

MERCADO CAMBIAL

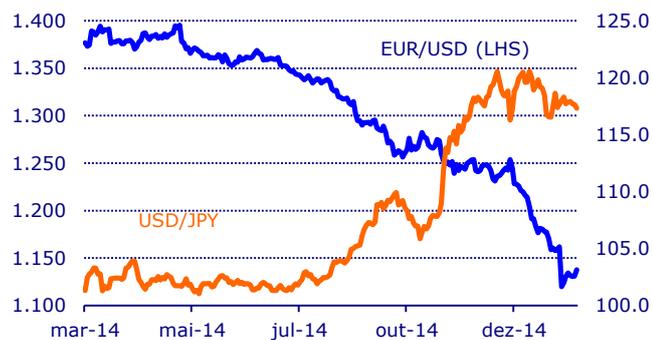
MERCADOS

EUR/USD MENOS PRESSIONADO DEPOIS DO REGISTO DE NOVO MÍNIMO

- A consolidação da tendência de queda do EUR/USD levou ao registo de um novo mínimo dos últimos 12 anos, 1.1098, havendo uma situação de sobre vendido de euros contra dólares.** A decisão do BCE em ampliar o QE à compra de dívida pública, para além de inflação e taxas de juro negativas, ajudou ao sentimento desfavorável à moeda europeia em termos de investimento atractivo. O dólar tem a suportá-lo uma economia pujante (que chegou mesmo a surpreender em comparação com a estagnação na Zona Euro) e o fecho em 2014 dos programas de QE, a que acresce a possibilidade de início da normalização das taxas de juro. E este último aspecto irá ser importante ao longo do ano – a gestão pela Fed do *timing* para o início do novo ciclo dos juros irá definir a evolução dos mercados, concretamente do dólar. Atrasos superiores ao esperado (falava-se em Junho, mas poderá só ser em Dezembro) não favorecem o dólar. A Zona Euro comporta ainda demasiados riscos que resultam das discrepâncias económicas existentes entre os diferentes membros, assim como a estagnação populacional, do crédito, do investimento, etc.. A receita americana do QE pode sair enviesada quando usada na Europa. Acresce a situação da Grécia, aguardando-se com detalhe a resolução do país. Neste contexto, com a maioria dos factores descontados, depois do EUR/USD ter chegado a níveis inferiores ao esperado inicialmente (1.10), é muito provável que se assista no curto prazo a uma estabilização entre 1.10 e 1.15, embora o objectivo da paridade não esteja definitivamente posto de lado.
- O EUR/GBP alcançou igualmente um valor mínimo dos últimos 7 anos, 0.74, numa tendência de queda construída ao longo dos últimos anos.** Comparativamente à Zona Euro, também a economia do Reino Unido mostra uma boa *performance*, embora possa ser contagiada pelas forças deflacionistas externas. Também o Banco de Inglaterra (BoE) pode vir a ter dificuldade em iniciar a subida dos juros, para mais que a moeda mostra-se bastante forte. O risco político deverá temperar os mercados através das eleições de Maio. Assim, a aposta numa GBP ainda mais forte poderá ser desajustada.
- Depois do USD/JPY ter alcançado o valor máximo em Dezembro, perto dos 122 ienes por dólar, perdeu tendência e prosseguiu uma evolução de cariz lateral.** A depreciação do iene foi um movimento que acompanhou as medidas de QE introduzidas pelo Banco do Japão (BoJ), encontrando-se esta relação esgotada. Não se aguardam medidas adicionais por parte do BoJ, estando as autoridades a aguardar os efeitos da sua política na actividade económica, para o qual também concorre o baixo preço da energia e a moeda fraca, para além dos estímulos fiscais anunciados pelo governo. Neste âmbito, compreende-se a falta de interesse neste câmbio por parte de investidores e operadores.
- O EUR/CHF mostra-se mais calmo, agora acima da paridade, depois de o Banco da Suíça ter esvaziado as pressões, deixando de defender 1.20 e colocando as taxas de referência em níveis negativos.**

EUR/USD em queda, próximo de 1.10; USD/JPY perde tendência e estabiliza

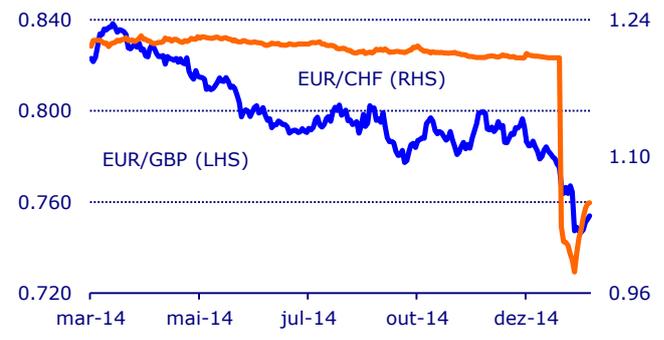
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

Banco da Suíça deixa de fixar câmbio de EUR/CHF e ele cai; EUR/GBP prossegue queda

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



Fonte: Reuters, BPI

Paridade dos Poderes de Compra

2015-02-03

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-)
EUR/USD	1.3688	1.1376	-16.89%
EUR/JPY	141.98	133.48	-5.99%
EUR/GBP	0.8350	0.7540	-9.71%
EUR/CHF	1.2226	1.0526	-13.90%

Fonte: BPI.

Cotações a Prazo

2015-02-03

Moedas	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.1383	1.1391	1.1421
EUR/JPY	133.51	133.52	133.53
EUR/GBP	0.7550	0.7562	0.7595
EUR/CHF	1.0525	1.0481	1.0434

Fonte: BPI.

MERCADOS

MERCADO CAMBIAL (moedas emergentes)

AINDA A RÚSSIA...

▫ **A situação económico-financeira na Rússia tende a agravar-se, merecendo uma análise complementar à efectuada no mês passado. Existem várias variáveis a ter em atenção, sabendo-se que a sua resolução pede diferentes respostas (senão antagónicas).** Para além da Rússia estar envolvida num conflito com a Ucrânia, tornando-se factor de risco para a economia mundial, em particular para a europeia, a sua economia enfrenta desafios como a alta inflação, juros elevados, moeda fraca, economia em regressão, sanções económicas, a que não ajuda a forte queda do preço do petróleo, essencial à captação de reservas cambiais. Neste contexto, o Banco central da Rússia decidiu reduzir a sua taxa de juro de referência de 17% para 15% em resultado, segundo o comunicado, da mudança no equilíbrio de riscos entre a aceleração dos preços no consumidor e o arrefecimento da economia. Esta decisão acontece depois de, em Dezembro, o banco central ter aumentado de forma significativa os juros devido ao esperado aumento da subida dos preços com a forte depreciação rublo. Passado esse efeito, o banco central da Rússia aguarda agora por uma inflação mais estável em consequência da diminuição da actividade económica. Se, em 2014, a taxa de inflação se fixou em 11.4%, as autoridades esperam que ao longo de 2015 o valor venha abaixo dos 10%. Complementarmente, o governo russo introduziu um plano anti- crise de salvação de bancos e empresas, ao mesmo tempo que propõe a redução da despesa pública, depois da Standard & Poor's ter colocado o *rating* do país em "lixo". Não se sabem detalhes, mas podem vir a ser gastos cerca de 30 mil milhões de euros em contrapartida da redução da despesa noutras áreas. Entretanto, o USD/RUB encontra-se próximo de níveis máximos, variando entre os 70/72 rublos por dólar. O que se passa na Rússia e as medidas tomadas estão a contagiar outras moedas da região, que se mostram igualmente mais fracas.

▫ **Na última reunião do Banco central da Índia (RBI) foi decidido manter a taxa de juro directora em 7.75% (em Janeiro tinha descido 25 p.p. de 8.0%), ainda assim a autoridade monetária reduziu a liquidez dos bancos depositada no RBI de um rácio de 22% para 21.5%, com o objectivo de permitir que as entidades bancárias concedam mais crédito à economia.** A recuperação económica permanece fraca, embora a política monetária menos restritiva e o preço do petróleo aos níveis actuais possam vir a ser uma grande ajuda para o equilíbrio financeiro do país. A rupia, por seu turno, tem vindo a recuperar uma pequena parte da depreciação ocorrida em 2014 em relação ao dólar. Pelo menos estancou a subida do USD/INR.

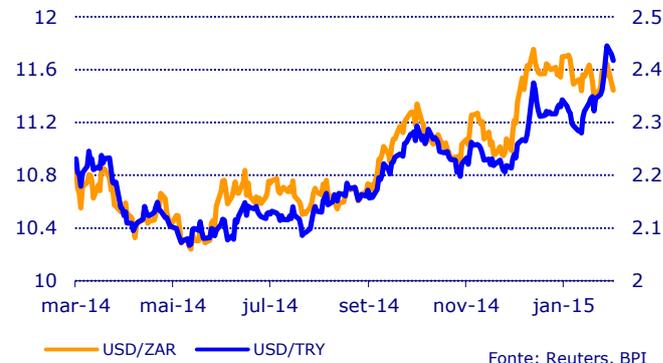
Tanto o rublo (RUB) como o yuan (CNY) têm vindo a perder valor para o dólar

(x yuans por USD; x rublos por USD)



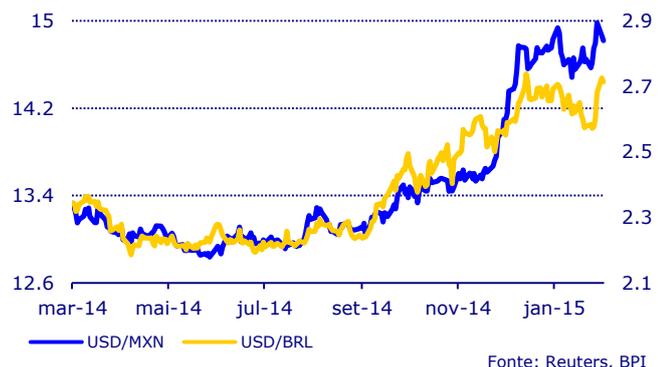
Prossegue a tendência de depreciação da lira turca (TRY) e do rand da África do Sul (ZAR)

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



Real brasileiro (BRL) e peso mexicano (MXN) mantêm as perdas para o dólar

(x pesos por USD; x reais por USD)



Zloty polaco (PLN) e coroa checa (CZK) mostram uma estabilidade controlada pelas autoridades

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



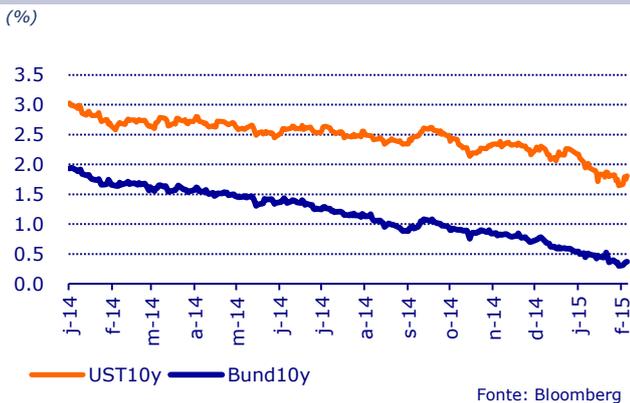
› **MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA**

MERCADOS

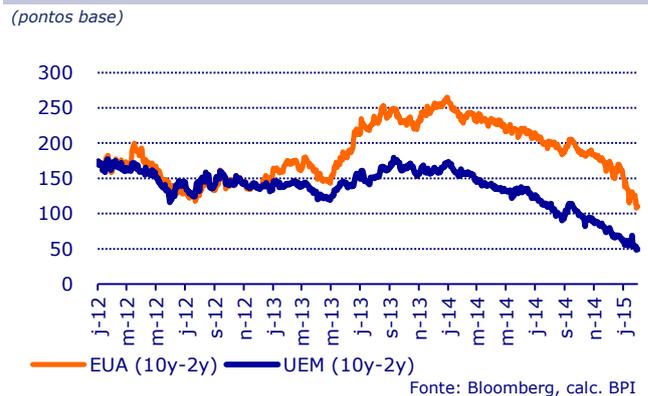
NOVOS MÍNIMOS

- **Mercados desenvolvidos:** i) Mantem-se a tendência de queda das *yields* dos principais *benchmark*, tendo o UST a 10 anos observado um mínimo de 1.64% no final do mês, recuperando ligeiramente na primeira semana de Fevereiro (1.8%). Comportamento semelhante observou o *Bund* a 10 anos, cuja *yield* registou um mínimo histórico de 0.3%, recuperando depois 7 pontos base. ii) as curvas de rendimento mantêm-se descendentes, em parte reflexo de políticas monetárias que suportam expectativas de que não haverá movimentos acentuados de subida das taxas de juro de longo prazo, mas também receios quanto ao crescimento mundial e comportamento da inflação. iii) cresce o número de países e o prazo em que as taxas de juro nominais das obrigações soberanas se encontram em níveis negativos. Destaque para o caso suíço, onde até aos 10 anos se observam taxas de rentabilidade negativas. O facto de diversas autoridades monetárias – BCE, Banco Nacional da Suíça e Banco Nacional da Dinamarca – terem as respectivas taxas de juro dos depósitos em terreno negativo, reflecte-se na canalização da liquidez existente no sistema financeiro para investimentos considerados de risco reduzido, como é o caso da dívida pública de países com melhor classificação de risco e com menos consumo de capital face, por exemplo, à concessão de crédito. Na Europa, cerca de 1/3 dos títulos de dívida pública apresentam *yields* negativas. No entanto, pode também haver o risco de uma avaliação incorrecta laxista do risco. No início de Fevereiro a Finlândia emitiu mil milhões de euros de dívida a 5 anos com *yield* -0.017%, apesar da situação económica deste país não ser actualmente satisfatória, sugerindo a possibilidade de falta de alternativas de investimento para os bancos finlandeses.
- **Mercados periféricos:** continuam a beneficiar da procura de rentabilidade, mantendo-se os respectivos prémios de risco face à dívida alemão próximo dos mínimos de 2014. Única excepção é a Grécia cujo braço de ferro com as autoridades europeias tem sido fonte de elevada incerteza. Mas para já não há sinais de contágio para outras economias.

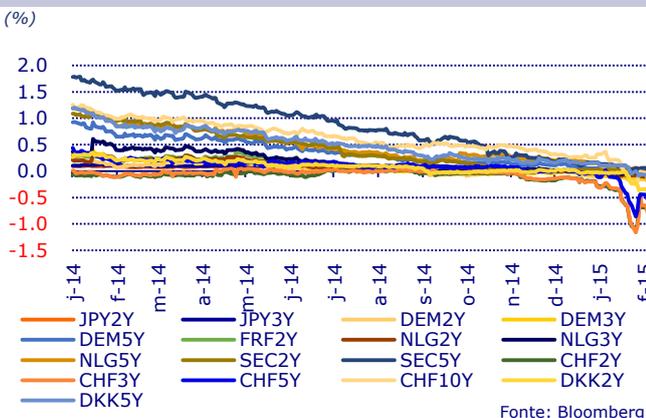
Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais



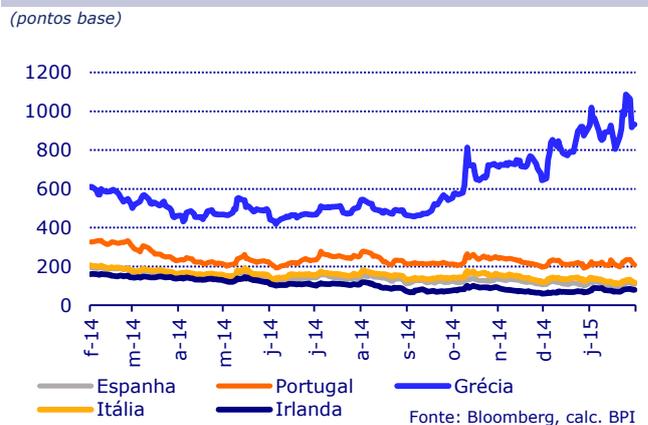
Inclinação da curva de rendimentos



Taxas nominais negativas



Prémios de risco da Dívida Soberana



MERCADOS

MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

OPTIMISMO NO MERCADO DE DÍVIDA CORPORATIVA EUROPEU MANTÉM-SE

□ **No mercado Europeu, os tumultos políticos em torno da situação na Grécia não foram suficientes para esconder o optimismo do mercado de dívida corporativa face ao anúncio do programa de QE.** As emissões de dívida no mercado primário ascenderam a EUR 74 mil milhões no segmento com classificação de *rating* de investimento e a EUR 14 mil milhões no segmento de dívida *high yield*, superando em ambos os casos os montantes emitidos no mesmo período do ano anterior. A resposta do mercado ao anúncio do programa de *quantitative easing* anunciado este mês pelo BCE foi positiva, destacando-se por exemplo uma emissão de Eur 750 milhões, a 7 anos com uma taxa de apenas 0.5% pela empresa Unilever, e a queda das *yields* de obrigações a 4 anos da empresa Nestlé (uma das empresas com melhor *rating* no mercado europeu) para patamares negativos. A supressão das *yields* nos títulos de dívida pública, na sequência do programa de compra destes activos, deverá também funcionar como um incentivo para a procura de maiores rentabilidades no mercado *high yield*. De facto, os *spreads* das obrigações nos mercados da periferia tinham-se deteriorado moderadamente na viragem do ano, mas voltaram a corrigir no final do mês de Janeiro, com o índice i-Traxx Crossover a recuperar para os níveis de Outubro.

□ **Pelo contrário, no mercado norte-americano as emissões no mercado primário em Janeiro abrandaram em relação ao mesmo mês do ano anterior**, em qualquer dos segmentos de risco. No segmento de grau de investimento destacou-se uma emissão da Apple de USD 6.5 mil milhões e uma emissão de USD 3 mil milhões da Capital One. No mercado secundário, começou-se a assinalar um agravamento dos *spreads*, mesmo nas categorias de *rating* mais elevado. Mas é sem dúvida no mercado *high yield* norte-americano que se tem registado uma maior correcção, em particular face ao agravamento da percepção do risco no sector energético, na sequência da queda dos preços do petróleo (recorde-se que o sector energético tem um peso de cerca de 16-18% no mercado *high yield* dos EUA, enquanto na Europa é de cerca de 2%).

CDS - Índices iTraxx

(pontos base)



Emissões de Obrigações Corporate

(mil milhões USD e mil milhões EUR)

	EUA		Europa	
	IG	HY	IG	HY
jan-14	106	24	56	8
fev-14	84	16	40	8
mar-14	121	38	55	16
abr-14	96	48	35	16
mai-14	99	49	54	7
jun-14	107	46	51	14
jul-14	56	29	22	6
ago-14	42	6	12	3
set-14	108	51	56	12
out-14	89	31	39	2
nov-14	113	37	60	5
dez-14	57	10	10	5
jan-15	95	23	74	14

Fonte: UBS/Bloomberg.

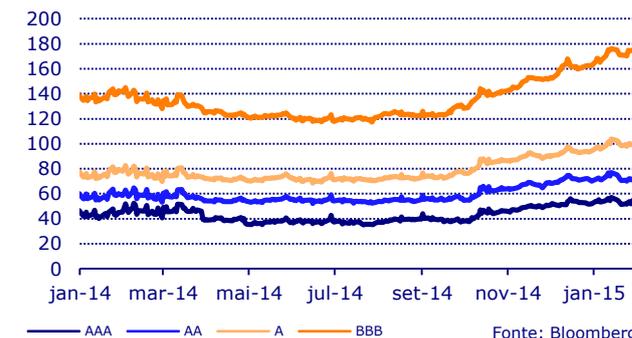
Spreads da dívida face ao swap US - High Yield

(pontos base)



Spreads da dívida diversa face ao swap (US)

(pontos base)



MERCADOS ACCIONISTAS

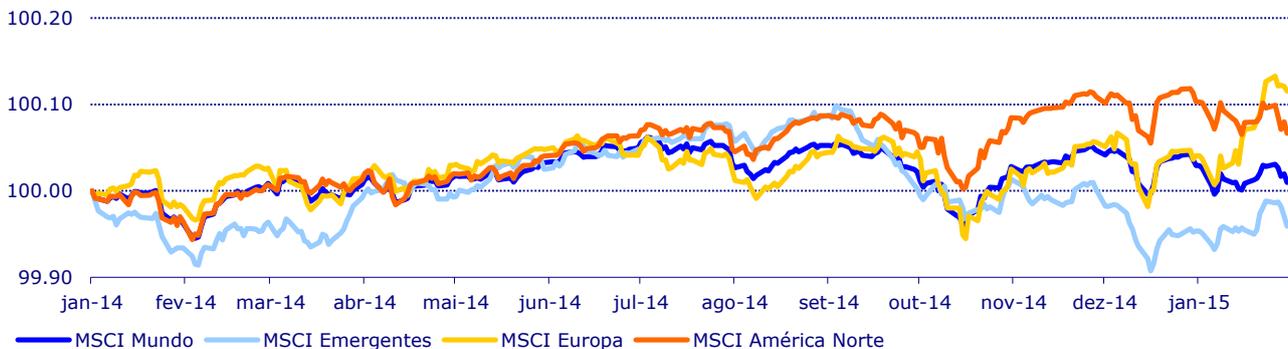
MERCADOS

SERÁ QUE A EUROPA CONSEGUE SEDUZIR OS INVESTIDORES?

- **No seu conjunto, as bolsas europeias estão a mostrar um bom começo de ano, captando interesse e investimento, divergindo da estagnação sentida na outra margem do Atlântico.** De facto, se dos EUA vem um sentimento de estagnação em termos de reforço das aquisições de activos com risco, na Europa, os preços baixos de inúmeros papéis, coexistindo com o reforço da liquidez, gera um ambiente mais atraente ao investimento. Complementarmente, a divergência e evolução das respectivas políticas monetárias, em resposta à realidade económica, está a gerar percepções diferentes na formação de expectativas: se nos EUA, com maior ou menor atraso (a inflação baixa pode mudar *timings*), deverá iniciar-se o ciclo de subida das taxas de juro; na Zona Euro acentuou-se, recentemente, a política expansionista e as taxas de juro nos prazos mais curtos estão negativas, num cenário que tanto abarca a aceleração da queda da inflação como o aumento da confiança de consumidores e empresários.
- **Deste modo, tanto DJI, como S&P500 e NASDAQ têm falhado a continuação da tendência *bullish*, embora permaneçam perto dos valores máximos.** A análise gráfica mostra, nos três índices, várias tentativas falhadas de conquista de novos patamares ao longo das últimas semanas. Desde o início de 2015, DJI, S&P500 e NASDAQ registam perdas acumuladas de 4%, 3% e 2%, respectivamente. Na Europa, as *performances* têm sido positivas. O DAX, o CAC40 e o PSI20 mostram ganhos de 9%, 7% e 5% (o IBEX35 tem uma perda de 2%). Dentro de um contexto de forte volatilidade, o índice nacional verificou um importante arranque desde o início do ano, suportado por uma maior procura de empresas do sector da distribuição e de energia, ao mesmo tempo que se dava a fuga dos bancos. Para além da envolvente económica mais favorável, o PSI20 e os restantes índices europeus estão a beneficiar do lançamento pelo BCE do programa de compra de dívida pública, da depreciação do euro e da queda do preço do petróleo, factores que concorrem para uma maior competitividade das empresas.
- **A recuperação das bolsas na Europa deverá agora ganhar firmeza, num ambiente de taxas de juro historicamente baixas, evidenciando-se as empresas que têm expectativas de virem a distribuir dividendos elevados.** Nos EUA, por seu turno, os resultados e os potenciais dividendos podem vir a ser penalizados com a permanência de um dólar forte, globalmente sobreavaliado.
- **Ainda permanecem como factores de risco a ter em conta ao longo das próximas semanas a Grécia e a Ucrânia. Ambos podem quebrar o ambiente favorável ao investimento em activos de risco, sobretudo na Europa.**

Perante a estabilização/estagnação das bolsas americanas, destacou-se neste início do ano a boa performance das bolsas europeias; as emergentes dão sinais mais positivos

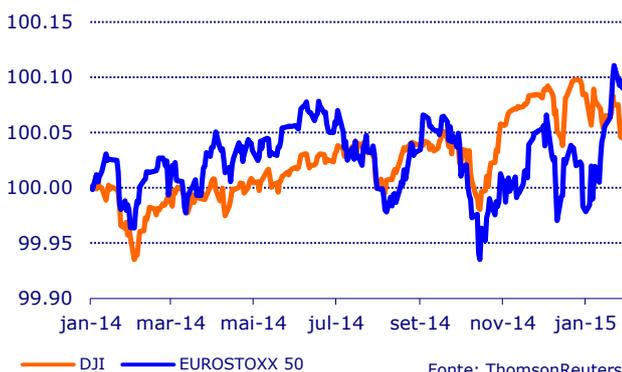
(base 100= Jan 14)



Fonte: ThomsonReuters

DJI perdeu dinâmica de subida; EUROSTOXX 50 confirma regresso do investimento à Europa

(base 100= Jan 14)



Fonte: ThomsonReuters

PSI20 mostra querer contrariar tendência de queda; IBEX35 consolida actuais patamares

(base 100= Jan 14)



Fonte: ThomsonReuters

Agostinho Leal Alves

PREÇOS DO PETRÓLEO ABAIXO DOS USD70 FACE A INACTIVIDADE NA OPEP

□ Durante a maior parte do mês de Janeiro, a evolução dos preços do petróleo manteve a tendência decrescente observada durante a segunda metade de 2014, registando-se uma descida dos preços abaixo dos USD 50 por barril (p/b) pela primeira vez desde Abril de 2009. Observa-se assim que os factores macroeconómicos relacionados com a pressão descendente causada pela situação de desfasamento entre o crescimento da procura abaixo das previsões (para a qual se destaca o fraco ritmo de retoma económica na Europa e o abrandamento das indústrias chinesas) e amplo crescimento da oferta em 2014 (principalmente centrado na expansão da produção de *shale oil* norte-americano e à decisão da OPEP de não intervir nos mercados com reduções de produção). Dentro desta linha, de acordo com o último relatório da IEA, a procura mundial de petróleo aumentou 620 kb/d (+0.7%) em 2014, cerca de metade do valor apontado antes da queda dos preços em Julho. Para 2015, a IEA manteve inalterada a sua previsão de um aumento da procura em 900 kb/d, admitindo que apesar da retoma da economia mundial favorecer um aumento da procura, a leitura dos PMI para o sector das manufacturas na UEM e na China continua a mostrar falta de dinamismo no sector, enquanto a depreciação das moedas de vários países importadores face ao dólar reduzirá os efeitos positivos dos preços mínimos actualmente praticados. No final de Janeiro, começa-se porém, a observar um possível movimento de recuperação dos preços, que regressaram actualmente a níveis de Dezembro do ano anterior, situação esta que é parcialmente devida à greve dos trabalhadores do sector nos EUA, mas que aponta também para receios no lado da oferta. De facto, os preços actualmente praticados nos mercados internacionais estão a levar as empresas petrolíferas a reduzir o seu capex e adiar ou cancelar novos projectos, o que reduz consideravelmente as perspectivas de crescimento da produção petrolífera em 2015. Segundo a IEA, a produção de petróleo fora dos países da OPEP deverá abrandar para 950 kb/d, isto após uma expansão de 1.9 mb/d em 2014, com o crescimento da produção dos EUA a manter-se próximo dos níveis actuais e a representar de longe o maior contributo para o crescimento, compensadas perdas em outros países.

Principais produtores de crude					Procura de crude por região				
	Peso 'Dez 14	Nov 14	Dez 14	Dez/ Nov		Peso 4T14	3T14	4T14	4T/3T
(milhão de barris por dia)					(milhão de barris por dia)				
OPEP	39.2%	36.89	36.97	0.2%	OCDE	49.5%	45.8	46.2	1.0%
A. Saudita	10.1%	9.51	9.52	0.1%	Américas	26.4%	24.2	24.7	1.9%
Iraque	3.9%	3.41	3.70	8.5%	Europa	14.3%	13.9	13.3	-4.1%
Líbia	0.5%	0.69	0.44	-36.2%	Ásia/Oceania	8.8%	7.7	8.2	7.4%
Não OPEP	60.8%	57.16	57.24	0.1%	Não OCDE	50.5%	47.3	47.2	-0.1%
OCDE	24.7%	23.05	23.23	0.8%	Ásia	24.5%	22.3	22.9	3.0%
EUA	13.1%	12.42	12.36	-0.5%	Médio-Oriente	8.4%	8.6	7.8	-8.4%
Canadá	4.6%	4.20	4.35	3.6%	Américas	7.3%	6.9	6.9	-0.9%
Não OCDE	31.7%	29.69	29.85	0.5%	Ex-URSS	5.3%	5.0	4.9	-2.0%
Rússia	11.7%	10.95	10.99	0.4%	África	4.3%	3.8	4.0	3.6%
Outros Ex-URSS	3.2%	2.91	3.05	4.8%	Europa	0.7%	0.7	0.7	1.5%
China	4.4%	4.22	4.15	-1.7%	Total	100.0%	93.1	93.4	0.4%
Brazil	2.6%	2.44	2.48	1.6%					
(ajustamentos) ¹	2.4%	2.22	2.22	0.0%					
(total biofueis) ²	2.1%	2.21	1.94	-12.2%					
Total	100.0%	94.06	94.21	0.2%					

Fonte: AIE.

Notas: ¹.Ganhos e perdas com refinação e transporte marítimo;
².Etanol do Brasil e dos EUA.

□ Apesar das baixas temperaturas registadas na América do Norte, o preço do gás natural manteve uma tendência decrescente, posicionando-se actualmente em níveis mínimos de 2012. Apesar da existência de alguma pressão ascendente vinda dos factores geopolíticos (o reacendimento do conflito entre a Ucrânia e a Rússia) e do decréscimo do PIB no Japão, o factor que domina a actual tendência é, de longe, a expansão da produção de *shale gas* nos EUA que, de acordo com a EIA, registou, em Novembro de 2014, o primeiro mês sem qualquer importação de gás natural desde 1996, encontrando-se o país numa situação de auto-suficiência nesta *commodity*, sendo de prever que este se torne no maior exportador mundial.

□ O ouro registou uma recuperação moderada em Janeiro, regressando para níveis de Agosto do ano anterior. De facto, os factores condicionantes da procura de ouro parecem favorecer o aumento da sua compra como refúgio, nomeadamente face às taxas de juro negativas que se registam em vários países, à possibilidade de deflação na zona Euro e a possibilidade de que os fracos níveis de crescimento na Europa e o abrandamento do crescimento na China levem a Fed a considerar um atraso no início do processo de normalização da política monetária nos EUA. Além disso, a compra de ouro por parte dos bancos

MERCADO DE COMMODITIES

MERCADOS

PREÇOS DO PETRÓLEO ABAIXO DOS USD70 FACE A INACTIVIDADE NA OPEP (cont.)

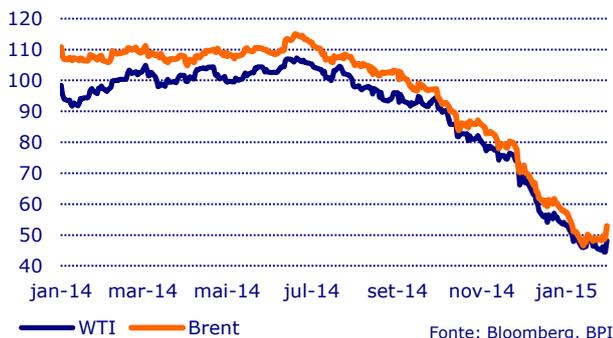
centrais em 2014 atingiu as 461 toneladas, o valor mais alto desde 1971, sendo que o Banco Central Russo foi responsável por 1/3 do total de compras, à medida que o país procura reduzir a sua exposição ao dólar, proteger o rublo e diversificar as suas reservas.

▫ **Nas commodities industriais, a falta de dinamismo reportada nas indústrias chinesas continua a manter os preços em níveis mínimos**, com o algodão e a ferro a registarem uma variação de preços nula enquanto o cobre continuou a depreciar. Todas estas *commodities* encontram-se em mínimos de 2009. Apesar de uma ligeira recuperação dos preços face à publicação de relatórios que apontavam para a possibilidade de reduções de *output* por parte da indústria mineira face aos preços mínimos praticados, a presente situação de mercado continua a ditar a evolução dos preços, estando em curso uma clara reestruturação do mercado que considera a perda de confiança nas importantes indústrias chinesas numa altura em que a extracção de minérios desloca-se de minas com maiores custos de produção, como na Austrália, em benefício de países emergentes em África e na Ásia Central.

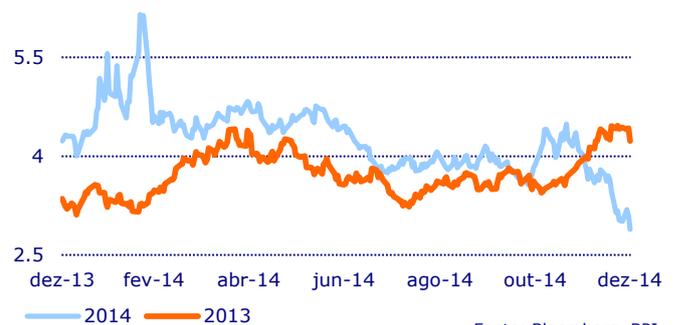
▫ **Após uma apreciação de preços iniciada em Outubro, o preço do trigo voltou a cair de forma acelerada em Janeiro**, voltando para os níveis mínimos registados em Setembro de 2014. Esta queda de preços, que contrapõe receios relacionados com o efeito das sanções internacionais na produção de trigo na Rússia, prende-se maioritariamente com a valorização do dólar e uma consequente queda da procura externa de trigo norte-americano. A maioria das *commodities* agrícolas encontra-se actualmente em níveis mínimos, devido a abundância da oferta e a redução dos custos de produção face ao colapso dos preços do petróleo, tendo a ONU registado reduções no custo da alimentação em 8 dos últimos 9 meses.

O fim de Janeiro poderá marcar uma possível travagem da queda dos preços do petróleo

(USD/barril)

**A forte expansão da produção nos EUA continua a contrariar a sazonalidade do gás natural**

(USD)

**O risco de deflação na UEM, entre outros, fomentou a compra de ouro como refúgio**

(USD)

**O preço do trigo voltou a cair face à valorização do dólar e a queda das exportações dos EUA**

(USD)



