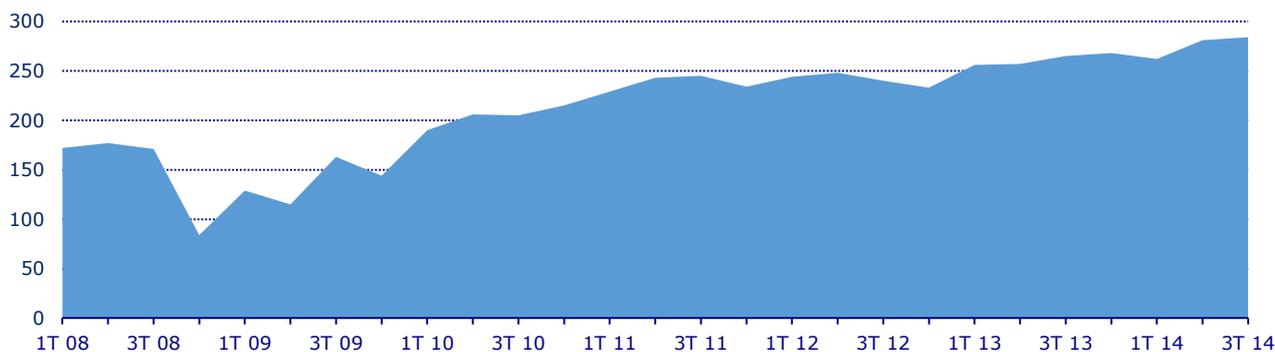
Fonte: Bloomberg.

**Perante a estabilização do índice espanhol, o índice português construiu uma tendência de queda**

(base 100= Jan 14)

**S&P500 - resultado bolsista do total de empresas do índice, por trimestre**

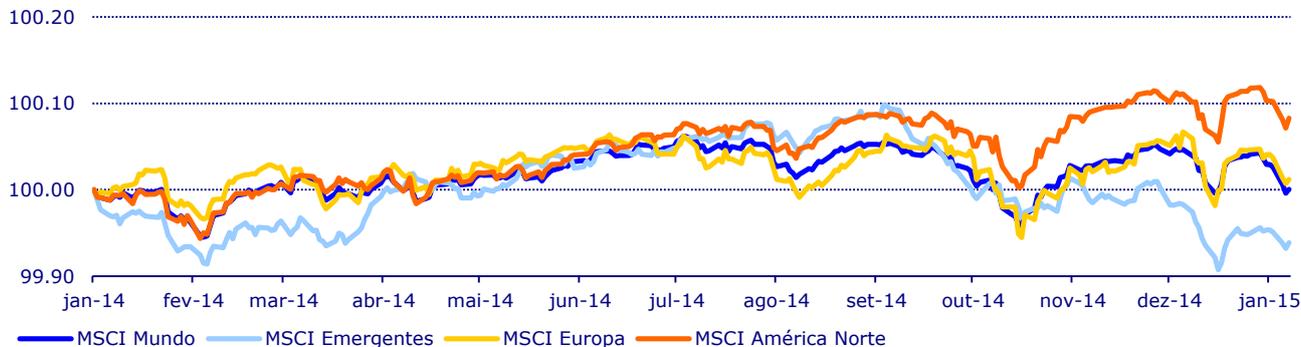
(USD mil milhões)



## AS BOLSAS EUROPEIAS VOLTARAM A DECEPCIONAR (cont.)

O movimento de alta continua a ser liderado pelos EUA, que corrige após o registo de novos máximos; Europa e Emergentes mostraram dificuldade em acompanhar a tendência

(base 100= Jan 14)



Fonte: ThomsonReuters

## · MERCADO DE COMMODITIES

## MERCADOS

**MERC. ENERGÉTICOS LIDERAM A QUEDA DE PREÇOS NAS COMMODITIES EM 2014**

□ **Após a primeira metade 2014, período onde os preços das principais commodities mantiveram-se relativamente estáveis, o ano foi claramente marcado pela expressiva queda de preços registadas desde o final de Junho,**

tendência que levou os preços a mínimos de quatro a cinco anos. De facto, nos últimos 6 meses, o índice agregado da Bloomberg para o preço das principais commodities registou uma queda de 17% para 210 pontos, a leitura mais baixa desde Março de 2009. Para além de vários factores causadores que afectaram a variação de preços num grupo selecto produtos (na sua maioria externalidades como conflitos armados e acontecimentos climáticos), as causas da presente tendência centram-se principalmente num cenário onde a oferta abundante e expansiva (principalmente em casos como o petróleo e ferro) contrasta com a revisão em baixa das perspectivas de aumento da procura face ao abrandamento da economia chinesa e ao período de estagnação na Zona Euro. Para 2015, excluindo os efeitos de quaisquer externalidades e face à falta de indicadores que apontem para reduções no lado da oferta (principalmente no caso do petróleo), a tendência nos mercados de commodities deverá manter uma elevada correlação com o crescimento das principais economias mundiais e, consequentemente, a evolução dos seus níveis de procura. Nesta matéria o FMI mostrou-se pouco confiante na última actualização das suas previsões de crescimento, tendo reduzido a sua previsão de crescimento da economia mundial em 2015 para 3.8%, 0.2p.p. abaixo da actualização de Julho, isto enquanto a recuperação da Zona Euro deverá manter-se comedida (1.5%) e a economia chinesa deverá continuar a abrandar, aumentando o atraso para com a meta de crescimento adoptada pelo Governo chinês (7.5% y/y, em comparação com os 7.1% esperados para 2015). Face a este cenário de procura desfasada do crescimento da oferta e na falta de indicadores que apontem para uma mudança em 2015, é improvável que se observe uma recuperação de preços para níveis mais próximos daqueles registados no período homólogo.

**O índice agregado de preços de commodities caiu para o valor mais baixo dos últimos 5 anos**

(USD)



Fonte: Bloomberg, BPI

□ **Petróleo** - Segundo a tabela de variação das principais commodities, destaca-se claramente a queda dos preços do petróleo como uma das mais expressivas variações, tendo-se registado no ano transacto uma queda para cerca de metade do valor cotado no início do ano, tanto no caso do Brent como no WTI. Como referido anteriormente, a presente tendência que levou o preço do Brent ao nível mais baixo desde Maio de 2009 deve-se principalmente ao elevado ritmo de expansão da produção petrolífera norte-americana, impulsionada pela indústria de *shale oil*, sendo que os níveis de produção actuais (280M barris em Outubro, de acordo com a EIA) são os mais elevados desde 1973. A este movimento junta-se também os níveis de produção da OPEP, que continua a resistir à possibilidade de reduzir a sua meta de produção (30M bdp) de forma a balançar os níveis de oferta, isto apesar de se estimar que os níveis actuais de preços serão inferiores aos necessários para financiar os Orçamentos de Estado de quase todos os membros em 2015. Do lado da procura, o ano de 2014 foi marcado por aumentos abaixo das previsões, tendo a procura mundial registado um aumento de apenas 0.7% y/y em 2014 (+0.7M bpd), o que fica abaixo de 1.4% y/y registado em 2013, redução esta que se deve a uma menor procura por parte do continente europeu, compensada com ligeiros aumentos nos outros continentes. De facto, a procura na Europa ficou abaixo do período homólogo durante o segundo e terceiro trimestre de 2014, esperando-se que tenha recuperado para níveis semelhantes aos de 2013 nos últimos três meses do ano. Igual tendência tem sido registada no Japão, **onde os níveis de procura mensal em 2014 encontram-se em mínimos históricos**, tal como na China, onde se registaram vários meses onde a procura ficou abaixo do período homólogo, algo incomum para a segunda maior economia mundial. **Segundo uma simulação do FMI, uma queda dos preços do petróleo causada em 60% por excesso de oferta, ceteris paribus, causará um aumento do PIB mundial em +0.3% no ano corrente e +0.4% no próximo ano, assumindo uma gradual recuperação dos preços e redução da oferta.** Note-se, porém, que apesar do carácter *ceteris paribus* deste modelo, não se considera vários aspectos importantes: o efeito da redução ou eliminação de subsídios petrolíferos em vários países; o efeito mais reduzido da queda dos preços face à desvalorização do euro e do yen; e o efeito que um período alargado de preços petrolíferos baixos terá nas economias de países exportadores como a Venezuela e a Rússia. É certo que o presente cenário beneficia mais os países importadores, particularmente os mais dependentes de importações (Zona Euro, Japão) ou com uma utilização energética mais intensiva (China, Índia), que beneficiam de aumentos no seu rendimento real, menores custos de produção e, no caso das economias emergentes, reduções nos níveis de inflação. Para os países exportadores de petróleo, o cenário é mais negativo, esperando-se quedas nos rendimentos reais, cuja intensidade dependerá do nível de dependência das exportações petrolíferas em termos de receita e peso no PIB. Face à presente situação, onde os actuais preços do petróleo deverão estar abaixo dos *break-even points* orçamentais para quase todos os membros da OPEP, esta situação deverá levar em vários casos a aumentos do défice fiscal, endividamento externo e à criação de pressões cambiais, o que poderá ter efeitos nas taxas de inflação destes países. **Para 2015**, a IEA prevê um aumento da procura em 0.9M bdp, ou +1% y/y, para 93.3M bdp (previsão que, note-se, tem sido consistentemente revista em baixa nos últimos meses), prevendo-se que a procura continue a diminuir no continente europeu e na antiga URSS enquanto a procura no continente asiático deverá permanecer inalterada face ao período homólogo. Estes resultados deverão ser compensados por aumentos da procura nas Américas e no continente Africano.

**MERC. ENERGÉTICOS LIDERAM A QUEDA DE PREÇOS NAS COMMODITIES EM 2014 (cont.)**

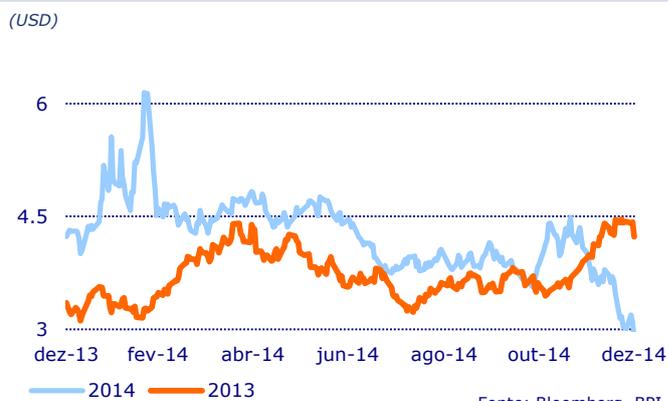
Face às fracas previsões de crescimento da procura, é provável que em 2015 a oferta seja a principal influência na variação de preços. Com os preços actuais a testarem os *break-even points* estimados da produção de *shale oil* norte-americano, já se observam reduções em termos de formação de capital por parte da indústria, o que pode significar um abrandamento do ritmo de produção durante 2015 e uma recuperação dos preços para níveis mais sustentáveis. Por outro lado, face à resiliência dos produtores norte-americanos durante a segunda metade do ano (que superou as expectativas), ao facto da produção dos EUA apenas produzir metade do petróleo que consome, e face à possibilidade da OPEP continuar a proteger a sua quota de mercado, é também possível que os preços, pelo menos, se mantenham em torno dos níveis actuais por mais algum tempo. Um factor a ter em consideração durante o ano corrente será a evolução da situação legal afecta às exportações de crude por parte dos produtores norte-americanos, historicamente banida desde dos anos 70, que em 2014 viu a introdução das primeiras excepções, o que permitiu que as exportações de crude norte-americano atingissem os 400k bdp pela primeira vez em 40 anos. A continuação deste processo de liberalização poderá afectar consideravelmente o mercado no futuro, sobretudo caso os EUA venham a alcançar a auto-suficiência.

**Variação dos preços das principais commodities**

USD	1-jan-14	31-dez-14	Variação %
Crude (WTI)	95.44	53.27	-44%
Crude (Brent)	107.78	57.33	-47%
Gás Natural	4.32	2.89	-33%
Ouro	1225.20	1184.10	-3%
Prata	20.10	15.57	-23%
Cobre	318.35	282.55	-11%
Ferro	915.00	531.00	-42%
Platina	1401.90	1208.90	-14%
Algodão	84.04	60.27	-28%
Trigo	605.75	581.25	-4%
Soja	1287.00	1019.25	-21%
Milho	423.50	395.75	-7%
Café	111.40	166.60	50%
Carne Suína	87.08	81.20	-7%
Ind. Agreg. Bloomberg.	252.48	210.12	-17%

Fonte: Bloomberg, cál. do autor.

□ **Gás Natural** - Se nos preços do petróleo o efeito dos eventos geopolíticos (notavelmente as guerras na Líbia, Síria e Iraque) não causou impactos notáveis na evolução dos preços face ao peso superior das forças de procura e oferta, o preço do gás natural foi amplamente afectado pelos protestos e pela guerra civil na Ucrânia, tal como a subsequente tensão entre este país e a Rússia, o mais importante fornecedor de gás natural para grande parte do continente europeu. De facto, em Fevereiro, durante o auge da revolução ucraniana, o preço do gás natural quebrou a barreira dos USD 6 tcf pela primeira vez desde 2009, tendo-se atingido um máximo de 2008 no dia da remoção do ex-presidente Viktor Yanukovich (notavelmente, o valor máximo anterior foi também registado num período de tensão entre a Ucrânia e a Rússia, neste caso a disputa quanto ao fornecimento de gás entre 2008 e 2009). Após o período de conflito no leste ucraniano, altura em que o preço do gás natural se manteve elevado em termos homólogos (e considerando a sazonalidade da procura de gás natural), o acordo de cessar-fogo entre a Ucrânia e os rebeldes pró-russos permitiu que as forças da oferta e da procura voltassem a ser a principal consideração na evolução dos preços a partir do terceiro trimestre, observan-

**O barril de petróleo perdeu quase metade do seu valor com a queda iniciada em Junho****Depois da subida dos preços do gás natural no 1ºT, este termina o ano abaixo do valor homólogo**

## · MERCADO DE COMMODITIES

## MERCADOS

**MERC. ENERGÉTICOS LIDERAM A QUEDA DE PREÇOS NAS COMMODITIES EM 2014 (cont.)**

do-se um movimento de normalização para níveis mais familiares. Após o período de estabilidade que geralmente precede o início da época fria e o aumento da procura de gás para aquecimento, durante o último trimestre e, particularmente durante o mês de Dezembro, o preço deste *commodity* tem evoluído num sentido contrário à sua tendência sazonal, registando-se uma descida de preços ao contrário da típica subida, tendo o gás natural terminado o ano num mínimo de 2011, quando considerando apenas os últimos três meses do ano. Para esta evolução de preços tem contribuído principalmente o facto de que o corrente Inverno tem registado as temperaturas mais elevadas de que há registo, o que tem fomentado níveis inferiores de procura. Mais, a rápida expansão da produção de *shale gas* por parte dos EUA tem também aqui criado um aumento considerável do lado da oferta, enquanto a queda dos preços do carvão tem levado vários países, notavelmente entre o grupo dos emergentes, a utiliza-lo em detrimento de gás natural. Para 2015 e mais uma vez excluindo a possibilidade de distúrbios geopolíticos relacionados com a Rússia, a evolução das temperaturas durante os restantes meses de Inverno ditará se o gás natural recuperará para níveis mais típicos para esta época do ano. Entretanto, será importante seguir os desenvolvimentos na criação de infra-estrutura destinada à exportação de gás natural na costa-leste dos EUA, investimento que precederá a introdução deste país como competidor no fornecimento de gás natural à Europa, tal como a evolução da economia Japonesa, actualmente o maior importador desta *commodity* e cujo forte ritmo de expansão dos níveis de utilização se revela essencial para balançar os níveis de procura e oferta no mercado.

▫ **Ouro** - 2014 foi também um ano com tendência para a descida de preços no mercado de ouro, com os preços praticados a caírem várias vezes abaixo da linha psicológica dos USD 1200 troy, algo que não sucedia desde Agosto de 2010. Esta tendência está em linha com a tendência de queda da inflação pois o ouro tipicamente funciona como reserva de valor em cenários de aumento de inflação ou surtos inflacionistas. No ano corrente e principalmente no curto prazo, continuam a existir várias forças decrescentes, nomeadamente a apreciação do dólar, a queda geral do preço das *commodities* e a pressão descendente que estas têm nos níveis de inflação, pelo que será possível a tendência do preço do ouro permaneça relativamente decrescente durante algum tempo. Porém, note-se que a procura de ouro como refúgio poderá beneficiar de qualquer instabilidade nos mercados financeiros. Nomeadamente, a proximidade do momento de inversão da política monetária nos EUA, a aplicação de medidas de combate à baixa inflação pelo BCE e a pressão que existe sobre o Banco Central da China para estimular o crescimento deverão fomentar a procura durante o ano, pelo que é possível que o ouro assuma uma tendência ascendente. Outros factores a ter em conta serão a possibilidade de instabilidade política, nomeadamente as eleições legislativas na Grécia e a possibilidade de um desfecho que crie uma nova crise na Zona Euro, tal como a variação da procura para consumo, que em 2014 registou fortes quedas, face à menor procura pela Índia e China, os dois maiores importadores.

▫ **Outros metais** - A procura chinesa abaixo das expectativas é também um factor explicador para a considerável queda de preços registada nos metais industriais, nomeadamente o ferro e cobre. A queda é superior no caso do ferro onde à quebra na procura por parte das indústrias chinesas (evidenciada pelo fraco crescimento e ocasional decréscimo apontado pelas leituras do indicador PMI para as manufacturas) junta-se a forte expansão da produção registada por parte de empresas a operar nas minas australianas. Para a recuperação destas *commodities* em 2015, será essencial uma recuperação da actividade industrial chinesa, algo que não é apontado pelas principais previsões de crescimento, ainda que a tomada de medidas por parte do Banco Central Chinês para facilitar as condições de crédito possa fomentar o investimento e alguma recuperação nas áreas de *commodities* industriais.

**Reforço dos cenários de baixa inflação contibui para a queda do preço do ouro**

(USD)



Fonte: Bloomberg, BPI

**O preço do ferro registou uma das maiores quedas em 2014, face à fraca procura e expansão da oferta**

(USD)



Fonte: Bloomberg, BPI

▫ **Produtos agrícolas** - Finalmente, a evolução dos produtos alimentares em 2014 foi também principalmente dominada por uma tendência decrescente, com o FMI a apontar para uma redução dos preços alimentares a nível global de 9% entre Março e Novembro. Esta tendência foi dominada por vegetais comestíveis como o trigo, o milho e a soja, que registaram preços mínimos de 2010 face às perspectivas de colheitas historicamente elevadas em 2015. O último trimestre registou porém uma forte recuperação de preços face à deterioração das mesmas previsões, graças às condições climáticas irregulares. Este movimento foi particularmente notável no preço do trigo, onde após atingir o valor mais baixo desde Abril de 2010, deu-se

**MERC. ENERGÉTICOS LIDERAM A QUEDA DE PREÇOS NAS COMMODITIES EM 2014 (cont.)**

uma forte recuperação, apoiada por previsões de más colheitas na Rússia e Austrália, sendo que esta *commodity* termina o ano com uma cotação superior à do período homólogo. O maior aumento de preços em 2014, de entre as 22 *commodities* abrangidas pelo índice agregado da Bloomberg, vai para o café, subida esta que fica principalmente a dever-se à quebra de produção no Brasil, devido à ocorrência das maiores cheias em várias décadas.

**A evolução dos preços de algumas *commodities* agrícolas em 2014**

(USD)



▫ **Conclusões** - O ano de 2015 dificilmente será um ano de fortes valorizações no mercado de *commodities*. Por um lado, a liquidez abundante, a falta de aplicações alternativas com rendibilidades potenciais atractivas e a possibilidade de alguma turbulência relacionada com factores políticos ou financeiros (Fed), sugere que os preços se manterão suportados ou poderão mesmo valorizar-se. Em contrapartida, a perspectiva de que a procura mundial se mantenha frágil e, em particular, o menor dinamismo da China, bem como a perspectiva de manutenção da inflação em valores muito baixos, em torno de zero, deverão continuar a comeder a *performance* deste segmento de mercado.

## Economias Desenvolvidas

	Taxa de Inflação			Saldo orçamental/ PIB			Dívida pública/PIB			Necessidades Financ./PIB			Desemprego			Crescimento PIB		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
E.U.A.	1.7	1.5	2.3	-4.3	-3.7	-3.2	95.2	94.8	73.3	-2.4	-2.4	-2.6	6.3	5.6	5.0	2.3	3.1	2.8
Japão	2.7	1.7	1.3	-7.6	-6.4	-5.6	227.7	229.6	213.0	0.4	1.0	1.1	3.7	3.6	3.3	0.6	0.9	1.3
UE	0.7	1.1	1.6	-3.0	-2.7	-2.3	88.1	88.3	87.6	1.4	1.5	1.5	10.3	10.0	9.5	1.3	1.5	1.8
UEM	0.5	0.8	1.3	-2.6	-2.3	-2.1	95.4	95.6	94.7	2.4	2.4	2.3	11.6	11.3	11.0	0.8	1.1	1.5
Alemanha	0.9	1.2	1.7	0.1	0.0	0.0	75.7	73.2	70.7	7.2	6.9	6.7	5.6	5.6	5.9	1.4	1.2	1.7
França	0.6	0.8	1.2	-4.3	-4.2	-4.1	95.9	98.3	99.5	-1.4	-1.2	-1.5	10.1	10.2	10.2	0.4	0.8	1.4
Itália	0.2	0.5	1.0	-3.0	-2.7	-2.4	133.3	134.7	133.8	1.5	1.6	1.8	12.6	12.5	12.4	-0.4	0.4	0.9
Espanha	0.0	0.5	1.1	-5.6	-4.7	-3.3	98.5	101.6	77.0	0.4	0.8	0.7	24.9	23.7	22.6	1.2	1.7	1.8
Holanda	0.5	0.8	1.3	-2.6	-2.1	-2.0	72.6	72.6	71.0	9.8	9.7	9.7	7.6	7.3	6.9	0.8	1.3	1.5
Bélgica	0.6	0.9	1.4	-2.7	-2.4	-2.3	105.3	105.5	105.2	-0.3	-0.1	-0.2	8.5	8.4	8.2	1.0	1.2	1.4
Áustria	1.5	1.6	1.8	-2.8	-1.7	-1.0	84.6	83.8	82.7	2.5	2.8	2.8	5.0	5.0	4.9	0.8	1.3	1.6
Finlândia	1.2	1.3	1.5	-2.6	-2.1	-2.0	59.7	61.6	62.6	-1.4	-1.1	-1.0	8.5	8.4	8.2	-0.1	0.8	1.3
Grécia	-1.2	-0.6	0.9	-2.1	-1.0	0.3	176.5	174.5	163.3	0.3	0.4	0.5	26.6	25.4	23.4	0.5	2.3	2.8
Irlanda	0.4	0.8	1.6	-4.0	-2.8	-2.4	113.7	111.5	105.8	4.9	5.1	5.5	11.3	10.1	8.8	4.2	3.3	3.8
Reino Unido	1.5	1.5	2.0	-5.1	-4.0	-1.7	91.4	92.7	93.6	-4.6	-4.2	-4.0	6.3	5.7	5.5	3.0	2.7	2.4
Suécia	0.1	0.9	1.6	-1.9	-1.3	-0.9	41.5	41.3	24.8	5.8	5.6	5.1	7.9	7.6	7.4	2.2	2.6	2.8
Dinamarca	0.7	1.2	1.6	-1.2	-2.6	-2.0	45.0	46.9	45.6	6.4	6.3	6.1	6.8	6.6	6.4	1.0	1.6	1.9
Luxemburgo	1.0	2.1	1.7	-0.1	-0.6	-0.4	23.7	25.0	26.9	5.8	5.2	5.3	6.8	6.8	6.3	2.9	2.4	3.2
Suíça	0.1	0.2	0.7	0.3	0.5	0.5	40.5	39.8	32.6	12.3	12.1	11.1	3.5	2.6	3.4	1.6	1.7	1.9
<b>Portugal</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>1.0</b>	<b>-4.6</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.7</b>	<b>129.3</b>	<b>127.7</b>	<b>124.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>14.2</b>	<b>13.2</b>	<b>12.9</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>

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		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Brasil	6.3	6.3	6.4	2.5	0.2	0.9	5.4	5.0	5.6	66.2	65.8	65.6	-3.0	-4.6	-4.4	-3.6	-3.8	-3.6	29.0	32.7	34.1
México	4.0	4.0	3.6	1.1	2.2	3.4	4.9	4.8	4.6	46.4	48.0	49.0	-2.3	-3.6	-3.5	-0.6	-1.9	-2.2	31.3	32.7	32.6
Argentina	10.6	25.4	25.5	2.9	-1.5	-1.0	6.9	8.0	9.0	41.0	48.9	54.2	-0.2	-3.0	-3.7	-1.0	-1.0	-1.0	26.6	28.4	24.1
Chile	4.4	4.4	3.3	4.1	1.8	2.8	6.0	6.5	7.0	12.8	13.9	14.6	-0.9	-2.0	-2.1	-3.5	-1.9	-1.9	44.5	47.8	50.0
R. Checa	0.4	0.4	1.5	-0.8	2.4	2.4	7.0	7.7	7.4	46.0	44.4	44.4	-1.5	-1.7	-2.1	-1.4	-0.3	-0.5	56.1	55.4	53.5
Polónia	0.9	0.0	0.8	1.6	3.3	3.3	10.4	12.4	11.3	57.1	49.4	49.0	-4.3	-3.3	-2.9	-1.3	-1.4	-1.9	76.0	70.6	67.9
Hungria	1.7	0.0	1.9	1.4	3.2	2.4	8.7	7.9	7.8	79.3	79.1	79.2	-2.2	-2.9	-2.8	3.0	3.3	2.8	118.0	114.3	n.a.
Russia	7.8	7.7	9.1	1.3	0.5	-1.8	5.5	5.2	6.3	13.9	15.7	16.5	-0.9	0.0	-1.2	2.9	3.0	2.6	34.7	36.7	36.1
China	2.0	2.0	2.0	7.7	7.4	7.0	4.1	4.1	4.2	39.4	40.7	41.8	-1.9	-2.1	-2.4	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&amp;UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
<b>EUA</b>	2.4%	2.5%	2.8%	1.7%	1.5%	2.0%
<b>Zona Euro</b>	0.8%	1.0%	1.7%	0.4%	0.7%	1.8%

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

## Previsões Económicas BPI - Portugal

	2014	2015	2016
Consumo privado	2.0	1.2	1.0
Consumo público	-0.6	-0.1	0.3
Investimento	5.0	2.6	3.0
Exportações	2.5	3.0	4.0
Importações	5.2	2.2	2.8
<b>PIB</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>
<b>Défice Orçamental (PDE)</b>	<b>4.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>
<b>Déf. orçam. s/ medidas extraordinárias</b>	<b>6.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>
<b>Taxa de inflação média</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>1.5</b>
<b>Taxa média de desemprego</b>	<b>14.2</b>	<b>14.0</b>	<b>13.8</b>

**PREVISÕES****Taxas de Câmbio**

13.Jan.15

	<b>Taxa actual</b>	<b>...a 1 mês</b>	<b>...a 3 meses</b>	<b>...a 6 meses</b>	<b>...a 1 ano</b>
EUR/USD	1.23	1.24	1.22	1.20	1.19
EUR/USD (Prev. BPI)		1.18	1.15	1.17	1.20
USD/JPY	121.41	115.00	118.50	120.00	124.00
USD/JPY (Prev. BPI)		122.00	125.00	124.00	118.00
EUR/JPY	149.29	143.00	144.00	144.00	146.00
EUR/JPY (Prev. BPI)		143.96	143.75	145.08	141.60
EUR/GBP	0.79	0.78	0.78	0.78	0.76
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**

13.Jan.15

	<b>Taxas de Juro</b>					<b>Spreads equivalentes face às taxas americanas</b>				
	<b>Taxa actual</b>	<b>...a 1 mês</b>	<b>...a 3 meses</b>	<b>...a 6 meses</b>	<b>...a 1 ano</b>	<b>Spread actual</b>	<b>...a 1 mês</b>	<b>...a 3 meses</b>	<b>...a 6 meses</b>	<b>...a 1 ano</b>
<b>Taxas de juro 3 M</b>										
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
<b>Taxas de juro 10 A</b>										
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-Dez-13	Nível actual 13-Jan-15	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
<b>Bancos Centrais G-7</b>						
Reserva Federal dos EUA 1*	<i>Fed Funds Rate</i>	0%-0.25%	0%-0.25%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	28-jan-15	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.25%	0.05%	4-Set-14 (-10 pb)	22-jan-15	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>O/N Call Rate</i>	0.10%	0.05%	5-Out-10 (-5 pb)	20-jan-15	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	1.00%	1.00%	8-Set-10 (+25 pb)	21-jan-15	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.50%	5-Mar-09 (-50 pb)	04-fev-15	Sem alteração
<b>Outros Bancos Centrais</b>						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	0%-0.25%	-0.25%	11-Dez-2014 (-25 p.b)	19-mar-15	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	0.75%	0.00%	29-Out-14 (-25 bp)	11-fev-15	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	1.50%	1.25%	11-Dez-14 (-25 pb)	19-mar-15	-
Banco Nacional da Dinamarca	<i>Lending Rate</i>	0.20%	0.20%	2-Mai-13 (-10 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	<i>Cash Rate</i>	2.50%	2.50%	6-Ago-13 (-25 pb)	03-fev-15	-
<b>América Latina</b>						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	10.00%	11.75%	3-Dez-14 (+50 bp)	15-jan-15	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.50%	3.00%	06-Mai-14 (-50 pb)	21-jan-15	-
<b>Europa de Leste</b>						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	2.50%	2.00%	08-Out-14 (-50 pb)	14-jan-15	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	3.00%	2.10%	21-Jul-14 (-30pb)	13-jan-15	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	15-jan-15	-

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

13.Jan.15

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
<b>Taxas de câmbio</b>					
USD/BRL	2.40	2.50	2.58	2.65	2.68
USD/MXN	13.25	13.50	13.55	13.52	13.30
USD/ARS	7.90	9.25	9.25	10.00	12.00
EUR/CZK	27.51	27.60	27.55	27.50	27.25
EUR/PLN	4.19	4.20	4.20	4.15	4.10
EUR/HUF	307.89	310.00	309.00	309.00	309.00
USD/RUB	34.67	43.55	47.63	47.46	45.38
USD/CNY	6.06	6.12	6.12	6.10	6.03

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

13.Jan.15

	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
<b>Taxas de juro de curto-prazo</b>										
BRL	10.50%	11.50%	11.98%	12.13%	12.00%	1026	1125	1168	1168	1095
MXN	3.50%	3.00%	2.99%	3.04%	3.72%	326	275	269	259	267
ARS	12.75%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1251	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.37%	0.34%	0.35%	0.35%	0.37%	13	9	5	-10	-68
PLN	2.61%	2.03%	1.95%	1.97%	2.05%	237	178	165	152	100
HUF	2.85%	2.09%	2.09%	2.09%	2.47%	261	184	179	164	142
RUB	6.50%	4.93%	5.50%	5.25%	0.00%	626	468	520	480	-105
CNY	6.00%	5.60%	5.44%	5.27%	5.25%	576	535	514	482	420
<b>Taxas de juro 10 A</b>										
BRL	4.21%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	239	-	-	-	-
MXN	3.59%	6.26%	6.33%	6.41%	6.64%	181	-	-	-	-
ARS	14.52%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1203	-	-	-	-
CZK	2.12%	0.92%	1.07%	1.15%	1.31%	47	-	-	-	-
PLN	4.12%	2.60%	2.68%	2.75%	3.13%	247	-	-	-	-
HUF	6.22%	3.98%	3.84%	3.90%	4.06%	457	-	-	-	-
RUB	7.99%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	204	-	-	-	-
CNY	4.07%	3.75%	3.80%	3.82%	3.79%	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, PLZ, HUF e CNY resultam da comparação directa entre a yield do benchmark dos Bunds a 10 anos e a yield aqui apresentada. Os spreads de dívida de longo prazo de BRL, ARS, MXN e RUB são os calculados pela JP Morgan nos índices EMBI.

## **BASES DE DADOS**

### **INDICADORES ESTRUTURAIS**

Endividamento do Sector Privado

### **Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em 2015**

### **CONJUNTURA ECONÓMICA**

Indicadores de Conjuntura Macroeconómica em Portugal

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

### **MERCADOS CAMBIAIS**

Cotações no mercado *Spot*

Taxas Oficiais de Conversão para o EURO

MTC-2

### **MERCADOS MONETÁRIOS**

Taxas de Juro Internacionais

### **MERCADOS DE OBRIGAÇÕES**

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

Evolução dos Indexantes

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

### **MERCADOS DE ACÇÕES**

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções I

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções II

### **COMMODITIES**

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*



**Endividamento do Sector Privado**

	2000	2008	2013	Varição desde 2008
<b>Valores consolidados</b>				
Luxemburgo		391.4	356.2	-35.2
Chipre	306.3	285.2	344.8	59.6
Irlanda	:	237.4	266.3	28.9
Holanda	206.2	217.3	229.7	12.4
Dinamarca	158.1	222.8	223.2	0.4
<b>Portugal</b>	<b>137.1</b>	<b>196.2</b>	<b>202.8</b>	<b>6.6</b>
Suécia	142.1	200.1	200.1	0.0
Lituânia	:	264.9	194.7	-70.2
Espanha	102.9	196.6	172.2	-24.4
Bélgica	114.5	157.9	163.0	5.1
Finlândia	91.9	131.3	146.6	15.3
França	99.0	122.2	137.3	15.1
Malta	:	158.6	136.5	-22.1
Grécia	53.1	113.5	135.6	22.1
Bulgária	26.4	134.2	134.8	0.6
Áustria	121.7	130.3	125.5	-4.8
Estónia	:	136.7	119.4	-17.3
Itália	75.8	113.7	118.8	5.1
Croácia	:	109.4	117.6	8.2
Alemanha	123.0	109.3	103.5	-5.8
Eslovenia	:	105.6	101.9	-3.7
Hungria	56.2	106.0	95.5	-10.5
Letónia	:	104.3	90.9	-13.4
Polónia	:	67.7	74.9	7.2
Eslováquia	47.2	65.8	74.8	9.0
República Checa	57.0	63.7	73.7	10.0
Roménia	26.6	65.5	66.6	1.1
<b>Valores não consolidados</b>				
Estados Unidos	180.8	212.3	196.5	-15.8
Reino Unido	160.7	210.9	189.0	-21.9

Fonte: Eurostat, OCDE.

Nota: Valores com base na informação do Eurostat, excepto valores não consolidados, com base na OCDE. A dívida do sector privado corresponde ao stock de passivos responsabilidade dos sectores das Empresas não financeiras (S.11) e Famílias e Organizações sem fins lucrativos ao serviços das famílias (S.14\_S.15). São considerados os seguintes instrumentos: Dívida, Títulos de Dívida e Empréstimos (F3 e F4). A informação é apresentada numa base consolidada (com as excepções assinaladas) e em percentagem do PIB.

Um dos indicadores do MIP scoreboard (Macroeconomic Imbalances Procedure, conjunto de indicadores que pretende detectar desequilíbrios macroeconómicos no âmbito dos mecanismos da EU) é o stock de dívida do sector privado em percentagem do PIB, adoptando-se como nível de referência o patamar de 133%, assinalado.

**Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em 2015\*****Janeiro**

Reino Unido	7/8	Reunião do Banco de Inglaterra
Japão	20/21	Reunião de Política Monetária do Banco do Japão
Zona Euro	22	Reunião de Política Monetária do BCE
Grécia	25	Eleições Parlamentares
EUA	27-28	Decisão de política monetária do FOMC

**Fevereiro**

Reino Unido	4/5	Reunião do Banco de Inglaterra
Zona Euro	12	Cimeira de líderes da União Europeia
Zona Euro	16	Reunião ds Ministros das Finanças da zona euro
Zona Euro	17	Reunião ds Ministros das Finanças da União Europeia
Japão	18	Reunião de Política Monetária
CE	25	Publicação das previsões de Inverno

**Março**

Zona Euro	5	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	17-18	Decisão de política monetária do FOMC

**Abril**

Zona Euro	15	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	28-29	Decisão de política monetária do FOMC

**Mai**

Reino Unido	7	Eleições Parlamentares
-------------	---	------------------------

**Junho**

Zona Euro	3	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	17-18	Decisão de política monetária do FOMC

**Julho**

Zona Euro	16	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	28-29	Decisão de política monetária do FOMC

**Setembro**

Zona Euro	3	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	16-17	Decisão de política monetária do FOMC

**Outubro**

Portugal	Até 11	Eleições Parlamentares
Zona Euro	22	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	27-28	Decisão de política monetária do FOMC

**Dezembro**

Zona Euro	3	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	15-16	Decisão de política monetária do FOMC
Espanha	Até 20	Eleições Parlamentares
Japão	18/19	Reunião de Política Monetária do Banco do Japão

Notas: (\*) - Este calendário não pretende conter uma enumeração exaustiva de todos os acontecimentos futuros na Europa, Japão e América do Norte, mas sim listar alguns dos eventos que possam ter um impacto significativo nos mercados financeiros.

## Indicadores de Conjuntura Económica em Portugal

	2014												2015			
	2011	2012	2013	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov.	Dex.	Jan.
<b>Contas Nacionais (Base 2006)</b>																
PIB	-1.8%	-3.3%	-1.4%	-	-	1.0%	-	-	0.9%	-	-	1.1%	-	-	-	-
Consumo privado	-3.7%	-5.2%	-1.4%	-	-	2.2%	-	-	1.8%	-	-	2.7%	-	-	-	-
<b>Consumo público</b>	-3.8%	-4.3%	-1.9%	-	-	-0.3%	-	-	-0.3%	-	-	-0.1%	-	-	-	-
Investimento	-14.0%	-14.2%	-6.5%	-	-	11.7%	-	-	3.7%	-	-	1.5%	-	-	-	-
Exportações	7.0%	3.1%	6.4%	-	-	3.1%	-	-	2.0%	-	-	2.9%	-	-	-	-
Importações	-5.8%	-6.6%	3.6%	-	-	8.7%	-	-	4.0%	-	-	5.0%	-	-	-	-
<b>Preços e salários</b>																
Taxa de inflação média (%)	3.7	2.8	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-	-0.2	-	-0.3
Taxa de inflação homóloga (%)	3.6	1.9	0.2	0.1	-0.1	-0.4	-0.1	-0.4	-0.4	-0.9	-0.4	-0.4	-	0.0	-	-0.4
Taxa de inflação harmonizada (%)	3.5	2.1	0.2	0.1	-0.1	-0.4	-0.1	-0.3	-0.2	-0.7	-0.1	0.0	-	0.1	-	-
<b>Inflação de bens (taxa harmonizada)</b>	4.3	1.2	0.0	-0.5	-0.8	-0.8	-1.0	-1.2	-1.1	-2.1	-1.6	-1.2	-	-0.7	-	-
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	2.3	3.4	0.4	0.8	0.9	0.2	1.1	1.0	0.9	1.2	2.0	1.5	-	1.1	-	-
Variação de salários sector privado (tvh; %) <sup>(1),(2)</sup>	1.7	-0.1	2.4	-	-	-	-0.2	-0.1	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	-	-	-
<b>Nível de actividade</b>																
<b>Indicador coincidente do BdP (tvh)</b>	-1.5	-3.3	-1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	0.5	0.2	-0.2	-0.6	-1.0	-	-	-0.4
Índice de produção industrial (tvh)	-8.0	-4.0	4.8	3.8	3.1	-0.6	4.0	0.3	0.3	4.5	1.6	-2.1	-	-	-	-
Índice de confiança na indústria	-21.5	-17.8	-7.4	-6.8	-8.3	-6.1	-5.9	-6.3	-7.3	-7.5	-7.4	-6.5	-	-	-	-5.1
Índice de confiança dos consumidores	-56.5	-57.1	-35.8	-31.5	-29.5	-31.3	-29.6	-25.4	-25.9	-24.3	-28.2	-23.9	-	-	-	-21.6
<b>Índice de confiança no sector da construção</b>	-62.5	-66.8	-48.5	-44.8	-45.1	-46.8	-45.1	-44.1	-43.4	-43.9	-46.2	-44.8	-	-	-	-43.0
Índice de confiança no comércio a retalho	-26.6	-23.9	0.7	-1.9	0.5	3.9	3.4	4.5	2.3	1.6	1.2	2.0	-	-	-	1.1
Vendas a retalho (tvh)	-9.4	-7.5	-0.2	2.1	1.9	0.8	-0.4	1.7	-0.3	1.1	1.3	1.9	-	0.2	-	-
Vendas de automóveis (tvh)	-60.0	-43.6	35.8	31.8	40.2	47.0	53.1	36.5	23.5	30.7	26.0	31.5	-	32.6	-	-
<b>Vendas de cimento (tvh)</b>	-15.6	-26.7	-22.8	-15.6	-20.3	2.9	-13.6	-15.1	-0.2	-7.8	-12.2	-6.9	-3.7	32.6	-	-
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	5.5	0.6	5.2	11.7	6.7	-0.1	26.9	11.9	8.2	8.6	11.3	9.9	-	32.6	-	-
Taxa de desemprego (%)	12.7	16.8	15.3	-	-	15.1	-	-	13.9	-	-	13.1	-	-	-	-
<b>Exterior</b>																
<b>Balança corrente (ytd; M.E.)</b>	-10,903.8	-3,477.2	1,183.2	-506.1	-1,042.7	-786.9	-919.8	-789.3	-762.1	-292.7	332.4	895.4	1,401.1	-	-	-
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-15,487.0	-10,920.2	-9,554.3	-991.0	-1,826.9	-2,630.0	-3,267.0	-4,181.3	-5,023.6	-5,959.6	-6,845.7	-7,959.5	-8,819.8	-9,616.5	-	-
Exportações mercadorias (ytd; var.%)	15.0	5.7	4.7	2.3	3.5	1.7	-0.2	-0.9	0.3	0.9	0.6	1.0	1.9	-	-	-
Excluindo Combustíveis (ytd; var.%)	-	-	2.3	0.7	8.9	5.6	4.6	3.6	4.0	4.2	3.8	3.9	4.6	-	-	-
Importações mercadorias (ytd; var.%)	1.0	-5.2	1.0	9.3	7.6	6.0	2.3	2.3	3.4	3.8	3.0	3.5	3.3	-	-	-
Excluindo Combustíveis (ytd; var.%)	-	-	2.1	6.3	5.6	11.5	6.3	5.9	6.0	6.6	6.2	6.6	6.8	-	-	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	9,765.6	-53.0	-4,463.7	-	-	-	-	-	-	-	-	2,658.6	-	-	-	-
Investimento directo em Port. (M.E.- ytd)	8,020.5	7,000.7	2,345.4	-	-	-	-	-	-	-	-	6,112.5	-	-	-	-
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	-10,722.1	-450.5	-1,074.6	-	-	-	-	-	-	-	-	6,419.5	-	-	-	-
Outro investimento em Portugal (M.E.- ytd) (3)	14,041.9	15,792.8	-15,537.0	-	-	-	-	-	-	-	-	5,529.1	-	-	-	-
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) <sup>(3)</sup>	1,325.2	-749.6	12,198.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,888.5	-	-	-	-
<b>Finanças públicas</b>																
Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)	6,692.0	7,487.0	6,764.0	313.0	632.0	1,232.0	4,367.0	3,777.0	6,411.0	9,870.0	9,128.0	8,422.0	-	-	-	-

Fontes: Dados compilados pelo BPI a partir de publicações do Banco de Portugal, INE e DGI.  
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			2014						
	Out.	Nov.	Dez.	Out.	Nov.	Dez.	Out.	Nov.	Dez.	Out.	Nov.	Dez.				
<b>Matérias Primas</b>																
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	107.58	111.94	109.22	108.89	110.57	110.82	106.98	108.65	110.66	112.09	103.9	101.26	93.17	84.8	68.99	55.76
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-18.3	-0.2	-15.9	-11.7	-12.1	-11.2	-4.9	0.1	-1.4	-3.4	1.7	2.7	-1.9	-7.6	-4.9	-6.6
<b>Custos laborais</b>																
EUA	0.5	5.1	1.2	-	-	-2.1	2.5	-	-	0.7	-	-	1.2	-	-	-
Zona Euro	2.3	1.9	0.9	-	-	1.3	0.6	-	-	1.4	-	-	1.3	-	-	-
Japão	0.0	-1.7	-0.2	-0.1	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6	1	2.4	0.9	0.7	0.2	-1.5	-
<b>Taxas de juro de curto prazo</b>																
EUA	0.58	0.31	0.25	0.24	0.24	0.25	0.23	0.22	0.23	0.23	0.24	0.23	0.24	0.23	0.23	0.26
Zona Euro	1.29	0.13	0.16	0.18	0.19	0.27	0.28	0.31	0.29	0.18	0.18	0.13	0.06	0.06	0.06	-
Japão	0.20	0.18	0.15	0.14	0.14	0.15	0.14	0.14	0.14	0.13	0.13	0.13	0.12	0.11	0.11	0.11
<b>Taxas de juro de longo prazo</b>																
EUA	1.88	1.76	2.61	2.55	2.74	3.03	2.72	2.65	2.48	2.53	2.56	2.34	2.49	2.34	2.16	2.17
Alemanha	1.83	1.32	1.78	1.67	1.69	1.93	1.57	1.47	1.36	1.25	1.16	0.89	0.95	0.84	0.70	0.54
Japão	0.99	0.79	0.69	0.60	0.61	0.74	0.64	0.63	0.58	0.57	0.54	0.50	0.53	0.46	0.42	0.33
<b>Taxas de câmbio efectivas</b>																
EUA (+ valorização;-depreciação)	0.7	-1.4	2.7	2.0	2.2	3.0	2.2	2.2	1.4	0.7	-0.1	0.9	2.6	5.0	5.9	-
Zona Euro	-2.1	-0.4	5.1	5.2	5.5	5.0	5.3	4.3	2.3	1.5	-0.2	-0.6	-3.1	-3.6	-3.4	-5.1
Japão	5.8	-12.8	-21.2	-19.7	-19.5	-17.5	-8.0	-3.4	-0.7	-3.7	-4.7	-5.7	-8.0	-6.8	-9.8	-7.9
<b>Preços no produtor</b>																
EUA	4.7	1.4	0.3	0.3	0.8	1.4	1.8	3.1	2.5	2.8	2.9	2.3	2.2	1.7	1.1	-
Zona Euro	4.4	2.2	-0.9	-1.3	-1.2	-0.7	-1.7	-1.3	-1.1	-0.9	-1.3	-1.5	-1.5	-1.3	-1.6	-
Japão	0.8	-0.7	2.3	2.5	2.6	2.5	1.7	4.1	4.3	4.5	4.4	3.9	3.6	2.9	2.7	-
<b>Preços no consumidor</b>																
EUA	3	1.7	1.2	1	1.2	1.5	1.5	2	2.1	2.1	2	1.7	1.7	1.7	1.3	-
Zona Euro	2.7	2.2	1.1	0.7	0.9	0.8	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	-0.2
Japão	-0.2	-0.1	1.1	1.1	1.5	1.6	1.6	3.4	3.7	3.6	3.4	3.3	3.2	2.9	2.4	-
<b>Massa monetária</b>																
EUA (M2)	9.8	8.1	6.2	6.7	6.1	5.4	6.1	6.3	6.6	6.5	6.6	6.4	6.3	5.6	5.9	-
Zona Euro (M3)	1.6	3.5	2	1.4	1.5	1	1	0.8	1.1	1.6	1.8	2	2.5	2.5	3.1	-
Japão (M2)	3.2	2.6	3.9	4.1	4.4	4.2	3.6	3.5	3.3	3	3	3	3.1	3.2	3.6	-

Fontes: IEA market report, Economist, UE, FMI, OCDE, Bdp, Merry 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.	Out.	Nov.	Dez.	Out.	Nov.	Dez.	Out.	Nov.	Dez.				
<b>Crescimento do Produto</b>																
EUA (anualizado)	1.6	0.1	4.5	-	-	3.5	-2.1	-	-	4.6	-	-	5.0			
Zona Euro (q/q)	1.7	0.1	4.5	-	-	3.5	-2.1	-	-	4.6	-	-	5.0			
Japão (q/q)	-0.5	0.1	4.5	-	-	3.5	-2.1	-	-	4.6	-	-	5.0			
<b>Desemprego</b>																
EUA	8.9	7.9	7.2	7.2	7.0	6.7	6.6	6.2	6.3	6.1	6.2	6.1	5.9	5.7	5.8	5.6
Zona Euro	0.0	11.8	12.0	11.9	11.9	11.8	11.7	11.6	11.6	11.5	11.6	11.5	11.5	11.5	11.5	-
Japão	4.6	4.3	4.0	4.0	3.9	3.7	3.6	3.6	3.5	3.7	3.8	3.5	3.6	3.5	3.5	-
<b>Confiança das Empresas</b>																
EUA - Índice de confiança PME	94	88	94	92	93	94	93	95	97	95	96	96	95	96	98	100
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-7	-14	-7	-5	-4	-3	-3	-4	-3	-4	-4	-4	-5	-6	-5	-4
Japão - Índice Tankan (global)	0	3	14	-	-	17	13	-	-	19	-	-	14	-	-	15
<b>Confiança dos Consumidores</b>																
EUA - Índice da Universidade de Michigan	69.9	72.9	77.5	73.2	75.1	82.5	80.0	84.1	81.9	82.5	81.8	82.5	84.6	86.9	88.8	93.6
Índice do Conference Board	64.8	66.69	80.2	72.4	72.0	77.5	83.9	81.7	82.2	86.4	90.3	93.4	89.0	94.1	91.0	92.6
Zona Euro - Índice do Eurostat	-21	-26	-15	-14	-15	-14	-9	-9	-7	-8	-8	-10	-11	-11	-12	-11
Japão - Índice do ESRI	38.1	39	45.7	41.2	41.9	40.6	37.4	37.0	39.8	41.2	41.8	41.4	40.2	38.7	37.4	-
<b>Indicador Avançado da OCDE</b>																
EUA	102.6	104.7	106.8	106.9	107.1	107.2	107.7	107.9	108.1	108.4	108.6	108.8	109.0	-	-	-
Zona Euro	100.4	99.6	101.0	101.2	101.4	101.5	101.8	101.8	101.7	101.7	101.6	101.6	101.5	-	-	-
Japão	100.7	101.1	103.4	103.6	103.8	103.9	103.7	103.4	103.2	103.0	102.9	102.9	102.9	-	-	-
<b>Indicador da Actividade Industrial</b>																
EUA - ISM manufacturas	53.1	50.4	56.0	56.6	57.0	56.5	53.7	54.9	55.4	55.3	57.1	59.0	56.6	59.0	58.7	55.5
PMI manufacturas	-	46.1	51.1	51.3	51.6	52.7	53.0	53.4	52.2	51.8	51.8	50.7	50.3	50.6	50.1	50.6
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	97.5	96.4	97.9	97.8	98.0	98.0	100.3	95.9	96.4	96.1	95.7	95.6	96.9	96.8	-	-
<b>Produção Industrial (t.v.h.)</b>																
EUA	2.8	3.3	3.4	3.6	3.2	3.3	3.6	3.9	4.3	4.5	5.0	4.3	4.5	4.5	5.2	-
Zona Euro	-1.4	-2.4	0.1	0.3	2.6	1.5	0.4	1.6	0.8	0.0	1.6	-0.6	0.1	0.8	-	-
Japão	-1.8	-7.6	5.3	5.4	4.8	7.2	7.4	3.8	1.0	3.1	-0.7	-3.3	0.8	-0.8	-3.8	-
<b>Vendas a retalho (t.v.h.)</b>																
EUA	6.1	5.0	3.3	4.0	3.7	3.4	4.1	4.7	4.6	4.4	4.1	5.0	4.6	4.5	5.1	-
Zona Euro	-1.3	-2.5	0.0	-0.2	1.1	0.3	1.2	1.4	0.5	2.0	0.7	1.5	0.7	1.7	1.3	-
Japão	-0.8	-1.7	2.8	2.0	2.9	2.8	8.5	-3.4	-1.0	-0.6	0.1	-1.6	1.6	0.3	-2.7	-
<b>Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)</b>																
EUA	-740.6	-742.1	-532.6	-590.3	-645.1	-701.7	-182.3	-247.9	-311.0	-371.6	-431.2	-491.0	-553.7	-615.3	-673.6	-
Zona Euro	-20.1	81.3	138.3	145.1	148.8	152.3	157.2	158.0	158.8	159.8	163.3	164.7	171.9	179.5	-	-
Japão	-2,765	-6,875	-7,880	-9,100	-10,454	-11,645	-4,455	-5,318	-6,179	-7,234	-8,246	-9,149	-10,235	-11,220	-12,145	-

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**

<b>Data</b>	<b>EUR/USD</b>	<b>EUR/JPY</b>	<b>EUR/GBP</b>	<b>EUR/CHF</b>	<b>USD/JPY</b>
01-dez-14	1.2469	147.62	0.7927	1.2028	118.39
02-dez-14	1.2424	148.08	0.7936	1.2040	119.19
03-dez-14	1.2331	147.20	0.7862	1.2032	119.37
04-dez-14	1.2311	147.64	0.7861	1.2035	119.93
05-dez-14	1.2362	149.03	0.7881	1.2021	120.55
09-dez-14	1.2369	148.02	0.7902	1.2021	119.67
10-dez-14	1.2392	147.33	0.7898	1.2024	118.89
11-dez-14	1.2428	147.20	0.7927	1.2012	118.44
12-dez-14	1.2450	147.41	0.7925	1.2010	118.40
15-dez-14	1.2426	147.67	0.7936	1.2011	118.84
16-dez-14	1.2537	145.79	0.7965	1.2009	116.29
17-dez-14	1.2448	145.89	0.7932	1.2010	117.20
18-dez-14	1.2285	145.96	0.7865	1.2052	118.81
19-dez-14	1.2279	146.41	0.7847	1.2039	119.24
22-dez-14	1.2259	147.06	0.7849	1.2035	119.96
23-dez-14	1.2213	146.80	0.7867	1.2032	120.20
29-dez-14	1.2197	146.96	0.7842	1.2028	120.49
30-dez-14	1.2160	145.41	0.7823	1.2028	119.58
31-dez-14	1.2141	145.23	0.7789	1.2024	119.62
<b>Var. Mês %</b>	-2.63	-1.62	-1.74	-0.03	1.04
<b>Var. em 2014 %</b>	-11.11	0.98	-5.95	-2.30	13.60
<b>Média mensal</b>	1.23	146.98	0.79	1.20	119.11

Fonte: BPI, BCE.

**Taxas Oficiais de Conversão do Euro**

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

Fonte: BCE.

Nota: (\*) Desde 01/01/2015.

**MTC-II**

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

Fonte: BCE.

**Taxas de Juro Internacionais**

7.Jan.15

	<b>O/N</b>	<b>1 Mes</b>	<b>3 Meses</b>	<b>6 Meses</b>	<b>1 Ano</b>
<b>EUR</b>	-0.15%	0.00%	0.05%	0.13%	0.28%
<b>USD</b>	0.12%	0.17%	0.25%	0.36%	0.63%
<b>JPY</b>	0.04%	0.08%	0.11%	0.14%	0.26%
<b>GBP</b>	0.47%	0.50%	0.56%	0.68%	0.96%
<b>CHF</b>	-0.02%	-0.05%	-0.10%	-0.05%	0.00%

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.	
<b>Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo</b>													
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	290,566	282,494	287,885	288,548	286,101	279,793	279,454	278,161	280,412	269,676	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros)	-13,381	-4,560	-5,807	-1,022	-2,659	-6,439	-781	-2,916	1,671	-9,901	-	-	-
<b>Valor de Obrigações do Tesouro emitidas</b>													
Emissões brutas OT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>	0	6,530	0	876	0	1,163	0	0	3,481	1,321	3,418	-	-
Emissões brutas BT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>	500	0	1,431	1,362	1,574	1,496	2,633	1,282	1,359	999	1,304	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>2</sup>	-1,486	-3,521	-1,917	-32	-1,566	-1,856	1,192	-279	1,812	-3,206	-	-	-
<b>Valor Obrig. emitidas por Empresas ( 10<sup>6</sup> euros)</b>													
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	42,533	45,021	44,810	45,389	47,152	46,165	46,101	46,334	46,576	46,536	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>	585	-109	236	509	1,766	-991	-39	222	225	-59	-	-	-
<b>Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras ( 10<sup>6</sup> euros)</b>													
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	97,952	84,812	79,313	77,524	74,996	71,515	68,840	66,172	65,586	59,539	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>	1,120	-1,044	-3,890	-1,776	-2,848	-3,518	-2,570	-2,685	-567	-5,985	-	-	-
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 <sup>6</sup> euros)	113,641	113,343	117,254	117,020	115,535	113,490	111,374	111,259	113,089	109,707	110,618	-	-
BT's	17,777	19,046	19,160	18,348	17,134	18,581	16,653	16,782	15,705	16,704	16,824	-	-
OT's	93,626	92,708	96,535	97,246	96,895	93,457	93,274	93,030	95,937	91,615	92,479	-	-
Outras obrigações	51	51	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	1,337	1,264	-	-
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 <sup>6</sup> euros)	6,861	9,152	10,912	6,861	9,220	8,178	8,094	6,790	6,797	8,384	9,862	8,289	-
Valor de Obrig. na posse de não residentes <sup>4</sup>	62,810	61,797	75,019	-	-	72,341	-	-	80,832	-	-	-	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.8	0.7	0.8	-	-	0.8	-	-	0.8	-	-	-	-
Transacções de Obrigações do Tesouro no MEDIP. <sup>5</sup> (média diária) (10 <sup>6</sup> euros)	10	28	215	313	314	302	293	252	305	288	234	-	-

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 <sup>(1)</sup>	TBA <sup>(2)</sup>	1 mês	2 meses	3 meses	6 meses	9 meses	12 me- ses	1 mês	3 meses	6 meses	12 me- ses
01-dez-14	-0.01	0.050	0.0797	0.0210	0.0440	0.0820	0.1790	0.2570	0.3300	0.0114	0.0607	0.1507	0.3029
02-dez-14	-0.03	0.050	0.0794	0.0220	0.0450	0.0810	0.1780	0.2570	0.3310	0.0114	0.0600	0.1479	0.3014
03-dez-14	-0.02	0.050	0.0791	0.0220	0.0440	0.0810	0.1760	0.2540	0.3280	0.0114	0.0579	0.1471	0.2979
04-dez-14	-0.04	0.050	0.0788	0.0220	0.0450	0.0820	0.1770	0.2520	0.3280	0.0114	0.0564	0.1471	0.2979
05-dez-14	-0.04	0.050	0.0786	0.0220	0.0480	0.0820	0.1790	0.2540	0.3290	0.0114	0.0579	0.1479	0.3014
08-dez-14	-0.05	0.050	0.0784	0.0220	0.0480	0.0820	0.1790	0.2540	0.3290	0.0114	0.0586	0.1457	0.2964
09-dez-14	-0.04	0.050	0.0783	0.0240	0.0460	0.0820	0.1770	0.2520	0.3290	0.0121	0.0593	0.1479	0.2979
10-dez-14	-0.03	0.050	0.0782	0.0220	0.0460	0.0830	0.1790	0.2540	0.3280	0.0121	0.0586	0.1479	0.2986
11-dez-14	-0.01	0.050	0.0781	0.0220	0.0470	0.0820	0.1790	0.2540	0.3280	0.0121	0.0600	0.1493	0.3014
12-dez-14	-0.02	0.050	0.0781	0.0230	0.0480	0.0820	0.1780	0.2530	0.3290	0.0121	0.0600	0.1507	0.3000
15-dez-14	-0.02	0.050	0.0780	0.0240	0.0490	0.0820	0.1780	0.2530	0.3290	0.0121	0.0614	0.1493	0.3000
16-dez-14	-0.02	0.050	0.0780	0.0250	0.0490	0.0820	0.1790	0.2550	0.3290	0.0121	0.0607	0.1493	0.3029
17-dez-14	-0.03	0.050	0.0780	0.0260	0.0480	0.0810	0.1780	0.2560	0.3300	0.0121	0.0593	0.1493	0.3029
18-dez-14	-0.03	0.050	0.0779	0.0250	0.0480	0.0790	0.1760	0.2540	0.3280	0.0114	0.0586	0.1457	0.2986
19-dez-14	-0.06	0.050	0.0777	0.0260	0.0490	0.0810	0.1770	0.2540	0.3290	0.0107	0.0593	0.1457	0.2986
22-dez-14	-0.05	0.050	0.0775	0.0260	0.0490	0.0810	0.1760	0.2520	0.3290	0.0100	0.0579	0.1429	0.2986
23-dez-14	-0.08	0.050	0.0774	0.0240	0.0480	0.0790	0.1740	0.2490	0.3280	0.0121	0.0564	0.1414	0.2957
24-dez-14	-0.09	0.050	0.0770	0.0250	0.0460	0.0800	0.1730	0.2490	0.3280	0.0121	0.0564	0.1414	0.2957
29-dez-14	-0.06	0.050	0.0797	0.0240	0.0480	0.0790	0.1720	0.2480	0.3280	0.0121	0.0593	0.1414	0.2957
30-dez-14	-0.08	0.050	0.0800	0.0190	0.0450	0.0780	0.1710	0.2470	0.3270	0.0086	0.0579	0.1414	0.2957
31-dez-14	0.14	0.050	0.0766	0.0180	0.0440	0.0780	0.1710	0.2450	0.3250	0.0086	0.0579	0.1400	0.2957

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  $0.52 * L2 + 0.47 * L2 - 0.12$ , 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**

12.Jan.15

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 <sup>3</sup> EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
<b>Obrig. do Tesouro</b>								
OTs 10 Anos 05	2015-10-15	5,699,000	0	9	3.350%	102.65	0.76	0.178%
OTs 5 Anos 11	2016-02-15	2,890,000	1	1	6.400%	107.05	1.03	0.396%
OTs 10 Anos 06	2016-10-15	5,200,000	1	9	4.200%	106.81	1.71	0.481%
OTs 10 Anos 07	2017-10-16	11,258,000	2	9	4.350%	109.48	2.62	0.972%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	10,853,000	3	5	4.450%	111.13	3.15	1.275%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,915,000	4	5	4.750%	114.12	3.96	1.556%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	9,693,000	5	5	4.800%	115.71	4.75	1.745%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	8,462,000	6	3	3.850%	110.58	5.46	1.988%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	8,033,000	8	9	4.950%	117.97	7.23	2.503%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	8,925,000	9	1	5.650%	123.30	7.08	2.603%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	3,500,000	15	1	3.875%	103.93	11.06	3.388%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	6,973,000	22	3	4.100%	104.37	14.32	3.655%

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

## Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações

	12.01.2015	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	3,135.1	-2.9	-4.1	-2.4	10.1	2014-10-16	-7.7	2014-06-19	-0.6	12.9
DJ EURO STOXX	318.8	-1.8	-2.5	-1.6	12.2	2014-10-16	-6.5	2014-06-10	0.1	13.6
DJ EUROPE STOXX 50	3,008.8	-0.9	-1.4	-1.0	9.6	2014-10-16	-5.0	2014-09-19	2.1	13.4
DJ EUROPE STOXX	342.4	-0.2	-0.0	-0.8	12.4	2014-10-16	-3.2	2014-12-05	3.5	14.2
MSCI EUROPE	1,347.1	-1.9	-0.1	0.2	n.a.	2014-10-16	n.a.	2014-06-10	1.9	n.a.
BBG EUROPEAN INTERNET	92.7	4.5	5.8	1.1	19.1	2014-10-16	-7.3	2014-03-10	-5.0	21.5
BBG US INTERNET	90.0	-2.2	-0.5	-2.0	19.6	2014-04-03	-5.4	2014-03-07	-0.8	21.2
FTSE 100	6,570.0	-0.2	-3.0	-0.7	7.4	2014-10-16	-5.6	2014-09-04	-2.6	13.7
DAX	9,837.6	-0.5	-0.7	-0.7	16.6	2014-10-16	-3.5	2014-12-05	3.4	12.6
CAC 40	4,260.2	-1.4	-3.5	-1.6	11.0	2014-10-16	-8.6	2014-06-10	-0.5	13.3
PSE-20	4,743.6	-7.4	-26.2	-2.1	2.1	2015-01-07	-39.7	2014-04-02	-33.6	13.4
IBEX 35	10,115.0	-6.6	-9.1	-4.9	4.3	2014-10-16	-13.1	2014-06-19	-4.5	13.7
DOW JONES INDUST.	17,907.9	0.3	5.1	0.2	16.4	2014-02-05	-1.4	2014-12-26	8.6	15.8
S&P 500	2,062.1	-0.3	4.1	-0.2	18.2	2014-02-05	-1.9	2014-12-29	11.7	16.6
NASDAQ COMPOSITE INDEX	4,736.2	-0.7	7.1	-0.1	19.9	2014-04-15	-1.7	2014-12-26	13.9	20.8
S&P UTILITIES	481.1	-1.1	3.1	-1.3	14.8	2014-02-05	-3.1	2014-12-26	7.0	16.1
S&P FINANCIALS INDEX	329.8	-1.8	6.8	-1.5	18.8	2014-02-03	-3.2	2014-12-29	10.3	14.1
NIKKEI 225	17,197.7	-3.5	12.4	-1.5	23.9	2014-04-11	-4.6	2014-12-08	8.3	18.6
BOVESPA	49,943.3	-2.1	-8.3	-1.7	9.5	2014-03-14	-21.1	2014-09-03	-0.3	10.3
MSCI WORLD	1,250.4	-0.8	3.1	-0.1	n.a.	2014-02-04	n.a.	2014-12-05	7.9	n.a.

Fonte: Bloomberg.

## Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações (cont.)

	08.01.2015	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	320.0	-1.9	7.8	-0.7	19.7	2014-10-16	-5.3	2014-12-08	5.5	18.2
DJ EUROPE BANK	184.3	-6.9	-6.0	-5.0	3.2	2014-10-16	-14.4	2014-01-16	-11.3	10.0
DJ EUROPE TECHNLOGY	309.8	2.0	9.1	-1.6	18.1	2014-10-16	-2.2	2014-12-29	6.7	18.6
DJ EUROPE INDUSTRIAL	406.3	1.4	0.1	-0.2	15.2	2014-10-16	-4.8	2014-01-20	-1.5	15.1
DJ EUROPE INSURANCE	250.5	1.1	8.1	-0.5	16.5	2014-10-16	-1.7	2014-12-23	8.6	10.8
DJ EUROPE MEDIA	271.2	2.6	11.6	-0.1	20.1	2014-10-16	-0.6	2015-01-09	8.0	17.9
DJ EUROPE FINANCIAL	375.3	2.0	5.6	-0.4	22.3	2014-10-16	-1.2	2015-01-05	8.6	15.2
DJ EUROPE OIL&GAS	280.2	-2.2	-24.3	-2.7	9.5	2014-12-16	-27.5	2014-06-24	-17.7	11.6
DJ EUROPE UTILITY	309.3	-3.6	-3.2	-3.0	11.8	2014-01-29	-7.2	2014-12-05	11.3	14.2
DJ EUROPE AUTO	503.3	0.5	-1.5	0.2	23.1	2014-10-16	-6.4	2014-04-04	4.5	9.4
DJ EUROPE CONSTRUCT	335.3	3.3	-2.5	0.3	20.0	2014-10-16	-9.3	2014-06-09	4.3	16.0
DJ EUROPE HEALTHCARE	714.8	2.8	9.3	3.2	23.4	2014-01-30	-0.4	2015-01-09	20.9	17.6
DJ EUROPE PR & HO GOODS	638.7	0.6	4.3	-0.3	16.7	2014-01-30	-2.1	2014-12-04	n.a.	n.a.
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	218.7	2.5	12.1	-1.5	25.8	2014-10-16	-2.2	2015-01-05	n.a.	n.a.
DJ EUROPE BAS.RESR	373.5	0.4	-13.4	-1.5	11.7	2014-12-16	-18.7	2014-07-28	-3.6	11.5
DJ EUROPE FOOD&BEV	552.9	0.6	4.5	0.0	17.9	2014-02-05	-1.9	2014-12-02	13.0	19.4
DJ EUROPE CHEMICAL	795.6	1.0	1.9	0.5	16.7	2014-10-16	-2.0	2014-12-05	n.a.	n.a.
DJ EUROPE RETAIL	313.1	4.3	-0.1	-0.4	19.6	2014-10-16	-6.3	2014-01-22	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	135.8	1.1	-7.6	-0.3	20.1	2014-10-15	-8.0	2014-07-14	-3.6	10.4
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	691.6	-0.4	8.4	0.1	24.6	2014-02-05	-2.5	2014-12-26	20.0	16.2
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	568.8	1.1	5.4	-1.0	17.1	2014-02-03	-2.1	2014-12-31	8.1	18.8
S&P CONSUMER STAPLES	510.2	2.1	9.4	1.9	24.4	2014-02-03	-0.4	2014-12-24	16.7	19.9
S&P ENERGY	572.4	-0.7	-22.0	-2.9	6.6	2014-12-16	-22.9	2014-06-23	-11.2	17.6
S&P HEALTH CARE	819.9	0.1	14.8	3.2	29.2	2014-02-05	-0.9	2014-12-08	24.9	17.8
S&P MATERIALS	305.6	-0.7	-2.9	-0.0	13.0	2014-02-05	-4.9	2014-09-22	6.3	16.2
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	152.6	0.8	-3.9	0.0	6.5	2014-02-03	-11.5	2014-07-29	2.0	13.4

Fonte: Bloomberg.

**Índices CRB de Preços de Futuros de Commodities**

	Preços							Variação				
	Peso	Jan.15	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	Dec/13	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
<b>CRB Futuros</b>												
Índice Global	100%	225.62	251.67	277.07	301.89	272.88	230.52	-10.4%	-18.6%	-25.3%	-17.3%	-8.3%
<b>CRB Energia</b>												
Petróleo		48.3	63.8	85.8	102.3	91.7	53.3	-24.3%	-43.7%	-52.8%	-47.3%	-33.4%
Heating oil		170.7	208.4	253.7	287.1	292.1	184.7	-18.1%	-32.7%	-40.6%	-41.6%	-31.4%
Gas natural		3.0	3.7	3.8	4.2	4.0	2.9	-18.8%	-22.9%	-28.9%	-26.0%	-11.3%
<b>CRB Metais Preciosos</b>												
Ouro		1215.9	1231.5	1224.6	1324.3	1229.4	1184.1	-1.3%	-0.7%	-8.2%	-1.1%	-0.7%
Platina		1221.0	1246.8	1277.8	1505.9	1417.7	1208.9	-2.1%	-4.4%	-18.9%	-13.9%	-10.7%
Prata		16.4	17.1	17.4	21.0	19.7	15.6	-4.3%	-6.1%	-22.2%	-16.8%	-16.0%
<b>CRB Agrícola</b>												
Milho		396.3	383.0	344.8	404.0	412.0	397.0	3.5%	14.9%	-1.9%	-3.8%	-10.2%
Sementes de soja		1046.8	1049.3	942.0	1334.5	1296.3	1019.3	-0.2%	11.1%	-21.6%	-19.2%	-22.4%
Trigo		567.8	600.5	493.3	539.5	584.3	589.8	-5.5%	15.1%	5.2%	-2.8%	-0.5%
<b>CRB Alimentares</b>												
Cacau		2976.0	2986.0	3057.0	3113.0	2684.0	2910.0	-0.3%	-2.6%	-4.4%	10.9%	8.1%
Café		181.7	179.5	221.7	170.2	119.4	166.6	1.3%	-18.0%	6.8%	52.2%	62.4%
Sumo de laranja		141.7	147.5	143.2	148.6	142.6	140.1	-3.9%	-1.0%	-4.6%	-0.6%	6.9%
Açúcar		14.9	15.4	16.7	17.4	15.5	14.5	-3.5%	-10.9%	-14.6%	-3.9%	-7.9%
<b>CRB Industriais</b>												
Cobre		275.3	294.7	303.0	323.7	329.9	282.6	-6.6%	-9.2%	-15.0%	-16.6%	-13.7%
Algodão		60.3	59.9	64.6	75.0	82.8	60.3	0.8%	-6.5%	-19.5%	-27.1%	-26.9%
<b>CRB Gado</b>												
Bovino		161.8	162.4	164.0	150.8	136.6	165.7	-0.4%	-1.3%	7.3%	18.5%	23.2%
Suíno		78.6	87.0	109.5	133.3	85.3	81.2	-9.6%	-28.2%	-41.0%	-7.8%	2.5%

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