

# Análise Mensal

09 de Março de 2016

## Mercados Financeiros

### TÍMIDOS SINAIS DE MELHORIA

Paula Gonçalves Carvalho  
Agostinho Leal Alves  
José Miguel Cerdeira  
Teresa Gil Pinheiro  
Vânia Patrícia Duarte

- ▶ Na actualização do cenário macroeconómico, em Fevereiro, a OCDE reviu em baixa o crescimento económico mundial esperado para 2016-17, antecipando que este ano o PIB global cresça 3.0%, o mesmo do que em 2015, acelerando para 3.3% em 2017. As economias desenvolvidas deverão continuar a apresentar ritmos de expansão moderados. A OCDE estima que os EUA registem um crescimento do PIB de 2.0% em 2016 e 2.2% em 2017; na zona euro, o PIB deverá avançar 1.3% e 1.7% em 2016 e 2017, respectivamente. Relativamente às economias emergentes, destaque para a China, que depois de um ritmo de crescimento de 6.9% em 2015, deverá avançar 6.5% em 2016 e 6.0% em 2017. O abrandamento esperado reflecte a alteração da sua estrutura de crescimento, menos suportado pela indústria e mais pelos serviços. Como mensagens principais, a OCDE chama a atenção para o facto de o crescimento se manter muito fraco e para a necessidade de medidas de acção colectivas. Para além de manter políticas monetárias acomodáticas, a organização apela à implementação de políticas fiscais de estímulo ao crescimento, direccionadas para o apoio e suporte do investimento, e à concretização de reformas estruturais que reforcem o crescimento potencial e a produtividade.
- ▶ A volatilidade continua a dominar os preços dos activos financeiros e o mercado cambial não é excepção. Efectivamente, o dólar voltou a recuperar terreno com a alteração de sentimento verificada nas últimas semanas. Assim, o tema da divergência de políticas monetárias volta, muito timidamente, a condicionar os movimentos nos câmbios e poderá mesmo levar o EUR/USD a testar valores mínimos recentes, em torno de 1.05. Para já, aguarda-se mais volatilidade na sequência da leitura dos resultados das próximas reuniões de política monetária do BCE e Reserva Federal.
- ▶ O pendor das políticas monetárias nas regiões desenvolvidas vai manter-se ultra-acomodaticio apesar da lenta reversão da política de taxas de juro nulas da Reserva Federal. E as medidas que avaliam as expectativas de inflação continuarão a ser monitoradas de perto. Neste contexto, o destaque vai para os sinais de efeitos de segunda ordem nos EUA, onde o andamento dos salários parece estar a reforçar a sua dinâmica no contexto de um mercado laboral com folga decrescente. Nos países da zona euro, em contrapartida, as principais medidas de andamento dos preços ainda se situam em valores muito baixos e o mercado continua a duvidar da eficácia da autoridade monetária.
- ▶ Apesar da ligeira diminuição recente da aversão ao risco, não é certo que o sentimento mais optimista perdure. E as avaliações implícitas nos mercados de taxa fixa de referência comprovam precisamente a necessidade de confirmar os sinais mais positivos recentes. Efectivamente, a *yield* dos títulos de 10 anos dos *US Treasuries* tem oscilado em torno de 1.7%-1.8% nas últimas semanas, contrastando com valores acima de 2.2% no final de 2015. Este é um mercado que estará vulnerável num contexto de melhoria mais sustentada do sentimento de mercado. Em contrapartida, o mercado de dívida pública dos países da zona euro permanecerá suportado pela implementação de medidas mais agressivas de cariz não convencional pelo BCE, nomeadamente a aquisição directa de activos em mercado secundário. Os mercados de dívida pública dos países considerados mais vulneráveis têm também beneficiado desta conjuntura mais propícia, para além de serem favorecidos com a perspectiva de uma política monetária mais agressiva. De facto, o prémio de risco das obrigações do tesouro português desceu ligeiramente nos primeiros dias de Março, para uma média de 273 p.b. que compara com valores em torno de 300 p.b no mês passado. Esta mesma tendência sentiu-se também nos prémios de risco de Espanha, Itália e Grécia. Todavia, apesar da melhoria, é de salientar que ainda se situam significativamente acima do patamar observado ao longo de 2015, quando o *spread* médio das OT's se situou em 188 p.b., com um mínimo de 129 p.b., há cerca de 1 ano atrás.
- ▶ Os mercados accionistas parecem ter ultrapassado os piores momentos, sobretudo no que diz respeito aos índices norte-americanos, onde a performance continua a ser condicionada pelas expectativas quanto ao ritmo de ajustamento da política monetária por parte da Reserva Federal, pelo desempenho das acções das empresas do sector energético e receios de abrandamento disruptivo da economia chinesa. No mercado europeu, a elevada liquidez, as políticas económicas de suporte e os potenciais efeitos desfasados da situação de preços do petróleo muito baixos nos balanços e lucros do sector empresarial, são inequívocos factores de suporte. O posicionamento relativo também ajuda, depois dos mínimos observados muito recentemente, sugerindo que existe potencial para valorização.
- ▶ Esta publicação engloba dois artigos de opinião, em concreto uma análise sumária relativa ao Orçamento de Estado para 2016, onde se enumeram alguns dos riscos associados à execução da política orçamental e se evidenciam os objectivos oficiais subjacentes ao OE. Inclui também uma nota relativa ao sector secundário português, destacando o sector industrial e evidenciando algumas das tendências mais recentes quanto ao pendor exportador, participação na criação de riqueza e peso no mercado de trabalho.

## **TÍMIDOS SINAIS DE MELHORIA**

Parecem estar a despontar tímidos sinais de melhoria de sentimento nos mercados financeiros internacionais. Os preços de algumas *commodities*, designadamente petróleo e alguns metais, registam recuperação face aos mínimos alcançados já este ano; algumas medidas de avaliação das expectativas de inflação também melhoram, sobretudo nos EUA onde a variação anual dos índices de inflação *core* já excede o patamar de 2%; e os activos com maior risco registam recuperação, designadamente os mercados de acções, dívida *corporate* e *commodities*.

Apesar do optimismo, este é um movimento que carece de confirmação. Efectivamente, grande parte da alteração de sentimento fica a dever-se a sinais mais consistentes e positivos vindos da China, onde as autoridades recorreram a mais medidas de estímulo e os fluxos de saídas de capitais abrandaram em Fevereiro. A reacção dos mercados nos próximos dias constituirá certamente um teste à resiliência deste despontar de optimismo, na sequência do esperado reforço dos estímulos pelo BCE e da reunião da Reserva Federal dos EUA, de onde não se esperam alterações mas cujas indicações serão escrutinadas ao milímetro.

### **DEPARTAMENTO DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS**

Paula Gonçalves Carvalho                      Economista Chefe  
Teresa Gil Pinheiro  
José Miguel Cerdeira  
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 Recomendações e Factores de Risco	06
<b>TEMAS EM DESTAQUE</b>	
<b>PERSPECTIVA-SE CRESCIMENTO MODERADO MAS COM ALGUMAS FRAGILIDADES</b>	07
<b>PORTUGAL – NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO ESTADO</b>	11
<b>BCE - EXPECTATIVA QUANTO ÀS MEDIDAS E SUA EFICÁCIA</b>	13
<b>FRACO CRESCIMENTO DAS ECONOMIAS EMERGENTES NO MERCADO DE MATÉRIAS-PRIMAS</b>	15
<b>ECONOMIAS</b>	
<b>ESTADOS UNIDOS – SINAIS POSITIVOS DO OUTRO LADO DO ATLÂNTICO</b>	17
<b>ZONA EURO - RECUPERAÇÃO ECONÓMICA GRADUAL EM 2015</b>	18
<b>ESPAÑA - CONSOLIDA-SE A RETOMA ECONÓMICA</b>	19
<b>BRASIL - QUALIDADE DO RISCO CAI PARA ESPECULATIVO</b>	20
<b>ANGOLA - RECEITAS DE PETRÓLEO CAIEM EM JAN. APESAR DO AUMENTO DE PRODUÇÃO</b>	21
<b>MOÇAMBIQUE – CRESCIMENTO ABRANDA NO FINAL DE 2015</b>	23
<b>ÁFRICA DO SUL - ORÇAMENTO DE ESTADO 2016/17 FOCADO NA CONSOLIDAÇÃO FISCAL</b>	24
<b>MERCADOS</b>	
<b>MERCADO CAMBIAL</b>	
USD VOLTA A BENEFICIAR DA DIVERGÊNCIA DE POLÍTICAS MONETÁRIAS	25
<b>MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA</b>	
PERSISTEM AS BAIXAS RENTABILIDADES	26
<b>MERCADOS ACCIONISTAS</b>	
ACÇÕES E PETRÓLEO NEGOCEIAM NO MESMO SENTIDO	27
<b>MERCADO DE COMMODITIES</b>	
O OURO GANHA BRILHO	28
<b>PREVISÕES</b>	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas BPI - EUA&UEM	
Previsões Económicas BPI - Portugal	29
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	30
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	31
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e <i>Spreads</i> dos Mercados Emergentes	32
<b>OPINIÃO</b>	
<b>NOTAS AO ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2016</b>	33
<b>CARACTERIZAÇÃO DO SECTOR SECUNDÁRIO EM PORTUGAL (PARTE II)</b>	39
<b>BASES DE DADOS</b>	53

## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
<b>Global</b>	<p>. A OCDE reviu em baixa o crescimento mundial esperado para 2016-17, antecipando que este ano, o mundo cresça 3.0%, o mesmo do que em 2015, acelerando para 3.3% em 2017. As economias desenvolvidas deverão continuar a apresentar ritmos de expansão moderados. A OCDE estima que os EUA cresçam 2.0% em 2016 e 2.2% em 2017; na zona euro, o PIB deverá avançar 1.3% e 1.7% em 2016 e 2017, respectivamente.</p> <p>. A China cresceu 6.9% em 2015 e a OCDE antecipa um crescimento de 6.5% em 2016 e 6.0% em 2017. O abrandamento esperado reflecte a alteração da sua estrutura de crescimento, menos suportado pela indústria e mais pelos serviços. Esta alteração tem também implicações no comportamento das economias emergentes, geralmente produtoras de <i>commodities</i>.</p>	<p>. Os factores de risco estão associados aos eventuais efeitos de um arrefecimento da China na economia mundial. Também a eventualidade de um processo de reversão desordenado da política de taxas de juro quase nulas da Reserva Federal representa um risco para o crescimento mundial, ainda que talvez mais moderado. Nas economias exportadoras de <i>commodities</i>, normalmente economias emergentes, o crescimento continuará a ser afectado pela queda dos preços desses activos.</p> <p>. Pela positiva, a manutenção em níveis relativamente baixos dos preços do petróleo, a política orçamental mais neutral (sobretudo na UEM), a correcção nos balanços financeiros, e uma possível retoma mais forte que o esperado da Formação Bruta de Capital Fixo (pouco provável nas actuais circunstâncias), poderão justificar crescimento acima do esperado.</p>
<b>EUA</b>	<p>. A 2ª estimativa do PIB reviu o crescimento da economia americana em 0.3 pontos percentuais, estimando-se o aumento do PIB nos E.U.A. em 1% yoy no último trimestre e de 2.4% no ano de 2015. A desaceleração verificada no último trimestre do ano passado teve essencialmente a ver com um menor crescimento do consumo privado e quebras no investimento não-residencial fixo, com um decréscimo também nas exportações. Para 2016, as expectativas são de crescimento moderado, esperando-se que o forte desempenho do mercado interno (bastante suportado pelas melhorias no mercado de trabalho) compense a perspectiva de abrandamento global nas restantes economias mundiais. A nossa previsão é de que o PIB americano desacelere, embora mantendo um crescimento sustentado, aumentando 2.1%.</p>	<p>. Potencial instabilidade associada à alteração do ciclo de política monetária poderá gerar nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e a actividade, sendo também possível que o fortalecimento do dólar possa prejudicar igualmente o desempenho das exportações americanas.</p>
<b>Japão</b>	<p>. A OCDE estima que a economia tenha avançado 0.4% em 2015 acelerando para 0.8% em 2016 e 0.6% em 2017. Nos próximos dois anos, a economia beneficiará de uma política fiscal mais expansionista, baixo preço do petróleo e condições financeiras acomodáticas. Neste campo refere-se o corte da taxa de depósitos para -0.1%, com o objectivo de reinflacionar a economia.</p>	<p>. Riscos para o crescimento continuam enviesados no sentido descendente, associados a evolução mais moderada da procura por parte dos principais parceiros comerciais.</p>
<b>Z. Euro</b>	<p>. A recuperação económica deverá manter-se em 2016; a nossa previsão é de 1.6%. O ritmo de recuperação deverá ser distinto entre os vários países membros, revelando as especificidades de cada um. A desaceleração económica na China e noutros países emergentes, afectados pela queda dos preços das <i>commodities</i> e desvalorização das respectivas moedas, poderá contribuir para uma procura externa débil este ano. O lento ritmo da retoma económica e de criação de emprego deverão ser insuficientes para reduzir de forma substancial a taxa de desemprego. Neste cenário, as pressões inflacionistas via salários continuam débeis.</p>	<p>. Desaceleração económica nos países emergentes, principalmente na China;</p> <p>. Questões de ordem política: Médio Oriente, Ucrânia-Rússia; eleições nalguns Estados-Membros; incerteza política em Espanha;</p> <p>. Intensificação de actividades extremistas (ex: terrorismo);</p> <p>. Pela positiva: manutenção dos baixos preços do petróleo; efeitos do programa do QE (e possíveis medidas monetárias adicionais) e aumento da confiança dos agentes económicos.</p>

## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

Perspectivas Globais	Factores de Risco
<p><b>R. Unido</b></p> <p>. Depois de em 2015 ter avançado 2.2%, a OCDE estima um crescimento de 2.1% em 2016 e 2.0% em 2017. A procura interna continuará a ser o principal factor de suporte ao crescimento, sobretudo por via do consumo privado que poderá beneficiar de ganhos de rendimento associados à solidez do mercado de trabalho.</p>	<p>. Arrefecimento da procura global com impacto negativo no comportamento das exportações. Internamente, a incerteza quanto ao resultado do referendo quanto à permanência ou não do Reino Unido na União Europeia, poderá traduzir-se em adiamento de decisões de investimento pesando negativamente no crescimento.</p>
<p><b>Portugal</b></p> <p>. No 4T15, o PIB avançou 0.2% qoq, expandindo 1.3% em termos homólogos. Este nível de crescimento reflecte uma tendência de abrandamento que se tem vindo a sentir desde a segunda metade do ano passado, com a procura interna a continuar a ser sustentada pelo consumo, mas a procura externa a revelar-se mais negativa para a economia portuguesa. Na globalidade de 2015, registou-se um crescimento do PIB de 1.5%, com o consumo a crescer 2.6%, acima da expansão de 2.2% no ano anterior. Já a procura externa líquida teve um contributo negativo, retirando 1.0 ponto percentual à variação do PIB.</p>	<p>. Os riscos são maioritariamente descendentes para o crescimento e, para além dos factores externos, reflectem receios de um posicionamento mais cauteloso dos agentes económicos perante um cenário de maior incerteza, em particular no que se refere ao investimento em bens de capital, que tem vindo a desacelerar durante o ano de 2015 e chegou a diminuir no último trimestre (-0.9% yoy).</p>
<p><b>América Latina</b></p> <p>. O PIB da região recuou 0.3% em 2015, resultado da queda dos preços das <i>commodities</i>, desaceleração do crescimento dos principais parceiros comerciais (em particular da China), e constrangimentos internos da maior economia da região (Brasil). Os países exportadores de petróleo sofreram uma acentuada queda das receitas fiscais e de exportação. Mas a queda dos preços de outras matérias-primas como o cobre, minério de ferro, ouro e soja, também afectaram países exportadores como o Brasil, Chile e Peru. A economia da região deverá voltar a recuar em 2016, face à recessão económica no Brasil. Ainda assim, a contracção económica da região continua a resultar de comportamentos divergentes entre as diferentes economias, com o Brasil a registar uma forte recessão, mas os países da Aliança do Pacífico a registarem apenas um crescimento mais moderado.</p>	<p>. Os riscos são elevados em termos de aumento da volatilidade nos mercados financeiros e saídas de capitais externos na sequência da inversão da política monetária dos EUA, e de uma recessão prolongada no Brasil.</p> <p>. Acrescem ainda as incertezas relativamente à estabilização do crescimento económico da China, e os riscos de uma recuperação mais lenta nos preços das <i>commodities</i>.</p>
<p><b>África Sub-sariana</b></p> <p>. O crescimento da região está a ser adversamente afectado pela crise desencadeada pela queda dos preços das <i>commodities</i>, e em particular pelo agravamento do contexto económico na África do Sul e na Nigéria (sendo que estas duas economias representam mais de metade do PIB da região). Desta forma, espera-se que o crescimento tenha desacelerado em 2015 para o nível mais baixo dos últimos 6 anos (+3.5% de acordo com o FMI) e que acelere para +4.0% este ano.</p> <p>. A desaceleração económica sentida na região reflecte os ajustamentos dos países aos reduzidos preços das <i>commodities</i> e a custos de financiamento superiores, efeitos que têm pesado nalgumas das principais economias (Nigéria, Angola e África do Sul), assim como em pequenos países exportadores de matérias-primas.</p>	<p>. Para os países exportadores de petróleo, apesar das medidas de ajustamento implementadas, a permanência dos preços da matéria-prima em níveis baixos ameaça a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento económico.</p> <p>. Entretanto, a maioria dos países da região continua a apresentar défices externos e, portanto, as suas moedas deverão continuar sob pressão, tanto nos países com câmbios flexíveis (Zâmbia e Moçambique) como em países com regimes de câmbio fixo (Nigéria e Angola).</p> <p>. O possível agravamento das condições de financiamento a nível global, decorrentes de um eventual novo ajustamento das taxas de juro nos EUA, poderá também afectar as economias mais vulneráveis à saída de capitais (principalmente a África do Sul).</p>

## Principais Recomendações e Factores de Risco

Recomendações	Factores de Risco
<p><b>M. Cambial</b></p> <p>. O regresso da possibilidade de acentuação da divergência de políticas monetárias entre EUA e UEM é, presentemente, o factor mais relevante para a evolução do EUR/USD. Perante os últimos dados económicos divulgados parece mais certo que se espere uma nova subida dos juros nos EUA e novas medidas de apoio do BCE à actividade económica, nomeadamente juros ainda mais negativos e recompras adicionais de títulos. Neste contexto, parece-nos adequado manter posições longas em dólares contra euros. Quanto à libra, os recentes acordos entre Reino Unido e UE "acalmaram" a discussão acerca do Brexit. No entanto, é provável que a GBP se mantenha debilitada em relação a USD e EUR. Mais próximo da data do referendo (23 de Junho) se saberá as probabilidades para cada uma das posições em disputa. Para já, aconselham-se posições curtas em libras. O franco suíço tem mostrado maior volatilidade, mas acredita-se que se mantém a política das autoridades de limitar movimentos de apreciação da moeda. Perante mais medidas de política monetária do BCE, o SNB deverá manter-se actuante e segurar o EUR/CHF nos actuais níveis.</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>. O BCE irá reforçar o teor acomodatório da sua política na reunião de Março, contribuindo para que as taxas de juro de curto prazo de referência se mantenham em níveis reduzidos. É possível que as taxas Euribor ainda não tenham atingido os mínimos do presente ciclo, pelo que continuamos a considerar mais adequado a obtenção de financiamentos em prazos curtos/médios. 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>. Na zona euro, as taxas de curto prazo encontram-se em terreno negativo em todos os prazos. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido.</p> <p>. Nos EUA, a possibilidade de que o ciclo de normalização das taxas de referência seja mais gradual do que o esperado no início do ano traduzir-se-á em aumentos das taxas de juro de curto-prazo de referência mais moderados.</p>
<p><b>Div. Pública</b></p> <p>. Em Fevereiro, o mercado de taxa fixa continuou dominado por movimentos de fuga para a qualidade, o que se traduziu na manutenção das taxas de rentabilidade dos principais <i>benchmarks</i> em níveis reduzidos. No curto prazo esta tendência manter-se-á inalterada. Para além da incerteza quanto ao crescimento global, o reforço das políticas monetárias ultra-expansionistas e/ou posicionamento mais cauteloso das autoridades monetárias dos países como maior dinamismo económico, continuará a reflectir-se em taxas de rentabilidade baixas.</p> <p>. A dívida dos países da periferia do euro continuará a beneficiar do suporte do BCE, mas maior incerteza interna está a reflectir-se em prémios de risco mais elevados.</p>	<p>. Um movimento mais acentuado de correcção dos baixos níveis de inflação do que o antecipado pelo mercado poderá reflectir-se num movimento mais penalizador da dívida pública. Contudo, não se exclui a possibilidade de um movimento contrário, caso surjam sinais de arrefecimento da economia mundial, via menor crescimento de alguns emergentes. Neste caso, os investidores poderão favorecer aplicações em activos com menor risco, contribuindo para o aumento do preço dos títulos de taxa fixa. Nos países da periferia, os prémios de risco podem agravar-se moderadamente, caso os mercados percepcionem de modo desfavorável as novas políticas fiscais. Contudo, a dívida destes países continuará suportada pelo QE do BCE.</p>
<p><b>Div. Diversa</b></p> <p>. Num cenário de maior incerteza e maior procura de activos de maior qualidade continua patente no alargamento dos <i>spreads</i> e nas expectativas de aumento das taxas de incumprimento para 2016.</p> <p>. As agências de <i>rating</i> têm vindo a alertar para o aumento do número de incumprimentos de empresas com notação especulativa.</p> <p>. No mercado europeu a expectativa de manutenção de uma política monetária acomodatória deverá favorecer o mercado de dívida diversa.</p>	<p>. A possibilidade de as empresas terem dificuldades em se refinanciarem depois de correcções nas <i>yields</i>, principalmente no segmento <i>high yield</i>.</p> <p>. Exposição a empresas do sector energético com menor qualidade creditícia.</p> <p>. O crescimento de intermediários financeiros não bancários (ou <i>shadow banking</i>).</p> <p>. O risco da reduzida liquidez do mercado.</p> <p>. Exposição aos mercados emergentes.</p> <p>. Relaxamento nos critérios de acesso ao crédito, traduzido num aumento de <i>leverage loans</i> (empréstimos a empresas bastante alavancadas) ou <i>covenant-lite loans</i> (empréstimos com menor protecção para o credor).</p>
<p><b>Acções</b></p> <p>. Deverão registar-se valorizações nos mercados europeus ao longo de 2016, dada a elevada liquidez. As avaliações atractivas das empresas europeias podem ser uma boa oportunidade de compra, num ambiente económico e monetário mais favorável. No entanto, os receios quanto à desaceleração económica na China poderão gerar novas correcções (assim como nas restantes bolsas mundiais).</p> <p>. A <i>performance</i> americana continua a ser condicionada pelas expectativas quanto ao ritmo de ajustamento da política monetária por parte da Reserva Federal, assim como pelo desempenho das acções das empresas do sector energético e receios sobre o abrandamento da economia chinesa.</p> <p>. As principais apostas mantêm-se nas empresas exportadoras europeias, nomeadamente as que assentam em negócios cíclicos. Em sentido contrário, destacam-se as acções das empresas energéticas.</p>	<p>. No caso americano, a possibilidade de novos aumentos das taxas de juro até ao final do ano poderá continuar a afastar os investidores para os mercados europeus e japoneses. Ao mesmo tempo, um dólar mais forte, a manutenção dos preços do petróleo em níveis relativamente baixos (no caso das petrolíferas), um débil crescimento económico nos mercados emergentes e a eventual subida das taxas de juro poderão afectar os resultados das empresas norte-americanas.</p> <p>. Questões políticas e geopolíticas, com destaque para a incerteza política nalguns países europeus, o agravamento do conflito entre a Rússia e a Ucrânia, Médio Oriente e eventuais manifestações de actividades extremistas.</p> <p>. Desaceleração económica na China e novas políticas de estímulo que as autoridades chinesas possam desencadear.</p>
<p><b>Commodities</b></p> <p>. Em termos globais, permanece o cenário de oferta sem constrangimentos e uma procura globalmente estável. No mercado energético, a oferta é superior à procura; contudo, o movimento de queda acentuada dos preços levou ao fecho das explorações mais dispendiosas e, por isso, menos viáveis financeiramente, e à contracção do investimento. Um maior equilíbrio deverá permitir preços mais suportados.</p> <p>. Num contexto de maior volatilidade nos mercados accionistas, os metais preciosos podem voltar a atrair investidores.</p>	<p>. A situação económica da China, num processo de grande transformação, é de grande relevância para a totalidade dos mercados de matérias-primas dada a sua situação cimeira como produtor e consumidor.</p> <p>. Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes, geradores de volatilidade nos preços.</p> <p>. Concertação entre a OPEP e outros países produtores de petróleo para a redução da produção.</p>

## PERSPECTIVA-SE CRESCIMENTO MODERADO MAS COM ALGUMAS FRAGILIDADES

- **O início de 2016 trouxe sinais contraditórios sobre a evolução da economia portuguesa. As contas nacionais para o último trimestre de 2015 apontam para um ritmo moderado de crescimento, mas a abrandar face ao resto de 2014, com razões para preocupações no médio-prazo, sobretudo devido ao decréscimo do investimento (excluindo variações de *stocks*).**
- **A frente externa continuou a ter um desempenho bastante positivo, com mais um ano de aumento sustentado das exportações de bens e os baixos preços do petróleo a ajudar ao equilíbrio da balança comercial.**
- **No mercado de trabalho as melhorias foram também significativas, com destaque para a diminuição do número de desempregados de longa duração, embora desafiante para a dinâmica económica subjacente continuar com o mesmo ritmo de quebra durante este ano.**

### □ **O crescimento do PIB abrandou no último trimestre de 2015, cifrando-se em 1.3%.**

De acordo com a estimativa final das Contas Nacionais, a economia portuguesa abrandou ligeiramente o crescimento nos últimos 3 meses do ano passado, expandindo 1.3% (1.4% no trimestre anterior), apenas uma décima abaixo da nossa previsão. Em comparação com o trimestre anterior, o PIB português aumentou 0.2%. Estes dados confirmaram, no entanto, o crescimento de 1.5% para todo o ano de 2015, uma aceleração do ritmo quando comparado ao crescimento frágil de 0.9% verificado em 2014. O detalhe destes números mostra que a procura interna contribuiu com 2.1 pontos percentuais (p.p.) para a variação homóloga, enquanto a procura externa o reduziu em 0.9 p.p.. Em todo o ano de 2015, a procura interna representou 2.5 p.p. do crescimento, com a procura externa a retirar 1.0 p.p. de aumento de actividade económica. O consumo privado e o investimento aumentaram, respectivamente, 2.6% e 3.7% no ano passado, tendo sido os principais motores desse crescimento. Mas de forma isolada, as exportações superaram o contributo do consumo privado, ao crescerem 5.1% durante todo o ano, adicionando 2.1 p.p. ao crescimento do PIB.

### □ **O consumo privado cresceu em todos as suas componentes, com o maior contributo a ser dado pelo aumento de vendas de bens correntes não alimentares.**

A venda deste tipo de bens aumentou 2.2% durante o ano, acrescentando 1.5 p.p. ao total do aumento do consumo. Esta componente do consumo acelerou o seu aumento em 2015, já que tinha registado um crescimento de 1.5% em 2014. Da mesma maneira, o consumo de bens alimentares teve também um ritmo maior, passando de 0.6% de expansão em 2014, para 1.0% no ano passado. Em sentido contrário, a venda de bens duradouros cresceu 11.4%, um ritmo considerável, embora mais lento que em 2014 (14.6%). É de relevar exactamente a confirmação da tendência de desaceleração de venda de bens duradouros concentrada no segundo semestre do ano, com a dimensão do crescimento a passar de 13.8% e 16.9%, respectivamente, no 1º e 2º trimestre de 2015, para um aumento de 7.7% no 3º trimestre, ritmo que se manteve igual nos últimos três meses do ano. Uma continuação desta desaceleração pode tornar o crescimento mais lento no próximo ano. Todavia, para 2016 esperamos uma ligeira aceleração do consumo (em linha com o aumento esperado do rendimento disponível), que deverá continuar a suportar o crescimento durante o ano.

- **O investimento em capital fixo interrompeu um ciclo de 8 trimestres consecutivos de crescimento homólogo, diminuindo 0.9% no último trimestre de 2015 em comparação com o mesmo período de 2014.** Apesar do investimento como um todo ter aumentado 2.4% nos últimos 3 meses do ano, este aumento foi causado pelas variações de existências (que

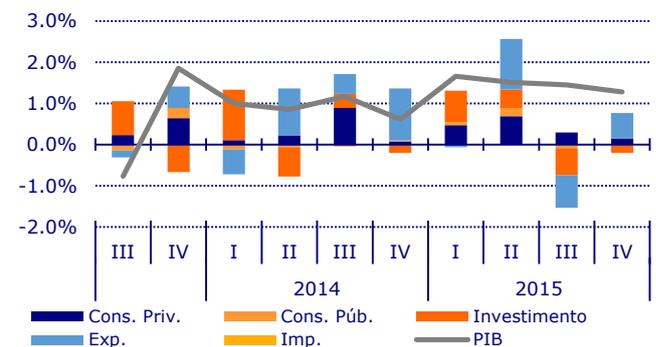
### Portugal 2016 - Previsões BPI

	%
Consumo privado	2.8
Consumo público	0.7
Investimento	0.8
Exportações	3.8
Importações	4.2
<b>PIB</b>	<b>1.8</b>
<b>Défice público</b>	<b>3.0</b>
<b>Inflação média</b>	<b>0.7</b>
<b>Desemprego</b>	<b>11.8</b>

Fonte: BPI.

### PIB e componentes

(%; contributos para variação homóloga em p.p.)



Fonte: Comissão Europeia, Banco de Portugal

## TEMAS EM DESTAQUE

**PERSPECTIVA-SE CRESCIMENTO MODERADO MAS COM ALGUMAS FRAGILIDADES (cont.)**

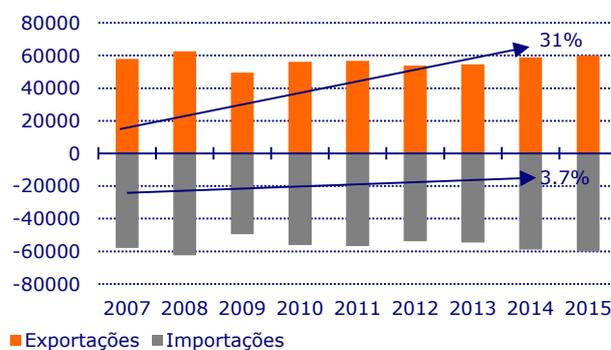
contribuíram por si só com 0.5 p.p. para o crescimento homólogo no trimestre), ou seja, produção de bens ou acumulação de matérias-primas que não foram vendidos/utilizados no próprio trimestre. Esta diminuição no investimento propriamente dito foi particularmente mais grave porque se concentrou na categoria de "Outras máquinas e equipamentos e sistemas de armamento", que baixou 10.3%, uma divisão abrangente mas que inclui os principais investimentos das empresas que não sejam em construção ou equipamento de transporte. Em sentido contrário, estas duas últimas variáveis registaram crescimentos, respectivamente, de 3.9% e 9.1%. Enquanto para o curto-prazo esta tendência pode não pôr em risco as metas de crescimento, a quebra do investimento em maquinaria pode ser particularmente prejudicial para o desenvolvimento económico e criação de emprego no período mais a médio-prazo, a partir de 2017 e 2018.

□ **Para 2016 mantemos a nossa previsão de crescimento em 1.8%, embora se identifiquem riscos descendentes, sobretudo relacionados com a procura externa e a envolvente financeira global, que tem adquirido contornos adversos. Todavia, deverão prevalecer os factores de suporte ao crescimento: uma política monetária muito acomodatória, uma política fiscal mais equilibrada, preços do petróleo próximos de mínimos e um câmbio relativamente desvalorizado.**

□ **As importações mantiveram um ritmo semelhante em 2015, tendo passado de um crescimento de 7.2% em 2014 para 7.3% de variação no ano passado, nos dados encadeados em volume.** Olhando para os dados a preços correntes, o aumento foi bastante menor, de 2.9%, o que significa que, apesar de termos tido um aumento significativo em volume de importações, estas foram feitas a preços mais baixos. Esta tendência verificou-se principalmente nas importações de bens, que foram exactamente as que registaram o aumento mais expressivo em volume. Os dados já mais detalhados publicados anteriormente permitem verificar que estas desaceleraram no ano passado, registando um aumento de 1.9%, abaixo do crescimento de 3.4% verificado em 2014. Como indicado antes, este desempenho foi bastante influenciado pela evolução dos preços, em particular dos preços do petróleo, sendo que as importações excluindo combustíveis sofreram um aumento de 6.7% no ano passado, 0.5 pontos percentuais acima da subida no ano anterior. Numa categorização por 6 grandes grupos de importações, os combustíveis passaram de 2º lugar para o 5º tendo em conta o valor da entrada de produtos no país. A contribuir para a subida das importações estiveram as compras de automóveis, que aumentaram 20%: estes produtos contribuíram com 101% do aumento das mercadorias importadas (o que significa que o aumento de importações de veículos per se foi maior do que o variação positiva líquida de todas os produtos importados somados).

**Exportações de bens vs importações de bens**

(milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal

□ **Por outro lado, o sector exportador mostrou robustez em 2015, verificando-se um aumento de 5.1%, mais 1.2 p.p. que em 2014.** Na divisão por bens e serviços, os primeiros registaram um crescimento de 5.8% em volume, uma aceleração de 2.2 p.p. em comparação com 2014, enquanto os últimos abrandaram 1.9 p.p. no ritmo de crescimento, adicionando 3.1% em relação ao ano anterior. Olhando em particular para o detalhe da exportação de bens, divulgado no relatório do comércio internacional de bens do INE, verifica-se que registou uma expansão de 3.6% no valor de produtos exportados. Esta expansão levou a uma subida do rácio de cobertura de exportações em 1.3 pontos percentuais para os 82.9%. Nas trocas com a União Europeia, o aumento foi superior, chegando aos 6.3%. Em particular, a recuperação da economia espanhola foi muitíssimo benéfica para as exportações portuguesas, já que as saídas de mercadorias para o nosso país vizinho subiram 10.1%, representando dois terços do aumento total de exportações. O Reino Unido (o 4º destino das exportações portuguesas) também teve a sua quota-parte na boa *performance* do sector exportador no ano passado, já que um quarto da subida total de exportações se deveu ao considerável aumento de saída de bens para este país, cifrando-se nos 13.6%. Para fora da União Europeia, o efeito dos baixos preços do petróleo fez-se sentir nas economias dos países produtores, o que levou a que, no geral, as exportações para fora da UE diminuíssem 3%. O caso de Angola mostrou-se particularmente relevante: o país lusófono desceu 2 lugares no *ranking* de destinos de exportações, ocupando agora o 6º lugar; a descida das exportações para Angola foi de 33.8%. A suavizar esta tendência extra-europeia estiveram as exportações para os E.U.A., que cresceram 21.7% em comparação com 2014.

**PERSPECTIVA-SE CRESCIMENTO MODERADO MAS COM ALGUMAS FRAGILIDADES (cont.)****Principais destinos das exportações portuguesas - 2015**

	2014	peso	2015	peso	tvh	contributo
Intra UE	34,099	70.9%	36,235	72.7%	6.3%	4.4%
Espanha	11,298	23.5%	12,442	25.0%	10.1%	2.4%
Alemanha	5,621	11.7%	5,895	11.8%	4.9%	0.6%
França	5,648	11.7%	6,043	12.1%	7.0%	0.8%
Reino Unido	2,939	6.1%	3,339	6.7%	13.6%	0.8%
Holanda	1,908	4.0%	1,993	4.0%	4.4%	0.2%
Itália	1,542	3.2%	1,586	3.2%	2.9%	0.1%
Benelux	1,380	2.9%	1,223	2.5%	-11.4%	-0.3%
Outros Intra UE	3,762	7.8%	3,714	7.5%	-1.3%	-0.1%
Extra UE	14,006	29.1%	13,580	27.3%	-3.0%	-0.9%
EUA	2,110	4.4%	2,568	5.2%	21.7%	1.0%
Angola	3,176	6.6%	2,102	4.2%	-33.8%	-2.2%
China	839	1.7%	839	1.7%	0.1%	0.0%
Marrocos	587	1.2%	683	1.4%	16.3%	0.2%
Brasil	639	1.3%	569	1.1%	-10.9%	-0.1%
Argélia	588	1.2%	568	1.1%	-3.5%	0.0%
Suíça	429	0.9%	459	0.9%	6.8%	0.1%
Turquia	403	0.8%	363	0.7%	-10.0%	-0.1%
Canadá	258	0.5%	360	0.7%	39.5%	0.2%
Moçambique	318	0.7%	356	0.7%	11.8%	0.1%
Cabo Verde	215	0.4%	215	0.4%	-0.1%	0.0%
Outros Extra UE	6,768	14.1%	7,282	14.6%	7.6%	1.1%
<b>Total</b>	<b>48,105</b>		<b>49,816</b>		<b>3.6%</b>	
<b>Excluindo Angola</b>	<b>44,929</b>		<b>47,714</b>		<b>6.2%</b>	

Fonte: INE, cálc. BPI.

□ Este esforço de diversificação das exportadoras portuguesas teve também um impacto visível no tipo de produtos exportados: com a excepção das contribuições das vendas de veículos e maquinaria ao exterior (que representaram, respectivamente, 27% e 13% do aumento total), todas as outras subidas em categorias de produtos específicas representaram cada uma menos de 10% do crescimento de todas as exportações. Outra medida da robustez destas exportações é o peso destas no PIB, que tem vindo a tornar-se mais importante nos últimos anos, tendo passado de menos de 30% antes de 2005 para uma previsão de 43% em 2017, de acordo com o Boletim Económico de Dezembro do Banco de Portugal. Para este ano, segundo um relatório do INE sobre as perspectivas de exportações de bens por parte das empresas exportadoras, estas esperam um crescimento mais lento na ordem dos 1.4%. O governo, por seu lado, prevê que as exportações (de bens e serviços) aumentem 4.3%.

□ **Numa análise ao saldo da balança de bens e serviços, houve uma clara melhoria no superáвите, passando este de 1,965 milhões de euros em 2014 para 3,114 no ano passado.** Esta variação positiva viu-se tanto numa diminuição do défice da balança comercial de bens, como no aumento do excedente da balança comercial de serviços, que atinge já os 12,278 milhões de euros. Para este ano, a evolução do comércio externo tem ainda alguns factores de incerteza. Se é certo que se espera um continuado aumento das exportações e importações, o facto é que não é certo qual destas componentes observará maior crescimento: por um lado, a evolução do preço do petróleo determinará grande parte da factura das importações; além disso, a confirmação de um crescimento mundial menos forte poderá reflectir-se negativamente nas exportações.

□ **Em Janeiro, o desemprego manteve-se no nível correspondente a Dezembro e ao último trimestre de 2015, nos 12.2%. Esta tendência actual de estabilização (que se deverá provavelmente à incerteza política vivida no final do ano passado) seguiu-se a um ano de melhoria no mercado de trabalho.** Ainda assim, os dados relativos aos últimos 3 meses de 2015 mostraram uma subida do desemprego em comparação com o trimestre anterior, estando nessa altura desemregada 12.2% da população activa, 0.3 pontos percentuais mais do que no 3º trimestre. Ao mesmo tempo, em relação aos 3 meses anteriores, a taxa de emprego baixou uma décima para os 51.5% no final de 2015. Em sentido contrário, a evolução homóloga mostrou um desempenho positivo durante o ano, com estes 12.2% a representaram uma descida de

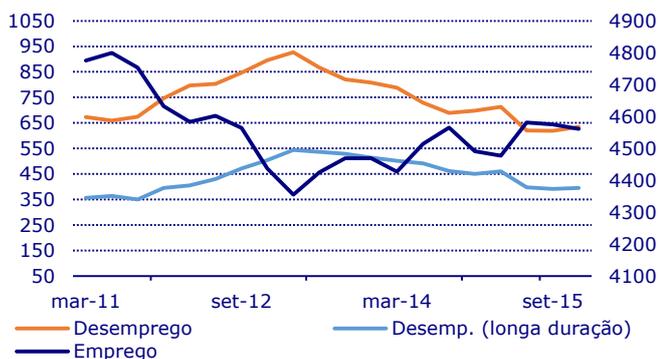
## TEMAS EM DESTAQUE

## PERSPECTIVA-SE CRESCIMENTO MODERADO MAS COM ALGUMAS FRAGILIDADES (cont.)

1.3 pontos percentuais em relação ao mesmo período de 2014. Esta descida foi acompanhada de um aumento na taxa de emprego, que no mesmo mês de 2014 tinha sido 0.9 pontos percentuais mais baixa (um acréscimo homólogo de mais 70 mil pessoas empregadas).

## Emprego e desemprego

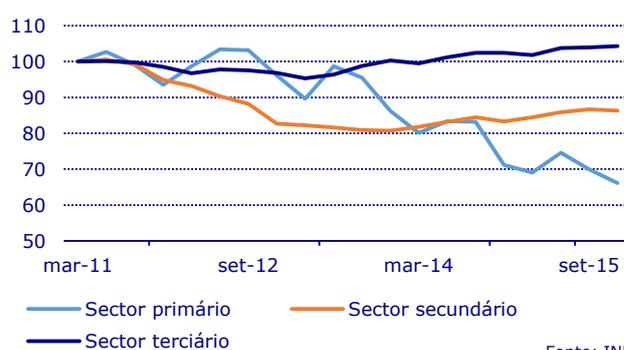
(milhares)



Fonte: INE

## Emprego por sector

(Q1 2011 = 100)



Fonte: INE

□ **Ainda em comparação com o último trimestre de 2014, o número de desempregados diminuiu 9.2% (64 mil pessoas a menos): o desemprego desceu especialmente entre os trabalhadores com formação até ao 3º ciclo (-14.3%, menos 55 mil pessoas), à procura de novo emprego (-11.8%, menos 73 mil pessoas) e que estavam desempregados há mais de 12 meses (-12.3%, menos 55 mil pessoas).** O panorama tornou-se significativamente melhor para os desempregados de muito longa duração: o número de pessoas desempregadas há mais de 2 anos (que representam ainda 45% do desemprego em Portugal) baixou 13.2% (menos 45 mil pessoas). Uma medida relacionada, que estima as pessoas que, já não sendo desempregadas, estão inactivas mas disponíveis para trabalhar, indicou que estes casos desceram 4.8%, o que implica menos 12 mil pessoas nessa situação. Além disso, a qualidade do emprego melhorou também em 2015, já que o número de trabalhadores a tempo inteiro cresceu 2.2% (mais 85 mil pessoas), enquanto os números de trabalhadores a tempo parcial e subempregados a tempo parcial desceram, respectivamente, 2.5% (15 mil pessoas) e 3.5% (8 mil pessoas). Mais ainda, tanto os casos de contractos sem termo e com termo fixo cresceram (respectivamente 37 mil e 45 mil casos adicionais).

□ **Uma análise sectorial revela que 2015 foi mais um ano de mudanças estruturais no mercado de trabalho português.** Os trabalhadores têm estado a transferir-se cada vez mais do sector primário para os sectores secundário e terciário, algo que se evidenciou particularmente no ano passado. Em termos homólogos, a agricultura, produção animal, silvicultura e pesca perderam, em conjunto, 7.1% da sua força de trabalho no último de trimestre de 2015 em relação ao mesmo período de 2014, depois de terem perdido 14.1% anualmente em 2014 e 7.8% em 2013. Desde o último trimestre de 2012, a perda acumulada de postos de trabalho totalizou 30.8%, com mais de 140 mil pessoas a ficarem sem emprego no sector primário. Por outro lado, e também em comparação com o último trimestre de 2014, o sector transformador ganhou 3.6% de empregos e o sector dos serviços empregou mais 1.8% em trabalhadores. Estas tendências reflectiram-se também na diminuição do desemprego: enquanto no sector primário o número de desempregados se manteve inalterado entre o último trimestre de 2014 e o mesmo período de 2015, o sector secundário e terciário viram diminuições, respectivamente, de 17.3% (33 mil pessoas) e 10.7% (40 mil pessoas) no número de desempregados nesses sectores.

□ **As perspectivas para 2016 estão condicionadas pela evolução da economia e pelo possível abrandamento económico global.** Há também alguns riscos mais identificáveis no mercado de trabalho: o desemprego de longa duração (pessoas à procura de emprego há mais de 12 meses) representa ainda 62% dos trabalhadores desempregados, e é sabido que estes trabalhadores não são reintegrados facilmente no mercado de trabalho; além disso, 81% dos desempregados não têm ensino superior. Finalmente, há sinais de preocupação do lado das empresas, com as ofertas de emprego a descerem bastante (12.7%) em Janeiro deste ano, em comparação com o mesmo mês do ano anterior. Estes dados podem impossibilitar a concretização da previsão do governo, que espera uma taxa de desemprego de 11.3% este ano. **Apesar disso, a nossa expectativa é que o desemprego continue em queda durante o ano de 2016, ainda que possivelmente a um ritmo mais lento que no ano anterior.**

## PORTUGAL – NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO ESTADO

□ No orçamento de Estado para 2016 está previsto que as necessidades de financiamento do Estado em 2016 sejam de 10.3 mil milhões de euros, menos 12.7% do que em 2015. Para isto o Estado prevê a diminuição da despesa relacionada com injeções de capital em empresas do sector público, suficiente para compensar o alargamento do défice orçamental. Estas duas rubricas representam um risco na previsão das necessidades de financiamento do estado, na medida em que o cumprimento das metas estabelecidas para o défice público está sujeito a um significativo grau de risco, cuja materialização poderá traduzir-se em agravamento dessas mesmas necessidades. Quanto à rubrica outras aquisições de activos financeiros, o principal risco advém de uma possível subestimação das necessidades financeiras do sector público empresarial, à semelhança do observado em anos anteriores. Todavia, em 2016 o Estado conta com uma posição bastante confortável, capaz de acomodar eventuais deteriorações nas necessidades de financiamento, já que por um lado o programa de compra de dívida pública do BCE favorecerá o recurso a financiamento de médio e longo prazo a custos relativamente reduzidos e porque o Estado pode também contar com uma confortável almofada de liquidez, ainda que com tendência descendente, sugerindo parcimónia no seu uso.

□ As necessidades de financiamento líquidas do Estado para 2016 situam-se em 10.3 mil milhões de euros (mme), menos 1.5 mme do que em 2015. Esta redução reflecte a expectativa de menor despesa com aquisição de activos financeiros, que em 2015 e 2016 inclui essencialmente injeções de capital e empréstimos a empresas do sector empresarial do Estado. Por seu turno, a estimativa para o défice orçamental aponta para um agravamento de 0.6 mme, reflexo da redução do esforço de consolidação orçamental.

### Necessidades de Financiamento

	mil milhões de euros				
	2015	2016	2017	2018	2019
<b>1. Necessidades de Financiamento Líquidas</b>	<b>11.8</b>	<b>10.3</b>	<b>7.6</b>	<b>5.8</b>	<b>6.6</b>
Défice Orçamental	5.6	6.2	5.0	3.8	3.1
Outras aquisições de activos financeiros <sup>1</sup>	6.2	4.1	2.6	2.0	3.5
Privatizações	0.0	0.0	0.0	-	-
<b>2. Reembolsos</b>	<b>39.6</b>	<b>26.3</b>	<b>25.0</b>	<b>12.2</b>	<b>25.9</b>
Bilhetes do Tesouro	18.3	15.0	15.0	-	15.0
Obrigações do Tesouro	12.8	6.7	8.5	8.7	10.4
PAEF, reembolsos antecipados	8.4	4.6	1.5	3.5	0.5
p.m. PAEF, reemb. de acordo maturidade original	-	-	-	1.8	4.8
<b>Necessidades de Financiamento Brutas (1+2)</b>	<b>51.4</b>	<b>36.6</b>	<b>32.6</b>	<b>18.0</b>	<b>32.5</b>

Fonte: IGCP, Conselho de Finanças Públicas, Banco de Portugal, Bloomberg, calc. BPI.

### Fontes de financiamento

	mil milhões de euros				
	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidez do Estado (Dez. do ano anterior)	12.4	6.6	6.3	5.4	4.4
Utilização de depósitos	5.8	0.3	0.9	1.0	1.0
<b>Executado</b>	<b>46.2</b>	<b>6.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Bilhetes do Tesouro	17.1	-	-	-	-
Obrigações do Tesouro	25.3	5.7	-	-	-
Instrumentos de dívida no retalho	3.5	0.5	-	-	-
Outros	0.2	0.2	-	-	-
PAEF	-	-	-	-	-
<b>Por executar</b>	<b>0.0</b>	<b>30.5</b>	<b>32.1</b>	<b>17.1</b>	<b>17.1</b>
PAEF	-	-	-	-	-
Obrigações do Tesouro	-	14.3	17.1	17.1	17.1
Bilhetes do Tesouro (expect. de rollover de saldo)	-	15.0	15.0	-	-
Instrumentos de dívida no retalho	-	1.2	-	-	-
Financiamento do Estado	46.2	36.9	32.1	17.1	17.1
Recurso a financ. adicional	5.2	-0.3	0.5	0.8	15.4
Disponibilidade de dep. no final do ano	6.6	6.3	5.4	4.4	3.4

Fonte: IGCP, Conselho de Finanças Públicas, Banco de Portugal, Bloomberg, calc. BPI.

### Outras aquisições de activos financeiros

	mil milhões de euros									
	2012		2013		2014		2015		2016	
	Orçam.	Real	Orçam.	Real	Orçam.	Real	Orçam.	Real	Orçam.	Real
<b>Injeções de capital</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>4.8</b>	<b>2.1</b>
<i>dos quais:</i>										
Banif	-	-	-	-	-	-	-	-	1.8	-
Infraestruturas de Portugal	-	-	-	-	-	-	-	-	1.6	1.2
CP	-	-	-	-	-	-	-	-	0.7	0.2
Metro de Lisboa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.4
Parública	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.3
<b>Empréstimos</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>
<i>dos quais:</i>										
Fundo de Resolução	-	-	-	-	-	-	-	-	0.5	-
Metro do Porto	-	-	-	-	-	-	-	-	0.5	0.6
Parvalorem <sup>1</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	0.3	0.5
Administração Regional e Local	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6	0.0
Fundo de Apoio Municipal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.1
Instrumento Financeiro para Reabilitação e Revitalização Urbana	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.1
Fundo Único de Resolução	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.9
<b>Total</b>	<b>5.8</b>	<b>6.8</b>	<b>5.5</b>	<b>4.7</b>	<b>4.5</b>	<b>8.2</b>	<b>5.0</b>	<b>6.7</b>	<b>4.3</b>	

Fonte: DGO, UTAO, CFP.

Nota: <sup>1</sup> Empréstimos previstos para 2016 inclui a Parups (sociedade constituída no âmbito do processo de reestruturação financeira do BPN).

□ Para o período 2017-19, as necessidades de financiamento apresentadas incluem já o resultado das recompras de dívida realizada em Fevereiro pelo IGCP e que se traduziram na sua redução. As recompras incidiram sobre títulos com

## TEMAS EM DESTAQUE

**PORTUGAL – NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO ESTADO (cont.)**

maturidade em Outubro de 2017 (0.349 mme), Junho de 2018 (0.150 mme) e Junho de 2019 (0.576 mme). Estas operações ter-se-ão realizado através da utilização da almofada de liquidez disponível em 2016, pelo que consideramos que no final de 2016, a liquidez disponível do estado situar-se-á em 6.3 mme.

□ Relativamente à rúbrica Outras aquisições de activos financeiros, o Orçamento de Estado estima a sua redução para 4.3 mme, menos 2.4 mme do que em 2015. Para este comportamento contribui a previsão de menor despesa com injeções de capital, que em 2015 está empolada pelas intervenções no Banif e na empresa Infra-estruturas de Portugal. Em 2016, o montante estimado para este tipo de operações é cerca de 57% inferior ao verificado em 2015. Relativamente aos empréstimos a conceder ao sector público empresarial, as expectativas são de incremento face ao ano transacto, salientando-se os empréstimos ao Fundo Único de Resolução e ao Metro do Porto. Em sentido contrário estão os montantes disponíveis para empréstimos à Administração Local e Regional, que passam de 0.6 mme em 2015 para 0.033 mme em 2016. Nesta rúbrica, o principal risco prende-se com uma possível subestimação dos apoios do Estado às empresas do sector público empresarial.

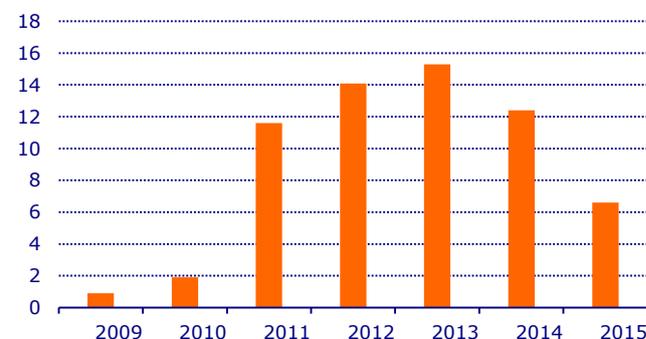
□ Em 2016, o estado português encontra-se numa situação confortável no que concerne ao cumprimento das suas necessidades de financiamento. Para esta situação contribui a folga de liquidez existente – ainda que claramente descendente - que permitirá acomodar parte de eventuais agravamentos das condições nos mercados financeiros que possam traduzir-se em maior penalização dos custos de financiamento da república portuguesa, por via do prolongamento do ambiente de maior incerteza e de maior refúgio dos investidores em activos de menor risco em detrimento de economias mais vulneráveis como é o caso de Portugal. Adicionalmente o efeito do programa de compra de dívida pública pelo BCE permitirá ao Tesouro português continuar a emitir dívida de médio e longo prazo a custos relativamente reduzidos, mantendo-se os depósitos do Estado em níveis confortáveis de forma a fazer frente a períodos de maior tensão. O principal factor de risco para este cenário reside no andamento da execução orçamental ao longo de 2016, para a qual diversos organismos têm vindo a chamar a atenção, e que a materializar-se traduzir-se-á em aumento das necessidades de financiamento e possivelmente alterações das previsões de evolução das classificações do risco por parte das agências de *rating* com consequência no aumento dos custos de financiamento da república.

□ O plano de financiamento do Tesouro prevê a emissão de 14.3 mme de OT's em 2016, as quais farão face ao vencimento de 6.7 mme de euros de OT's e a perspectiva de reembolso antecipado ao FMI de 4.6 mme. Destes 2.6 mme foram já reembolsados em 2015, elevando para 11 mme o montante já reembolsado ao FMI, equivalente a 36% do total do empréstimo do FMI a Portugal. O reembolso antecipado dos empréstimos do FMI surge como um factor importante na gestão da dívida pública portuguesa, na medida em que permite a redução da despesa com juros do Estado português, já que a taxa de juro destes empréstimos é de 4.7%, o que contrasta com os actuais níveis das *yields* das OT's a dez anos que ronda os 3.0%.

□ A estimativa do BPI quanto ao financiamento do Estado pressupõe o *rollover* dos 15 mme de BT's vivos no final de 2015, podendo, contudo, este montante sofrer alterações em baixa caso se observe uma melhoria das condições de financiamento que favoreçam o recurso a emissão de dívida de médio e longo prazo; ou em alta, caso a percepção do risco se agrave, forçando o Tesouro a diminuir as emissões de dívida de médio e longo prazo e aumentar a emissão de BT's, cenário a que atribuímos uma baixa probabilidade.

**Depósitos do Estado**

(mme)



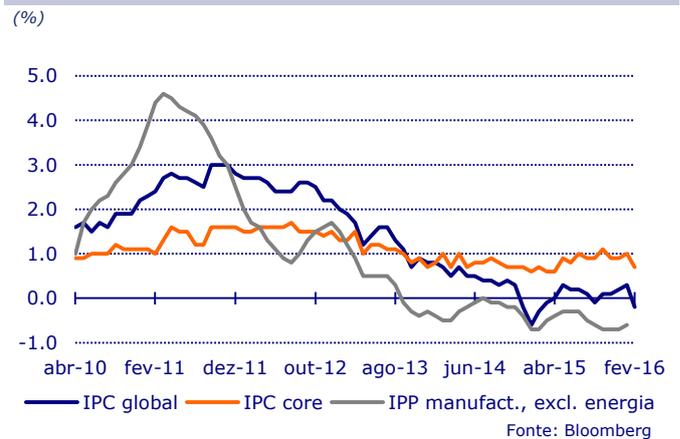
Fonte: UTAO

## BCE - EXPECTATIVA QUANTO ÀS MEDIDAS E SUA EFICÁCIA

□ A evolução da informação económica, com destaque para os indicadores que avaliam a inflação, contribui para o aumento da pressão sobre o BCE para alargar o cariz expansionista da sua política monetária no próximo dia 10 de Março. Paralelamente, a expectativa de que será anunciado um leque considerável de medidas é acompanhada pela percepção de que os instrumentos de política monetária estão praticamente esgotados, o que se tem vindo a reflectir no ajustamento do sentimento dos investidores quanto ao resultado da política monetária sem que haja também alterações no campo da política fiscal, onde algumas das economias pertencentes ao euro terão espaço para agir de forma impulsionar o crescimento e a inflação. Neste cenário, o êxito das decisões do BCE situar-se-á principalmente no suporte dos preços dos principais activos financeiros e não tanto na sua valorização, evitando a formação de uma espiral deflacionista.

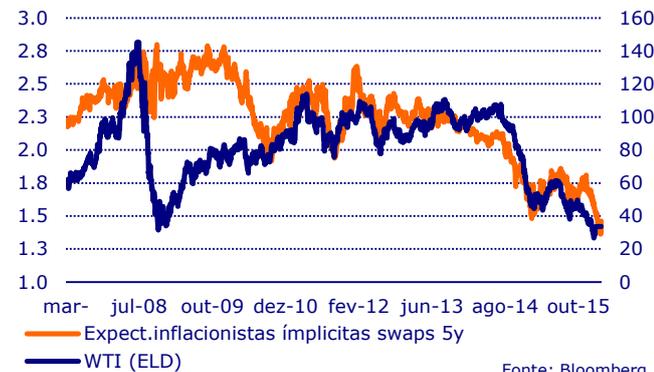
□ A queda da taxa de inflação para -0.2% em Fevereiro e o abrandamento do ritmo de crescimento dos preços no consumidor excluindo bens energéticos e alimentares sugerem a possibilidade de formação de efeitos de segunda ordem na constituição dos preços associados à queda da cotação dos bens energéticos, aumentando os receios de materialização de um cenário de deflação. Desta forma, a acção do BCE será importante na medida em que conseguir transmitir ao mercado a ideia de que as medidas adoptadas terão efeitos na elevação das expectativas inflacionistas, as quais recentemente se deterioraram de forma considerável, situando-se em níveis mínimos históricos (quando analisadas através das taxas implícitas nos swaps a cinco anos, medida preferida pelo BCE para avaliação das expectativas inflacionistas). O êxito destas medidas facilitará a formação de efeitos de segunda ordem positivos, contribuindo para reinflacionar a economia, redução dos níveis de endividamento e criação de um ambiente mais positivo para o crescimento.

### Taxa de inflação



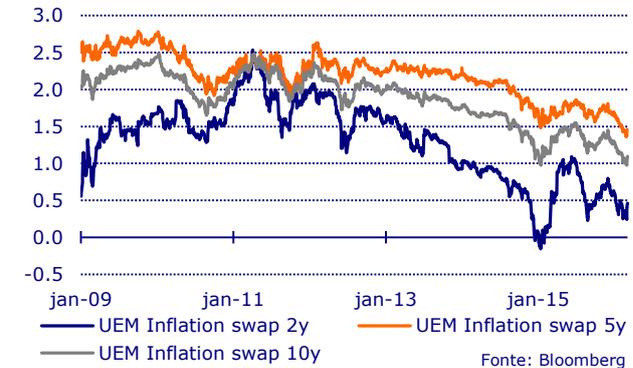
### Preço do petróleo e expectativas inflacionistas na UEM

(%, preço petróleo em usd)



### Zona euro: Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps

(%)



□ Possivelmente, o BCE irá anunciar um leque alargado de medidas, as quais poderão acumular redução da taxa marginal de depósitos, aumento do montante de compras mensais (actualmente 60 mil milhões de euros) e alargamento do tipo de activos objecto de compra pela autoridade monetária e do período em que o programa estará em vigor. Adicionalmente o BCE poderá reactivar os empréstimos de longo prazo aos bancos (as linhas anteriores tinham uma maturidade igual a três anos).

□ Dos instrumentos enunciados, a redução da taxa marginal de depósitos surge como quase certa, reflectindo-se já no comportamento das taxas Euribor. Mas há um considerável grau de incerteza quanto à dimensão do corte. De facto entre os analistas há quem antecipe a possibilidade de o BCE colocar esta taxa de juro em -0.70% (-0.3% actualmente), movimento a que atribuímos uma baixa probabilidade. Na nossa perspectiva, o BCE deverá reduzir a taxa de juro dos depósitos em 10 pontos base, colocando-a em -0.4%, limitando assim os impactos desfavoráveis que esta decisão terá na penalização da rentabilidade dos fundos de pensões, punindo as poupanças da população mais velha (cerca de 20% da população total); e na penalização da rentabilidade dos bancos, com efeitos desfavoráveis na evolução dos critérios para concessão de crédito à economia, colocando entraves à capacidade de crescimento da economia. A opção por uma redução mais acentuada deste instrumento poderá ser acompanhada pela definição de patamares de forma a penalizar menos os bancos que menos parqueiam a sua liquidez no BCE e mais aqueles que mais depositam junto da autoridade monetária.

## TEMAS EM DESTAQUE

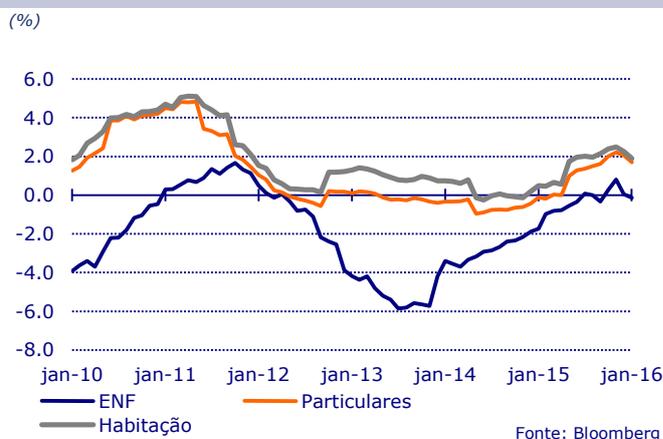
## BCE - EXPECTATIVA QUANTO ÀS MEDIDAS E SUA EFICÁCIA (cont.)

□ A compra de activos de longo prazo poderá também ser alterada, nomeadamente através do alargamento das compras a títulos de dívida diversa com boa classificação de risco e possivelmente mais focada em dívida do sistema financeiro. Esta poderá ser a medida que mais concorre para os objectivos do BCE, na medida em que contribuirá para a redução dos custos de financiamento dos bancos, podendo favorecer o relaxamento dos critérios para concessão de crédito aos agentes económicos, estimulando, assim, a oferta e a procura de crédito. Adicionalmente, os custos de financiamento de outros sectores podem também reduzir-se. No que respeita ao incremento de compra de dívida pública, o efeito poderá ser mais limitado dado que actualmente os níveis das *yields* se encontram já bastante reduzidos, a não ser que as modificações sejam acompanhadas de alterações quanto aos limites de compras de dívida de cada país, favorecendo os da periferia, cujos prémios de risco se têm deteriorado, reflectindo o cenário de maior incerteza tanto a nível global como interno.

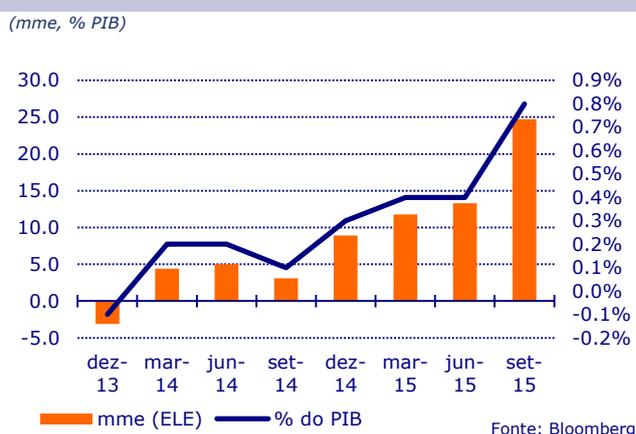
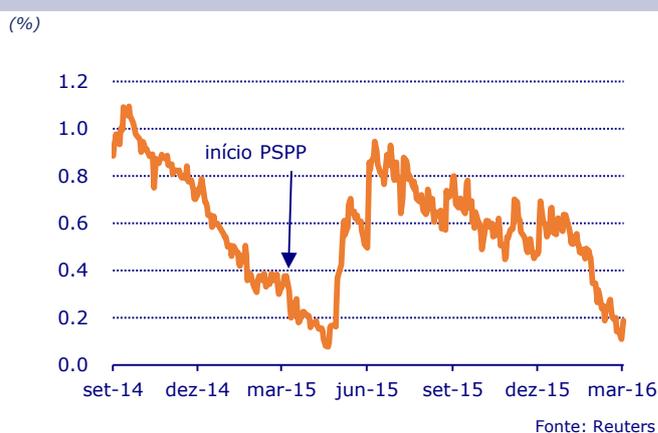
□ A expectativa quanto ao conjunto de medidas que irão ser anunciadas na próxima quinta-feira é elevada, mas o mesmo não se pode dizer quanto aos efeitos esperados, na medida em que é cada vez maior a percepção de que a acção dos bancos centrais terá de ser complementada por políticas orçamentais expansionistas por parte dos países com espaço para tal de forma a impulsionar o crescimento. Adicionalmente, o posicionamento de alguns dos membros que mais se opõem ao alargamento do programa de compra de dívida poderá ganhar adeptos, na medida em que, sobretudo no sector público, a percepção de que as taxas de juros se manterão reduzidas tenderá a reduzir o ímpeto reformista, não contribuindo para a aceleração do crescimento potencial.

□ Pese embora as incertezas que actualmente existem quanto aos efeitos de um alargamento das medidas não convencionais por parte do BCE, é importante ter presente que, em termos gerais, os objectivos do programa de medidas não convencionais em vigor desde Março de 2015 têm vindo a ser atingidos, tendo-se assistido à inversão da tendência de queda acentuada das *yields* dos *benchmarks* europeus que se verificava antes do início do programa de compra de dívida pública e o EUR/USD depreciou-se, favorecendo a competitividade da economia do euro. No mercado de dívida pública, após um primeiro movimento de queda das *yields* do *Bund* alemão a 10 anos para níveis muito próximos de zero, assistiu-se a uma recuperação paulatina para níveis mais próximos de 0.5%; no mercado cambial, assistiu-se à depreciação do euro face ao dólar de níveis em torno de 1.25 no final de 2014 para níveis em torno de 1.10 desde Maio de 2015. Estes dois factores terão contribuído para a redução do risco de deflação num ambiente de forte queda do preço do petróleo e fragilidade da procura. Adicionalmente, a percepção de que as taxas de juro se manteriam reduzidas por um longo período de tempo terá favorecido a retoma do crédito, que apresenta taxas de crescimento homólogas positivas desde meados de 2015. Em Janeiro, o crédito concedido na zona euro avançou 2.6%. A crescer a este sentimento está o anúncio no final de 2015, de que o BCE prevê o reinvestimento em dívida pública dos títulos vencidos após o termo do programa. Em contraposição há o risco de que num ambiente de baixas taxas de juro, os investidores, na busca de rentabilidade, avaliem de forma incorrecta a tomada de risco, aumentando a probabilidade de perdas evidente no aumento dos indicadores de *default*, sobretudo no caso de dívida especulativa. Adicionalmente, do lado dos governos, há o risco de custos de financiamento mais baixos diminuírem o ímpeto reformista, limitando a capacidade de melhoria do crescimento do PIB nominal.

## Evolução anual do crédito na zona euro



## Saldo Orçamental na Alemanha

Evolução da *yield* do *Bund* a 10 anos

## FRACO CRESCIMENTO DAS ECONOMIAS EMERGENTES NO MERCADO DE MATÉRIAS-PRIMAS

Recentemente, o Banco Mundial reviu em baixa as suas previsões de crescimento tanto para os blocos económicos mais importantes como para as economias emergentes ou em desenvolvimento, assim como para o Mundo, transmitindo um tom menos optimista. Embora o Banco Mundial apresente uma tendência de fortalecimento para o crescimento mundial para os próximos anos (2.4% em 2015, 2.9% em 2016 e 3.1% para 2017), reviu os valores de 2015 e de 2016 em menos 0.4%, e 2017 em menos 0.1%. Para os EUA e Zona Euro, a revisão foi mais suave (-0.1% em 2016), prevendo-se uma taxa de 2.7% e de 1.7%, respectivamente, em 2016. Já para as economias emergentes, a revisão em baixa do crescimento foi mais acentuada (-0.4% em 2015, -0.6% em 2016 e -0.2% em 2017), esperando-se taxas de crescimento de 3.3% em 2015, 4.0% em 2016 e 4.7% em 2017.

Se considerarmos os BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), a maioria registou abrandamento ou mesmo contracção económica em 2015. A China, o país que detém maior peso económico dentro do grupo, está num processo de transformação do seu modelo económico, que implicará menor importância em actividades intensivas em matérias-primas a favor dos serviços. Rússia e Brasil, dois importantes exportadores de *commodities*, registaram uma forte contracção da sua actividade económica, acompanhada de uma forte depreciação da moeda, alta inflação e deterioração das contas públicas. A África do Sul, por seu turno, tem problemas crónicos no escoamento das suas matérias-primas, com consequências no crescimento. A Índia destoa e destaca-se, pois mostra um crescimento robusto, suportado por um sentimento económico favorável, beneficiando de acesso a energia barata. A Índia é o quarto maior consumidor de petróleo, depois de EUA, China e Japão, e importa quase a totalidade do que consome.

O abrandamento económico na maioria dos emergentes resultou do enfraquecimento do comércio internacional, instabilidade dos mercados financeiros, queda constante dos preços das *commodities*, para além de factores internos, nomeadamente ao nível dos desequilíbrios económico-financeiros (problemas devido aos défices gémeos, corrente e fiscal, etc.) e de quebra de confiança dos agentes económicos. A que se juntou a fuga de capitais e a depreciação monetária.

Neste contexto, questiona-se se as fracas perspectivas de crescimento destes países não estão a ter reflexos nos baixos preços das matérias-primas. Ou seja, que importância têm as economias emergentes para os mercados de *commodities*? Por outro lado, ao colocar-se a hipótese de a desaceleração das economias emergentes poder influenciar os mercados de matérias-primas, pode-se questionar: que tipo de modelo de desenvolvimento está a ser seguido? Está comprovado e é sabido que a China, por exemplo, desde o início deste século, tem um grande peso na procura acrescida de *commodities*, sendo o seu principal consumidor em termos individuais. Por isso, a desaceleração superior ao esperado das principais economias emergentes, a que acresce um clima de instabilidade financeira e de incerteza económica, poderá estar a provocar uma mais acentuada queda dos preços e a reduzir o crescimento nos países exportadores de matérias-primas, num processo vicioso.

Segundo o Banco Mundial, nos últimos cinco anos, China, Rússia, Brasil e Índia em conjunto são responsáveis por mais de 20% de produção de petróleo e gás e mais de 40% de carvão e cereais. E, em termos de consumo, representam cerca de 40% da energia e da alimentação e 50% dos metais.

É um facto que a queda dos preços ao longo dos últimos cinco anos coincidiu exactamente com o abrandamento do crescimento nas economias emergentes e em vias de desenvolvimento. Se os preços das *commodities* caíram cerca de 40% desde 2010, o crescimento dos emergentes em conjunto decaiu de 7.1% em 2010 para apenas 3.3% em 2015. Mas se o encolher do consumo dos importadores marcou a evolução dos preços nos mercados, também o excesso de oferta empurrou os preços para baixo. Nesta situação encaixa o mercado do petróleo, cujos preços repercutiram tanto factores do lado da procura como da oferta.

### Crescimento real do PIB

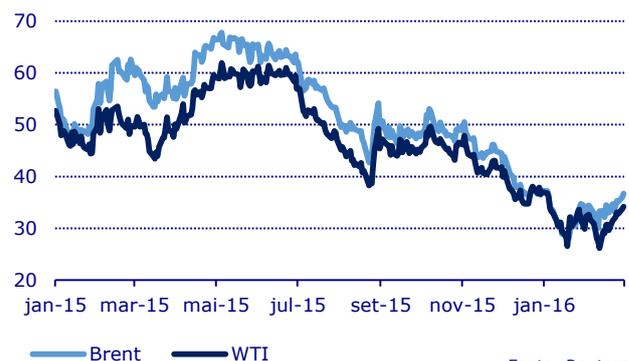
	Previsões			Revisão *		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
	E	P	P	E	P	P
<b>Mundo</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.1</b>
Zona Euro	1.5	1.7	1.7	0.0	-0.1	0.1
Japão	0.8	1.3	0.9	-0.3	-0.4	-0.3
EUA	2.5	2.7	2.4	-0.2	-0.1	0.0
<b>Emergentes</b>	<b>3.3</b>	<b>4.0</b>	<b>4.7</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.2</b>
Brasil	-3.7	-2.5	1.4	-2.4	-3.6	-0.6
China	6.9	6.7	6.5	0.2	-0.3	-0.4
Índia	7.3	7.8	7.9	-0.2	-0.1	-0.1
Indonésia	4.7	5.3	5.5	0.0	-0.2	0.0
México	2.5	2.8	3.0	-0.1	-0.4	-0.5
Rússia	-3.8	-0.7	1.3	-1.1	-1.4	-1.2
Turquia	4.2	3.5	3.5	1.2	-0.4	-0.2

Fonte: Banco Mundial.

Nota: \* diferença em pontos percentuais para a projecção feita em Jun.2015.

### Preços do petróleo estão em valores mínimos dos últimos 13 anos...

(USD por barril)



Fonte: Reuters

TEMAS EM DESTAQUE

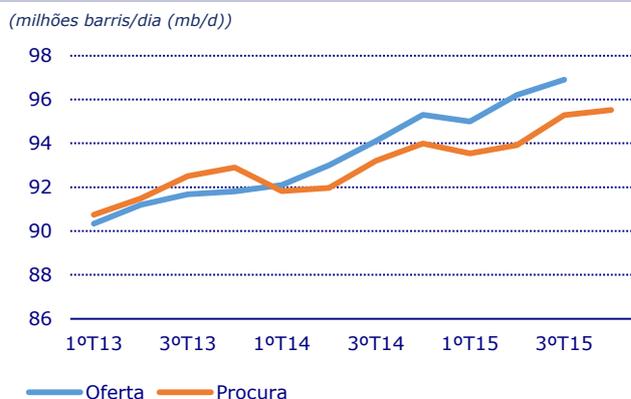
**FRACO CRESCIMENTO DAS ECONOMIAS EMERGENTES NO MERCADO DE MATÉRIAS-PRIMAS (cont.)**

□ Existe a percepção de que no último ano e meio o principal factor condutor da queda dos preços foi o excesso de oferta, embora o enfraquecimento gradual do consumo a nível mundial esteja a limitar o crescimento nas economias emergentes exportadoras de matérias-primas. Situação que se agravou no último trimestre de 2015, devido ao actual Inverno mais ameno no hemisfério norte e ao conseqüente menor consumo.

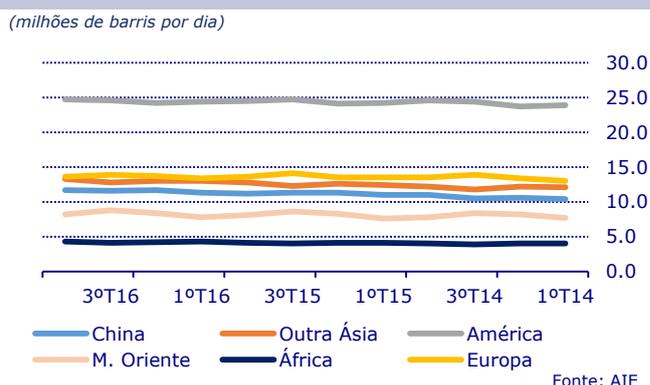
□ O movimento de queda dos preços não se resume só ao universo do petróleo e da energia, aconteceu igualmente noutro tipo de matérias-primas, nomeadamente de origem industrial. Devido aos preços altos registados nos últimos anos, foram feitos investimentos que alargaram significativamente a capacidade de produzir maiores quantidades deste tipo de matérias-primas, quando no momento seguinte a procura diminuiu e as economias emergentes começaram a crescer a um ritmo menor. Este desequilíbrio trouxe vários tipos de custos, tanto ao nível das empresas como das economias, contribuindo para o desfasamento entre procura e oferta globais de matérias-primas e, por conseqüente, para a queda dos preços.

□ Por fim, uma referência à integração económica que existe nalgumas regiões do mundo, à volta da potência regional, potenciando o negócio e as relações comerciais. No Sudoeste Asiático e Pacífico, a China encontra-se profundamente integrada na cadeia de abastecimento de matérias-primas da região, assim como a Rússia é a central de fluxos de mercadorias e de receitas de exportação na Ásia Central e no Cáucaso, e o Brasil tem relações comerciais privilegiadas no espaço da América Latina. **Conclui-se, assim, que a forte dependência/integração comercial, no caso da presente análise dos choques de crescimento e de queda dos preços das commodities, levou a impactos directos e indirectos nas economias emergentes em termos individuais e nos mercados de matérias-primas.**

**Embora seja crescente a evolução tanto da produção como do consumo, amplia-se a diferença**



**Consumo de petróleo por blocos geográficos**

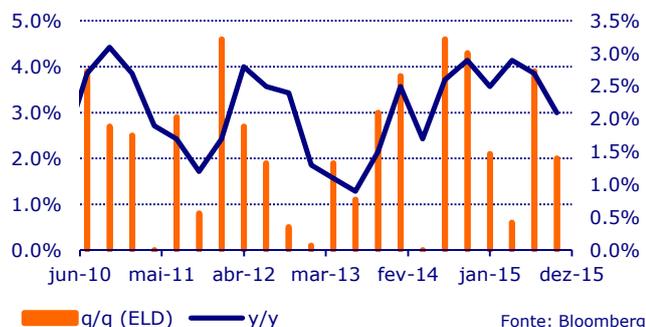


## ESTADOS UNIDOS – SINAIS POSITIVOS DO OUTRO LADO DO ATLÂNTICO

- **A 2ª estimativa do PIB americano no último trimestre de 2015 reviu o crescimento trimestral neste período para 1.0%, 0.3 pontos percentuais (p.p) acima da última previsão.** Estes números constituem uma desaceleração em relação aos 2% registados no 3º trimestre. Em particular, registou-se um abrandamento do aumento do consumo privado (+2.0% q/q), conjugado com variações negativas do investimento não-residencial (-1.9% q/q) e da procura externa líquida, que retirou 0.25 p.p. ao crescimento. Em 2015, a actividade económica cresceu 2.4%.
- **O fortalecimento do dólar tem levado a um enfraquecimento do sector exportador, afectando também a indústria manufacturera americana.** Em Janeiro, o saldo da balança comercial de bens e serviços aumentou o seu défice em 2.2% m/m para os \$45.7 mil milhões, o que se ficou a dever principalmente a uma descida de 2.1% m/m nas exportações. Esta fraca procura externa (conjugada com a quebra de investimento no sector energético, devido aos baixos preços do petróleo) tem afectado o sector manufacturero: nos últimos cinco meses até Fevereiro, o índice ISM de manufacturas registou sempre valores abaixo dos 50 (limite entre a expansão e a contracção). Todavia, o mesmo indicador registou uma subida para os 49.5 pontos em Fevereiro, indicando uma amenização nas quedas de produção no sector.
- **Os desenvolvimentos positivos no mercado de trabalho têm impulsionado a procura doméstica americana.** Os dados dos pedidos de subsídio de desemprego da semana acabada a 27 de Fevereiro (278 mil novos pedidos) fizeram completar um ano em que o número de novos pedidos fica abaixo dos 300 mil, algo que não acontecia desde os anos 70 do século passado; além disso, segundo a última estimativa, o desemprego em Fevereiro manteve-se nos 4.9%. Esta melhoria no mercado de trabalho tem favorecido a procura interna americana, algo que é sinalizado pela dinâmica do mercado imobiliário, que tem registado aumentos de vendas, com a oferta de casas para venda a escassear e os dados de Dezembro a mostrarem um aumento homólogo de 5.7% nos preços da habitação.
- **Em 2016, a situação pode ser menos desfavorável face ao desconto em alguns cenários para a economia americana.** Os desenvolvimentos no mercado interno parecem compensar o possível abrandamento da economia global, que tem criado instabilidade e incerteza nos agentes económicos americanos. Em resultado desta evolução, e se a inflação acelerar (ou não abrandar), mantêm-se em agenda possíveis aumentos da taxa de referência por parte do Fed, embora não já em Março seguramente, devido à volatilidade recente dos mercados.

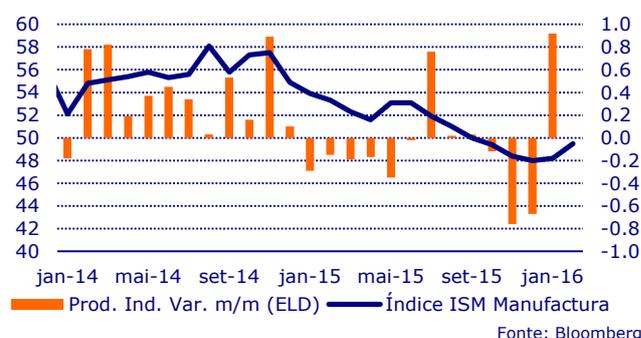
### O PIB desacelerou no final de 2015

(taxa de variação)



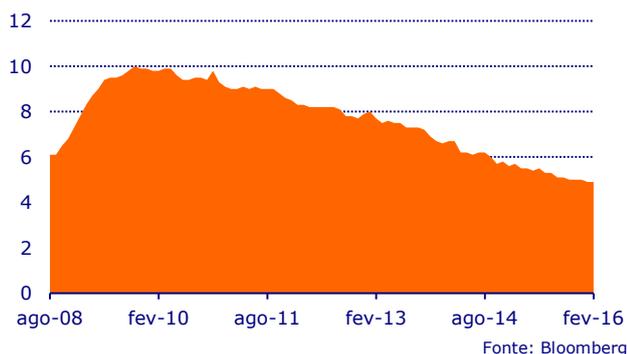
### O índice ISM de Manufatura tem vindo a mostrar uma contracção no sector

(índice; taxa de variação)



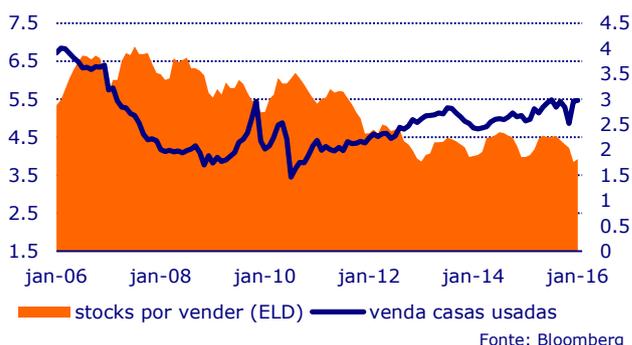
### O desemprego está em mínimos de há 8 anos

(percentagem da população activa)



### Mercado imobiliário continua com uma boa performance

(milhares de unidades)



## ECONOMIAS

## ZONA EURO - RECUPERAÇÃO ECONÓMICA GRADUAL EM 2015

- **A recuperação da economia da região prosseguiu gradualmente em 2015, em linha com factores temporários favoráveis ao crescimento.** O Eurostat revelou que a actividade económica na área do euro cresceu 0.3% q/q nos últimos três meses de 2015, o mesmo ritmo de crescimento do trimestre precedente, e 1.6% em termos homólogos, o que resultou num crescimento de 1.5% para o total do ano. O ambiente externo pouco favorável às exportações dos países membros da área do euro limitou uma recuperação mais dinâmica da actividade na região nos últimos três meses do ano. O crescimento económico ficou, assim, a dever-se à procura interna (0.8% qoq) e ao investimento (1.3% qoq).
- **Os factores de suporte da actividade económica verificados em 2015 deverão continuar a suportar a recuperação esperada para este ano, ainda que a Zona Euro possa ser afectada pelo actual ambiente de incerteza que tem afectado o panorama económico.** Deste modo, o crescimento em 2016 deverá ser suportado, essencialmente, pelo consumo, privado e público, que deverá continuar a sustentar o processo de recuperação, potenciado por factores temporários, como os baixos preços do petróleo. No entanto, embora seja inegável a existência de efeitos positivos decorrentes dos baixos preços da *commodity* para o crescimento na área do euro, o impacto significativamente adverso em muitos dos países produtores/exportadores poderá limitar as exportações da região. Espera-se que esses efeitos adversos permaneçam ao longo deste ano, e que, agravado com a desaceleração económica na China, o elevado nível de endividamento, assim como os riscos de reversão das reformas estruturais em alguns dos Estados-Membros, para além da turbulência nos mercados financeiros e dos riscos geopolíticos, poderão limitar a recuperação económica na área do euro. Tendo em conta este conjunto de factores, a OCDE reviu em baixa as suas previsões para o crescimento económico em 0.4 p.p. face às estimativas de Novembro, para 1.4%.
- **Os indicadores PMI de Fevereiro voltaram a sinalizar uma desaceleração da actividade económica.** De facto, o indicador compósito caiu em 0.6 pontos para 53.0 em Fevereiro, reflectindo, principalmente, a queda do indicador relativo à indústria transformadora (-1.1 pontos para 51.2). Importa destacar o agravamento das pressões inflacionistas em Fevereiro, com os preços médios cobrados pelas empresas a cair a um ritmo substancial. Estas pressões resultam, essencialmente, da queda significativa dos preços na indústria transformadora, reflectindo a redução das cotações das *commodities* nos mercados internacionais e a intensa concorrência entre fornecedores. **Em Fevereiro, a taxa de inflação deverá ter entrado novamente em terreno negativo (-0.2%), de acordo com o Eurostat, potenciada por uma nova queda acentuada dos preços dos bens energéticos (-8%).**

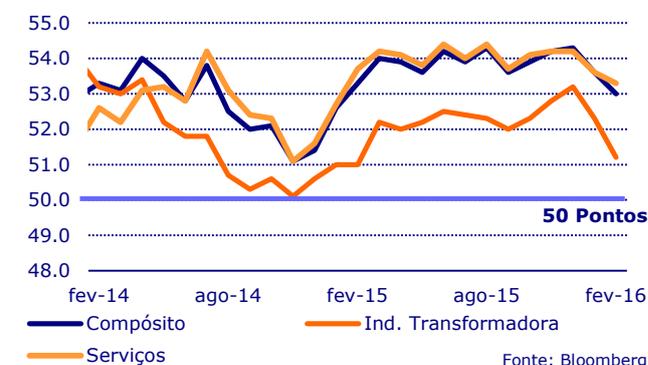
#### A recuperação económica manteve-se em 2015, devido a factores temporários favoráveis

(taxa de crescimento do PIB yoy%; taxa de crescimento do PIB qoq%)



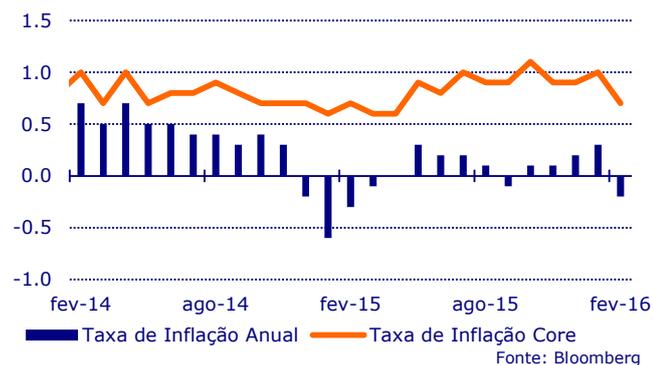
#### A actividade económica tem registado sinais de desaceleração no início de 2016

(pontos)



#### Baixos preços da energia limitam o aumento da taxa de inflação para o nível target do BCE

(percentagem)



#### Taxa de desemprego diminuiu moderadamente, permanecendo longe dos níveis pré-crise

(percentagem)



## ESPAÑA - CONSOLIDA-SE A RETOMA ECONÓMICA

□ **Crescimento em 2015:** O PIB avançou 3.2%, superando as previsões da generalidade dos analistas no início de 2015. Este desempenho beneficiou de importantes factores exógenos à economia espanhola e que se relacionam essencialmente com a forte queda do preço do petróleo e com a implementação do programa de compra de dívida pública pelo BCE. O primeiro factor traduziu-se em melhoria do rendimento disponível das famílias, com impacto no consumo privado, e na redução dos custos das empresas, libertando fundos para investimento e consolidando ganhos de competitividade no sector exportador. Por seu turno, a redução dos custos de financiamento associados à compra de dívida pública pelo BCE ter-se-á repercutido nos custos de financiamento do sector produtivo, favorecendo o investimento. Adicionalmente, a depreciação do euro terá favorecido a melhoria da competitividade do sector produtivo espanhol. Internamente os factores que mais contribuíram para o crescimento da economia prendem-se com uma política fiscal com cariz mais expansionista e com os ganhos de competitividade associados à redução dos custos laborais. De salientar o comportamento do investimento que avançou 6.4% em 2015, sendo evidente graficamente a recuperação do investimento em bens de capital, dando suporte à trajectória de recuperação económica; e a melhoria do mercado de trabalho, favorecendo o consumo. Neste contexto, o crescimento foi impulsionado pela procura interna, a qual contribuiu com 3.6 p.p. para o crescimento anual. Por seu turno, a procura externa retirou 0.4 p.p. ao crescimento, na medida em que crescimento das importações associado ao maior dinamismo da procura interna, superou em larga medida o crescimento das exportações.

□ **Crescimento em 2016:** Os primeiros indicadores de actividade para 2016 indicam que a economia continua a crescer a um ritmo confortável ainda que surjam sinais de abrandamento, visíveis no andamento dos indicadores PMI tanto para o sector das manufacturas como dos serviços. Ao longo do ano a permanência de factores como o baixo preço do petróleo, a política ultra expansionista do BCE e o prorrogar-se de uma política fiscal de cariz mais expansionistas continuarão a suportar o crescimento. Adicionalmente, a reestruturação do sistema bancário espanhol contribuirá também para o dinamismo da actividade económica. Todavia, o cenário para o conjunto do ano apresenta-se mais incerto do que em 2015, por um lado, reflectindo a maior incerteza quanto ao crescimento global com impacto no comércio internacional, e por outro reflectindo a incerteza política interna que deverá prolongar-se até ao final do 1º semestre e que tenderá a traduzir-se em adiamento de decisões de investimento por parte dos agentes económicos. Neste contexto, antecipamos que o PIB cresça 2.7%, mas consideramos que os riscos estão essencialmente balanceados em sentido descendente.

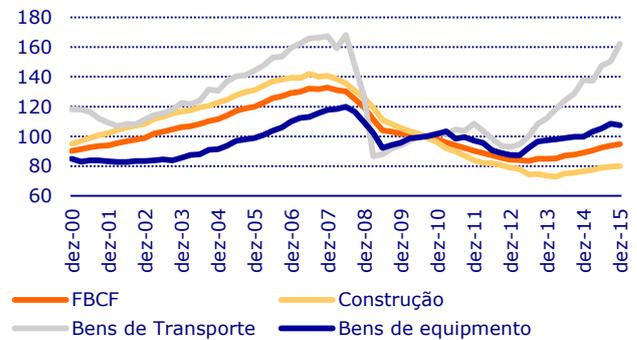
### Previsões Macroeconómicas do BPI

	2014	2015	2016P	2017P
<b>PIB</b>	<b>1.4</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>
Consumo Privado	1.2	3.1	2.8	2.5
Consumo Público	0.0	2.7	2.0	1.0
Investimento	3.5	6.4	4.0	4.0
Exportações	5.1	5.4	5.0	5.0
Importações	6.3	7.5	6.0	5.5
Taxa de inflação média	-0.1	-0.5	0.0	1.0

Fonte: BPI.

### Evolução do Investimento

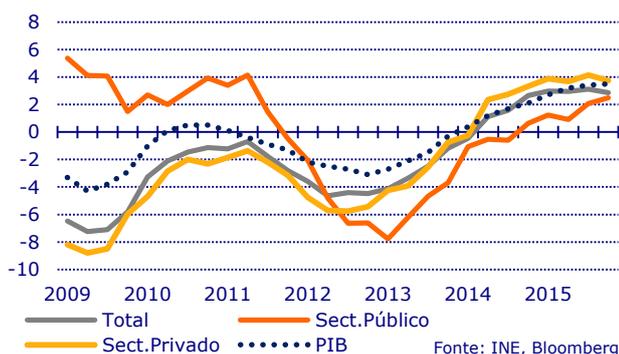
(Índice)



Fonte: INE

### Variação anual do emprego e PIB

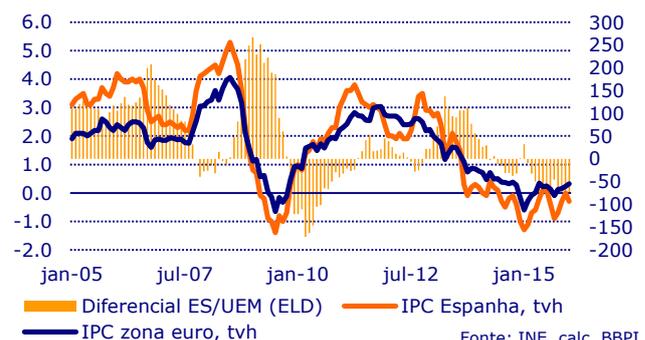
(%)



Fonte: INE, Bloomberg

### Taxa de inflação

(tvh, pb)



Fonte: INE, calc. BBPI

**ECONOMIAS**

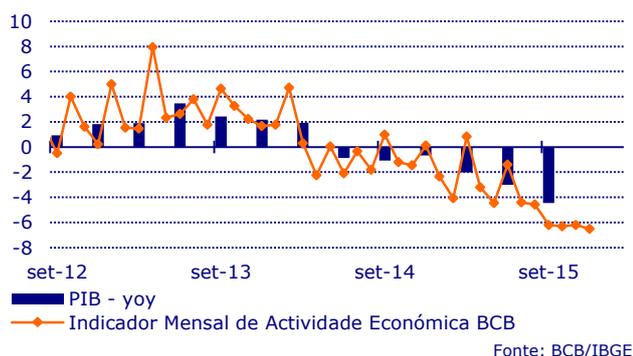
**BRASIL - QUALIDADE DO RISCO CAI PARA ESPECULATIVO**

Os indicadores de actividade relativos ao último trimestre de 2015 confirmam o cenário recessivo da actividade, o que se traduz em perspectivas de contracção do Produto Interno Bruto entre 3.6%, no caso da S&P, e 3.8% no caso da OCDE. As previsões para o crescimento em 2016 e 2017 foram revistas em baixa, antecipando a S&P uma retracção de 3.0% em 2016 e o retorno a um ambiente de crescimento em 2017, mas ainda reduzido (1.0%). Por seu turno, a OCDE estima uma contracção de 4.0% da actividade em 2016 e apenas estagnação em 2017. Também a agência de *rating* Moody's antecipa uma queda média do PIB de 0.5% entre 2016-18. Adicionalmente, as perspectivas para a evolução da inflação continuam desfavoráveis, limitando a capacidade de acção da política monetária de forma a estimular a actividade.

Neste cenário, as agências de *rating* Moody's e S&P reviram em baixa as classificações de risco atribuídas à dívida emitida pelo país, colocando-a na classe especulativa. A Moody's reduziu a classificação do risco Brasil de Baa2 para Ba2, mantendo a perspectiva de evolução desta notação negativa. Esta revisão reflecte a previsão de que o rácio de dívida pública se deteriore de níveis em torno de 50% do PIB em 2015 para cerca de 80% em 2018, bem como o risco de que a instabilidade política se traduza num ambiente de maior incerteza e, conseqüentemente, em menor capacidade de consolidação fiscal, contribuindo ainda mais para a deterioração das contas públicas, nomeadamente através do aumento dos custos com a dívida. Por seu turno, a S&P reviu a respectiva classificação de BB+ para BB, mantendo também a perspectiva de evolução do *rating* negativa, sendo as respectivas razões idênticas às da Moody's. Adicionalmente, atribui probabilidade moderada à possibilidade de materialização de passivos contingentes associados ao sector financeiro e a empresas públicas não financeiras, o que a verificar-se contribuiria ainda mais para a deterioração da situação orçamental do país.

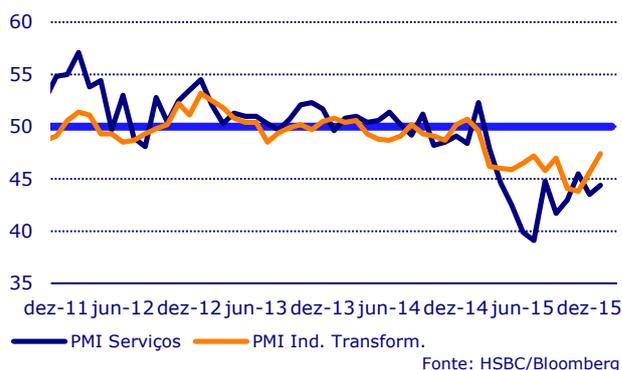
**Evolução da actividade económica**

(variação percentual anual)



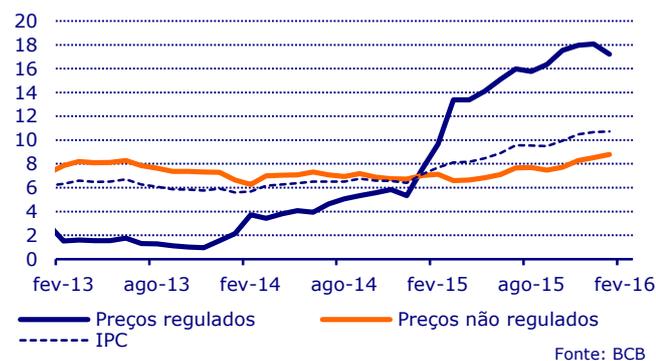
**Indicadores PMI**

(índice)



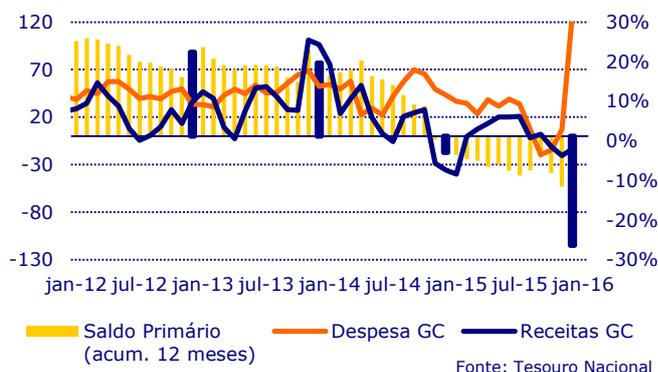
**Inflação- Preços regulados e não regulados**

(percentagem)



**Saldo primário, receitas e despesas do Governo Central**

(mil milhões de reais)



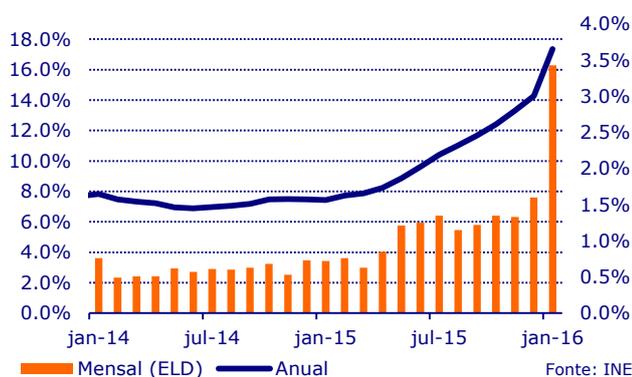
## ANGOLA - RECEITAS DE PETRÓLEO CAIEM EM JAN. APESAR DO AUMENTO DE PRODUÇÃO

□ Segundo as informações divulgadas pelo Ministério das Finanças, em Janeiro deste ano o preço médio do barril de petróleo exportado por Angola caiu 36.4% em comparação com o mesmo mês de 2015, cifrando-se no primeiro mês deste ano em USD 36.0. Em relação à quantidade mensal exportada da *commodity*, o país conseguiu registar um aumento, cerca de 2 milhões de barris adicionais, tanto em relação ao mesmo mês do ano anterior, como em relação a Dezembro de 2015, totalizando 54.7 milhões de barris em todo o mês de Janeiro. Ainda assim, este aumento de exportação não foi suficiente para compensar totalmente a quebra do preço, levando as receitas de exportação de petróleo a descer 36% em termos homólogos. Também as receitas fiscais petrolíferas baixaram face ao ano anterior (-26%), arrastadas tanto pela descida de receita nos impostos petrolíferos (IRP e IPP) como pela menor receita (embora ainda largamente positiva) por parte da concessionária estatal, a Sonangol. De acordo com a Agência Internacional de Energia, o reequilíbrio do mercado e consequente recuperação do preço do petróleo só deverá acontecer em 2017, pelo que este ano será ainda marcado por preços relativamente baixos da matéria-prima. Ainda assim, o organismo prevê que as actuais quebras no investimento no sector petrolífero deverão potenciar um aumento dos preços da matéria-prima no futuro.

□ A Standard & Poor's baixou o *rating* de longo-prazo para a dívida angolana em um nível para B, com *outlook* estável, reflectindo a revisão em baixa das previsões da agência de *rating* quanto aos preços do Brent. A agência internacional estima um crescimento económico de 3.3% em 2016 e 4.0% em 2017, devido a um expectável aumento da produção petrolífera. Mais ainda, o *outlook* estável é justificado pelo facto de as necessidades de financiamento externas de Angola poderem diminuir em linha com a expectativa de redução gradual do défice da balança corrente. Adicionalmente, a resposta rápida do Governo permite atenuar consequências mais nefastas ao nível orçamental. A Moody's colocou sob revisão o *rating* atribuído a Angola, no sentido de avaliar a extensão do impacto da contínua queda dos preços do petróleo na economia do país e as medidas a serem aplicadas pelo executivo angolano.

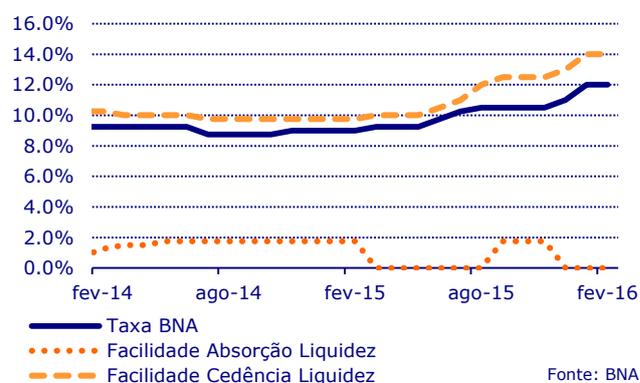
### Inflação continuou a subir no início de 2016

(percentagem)



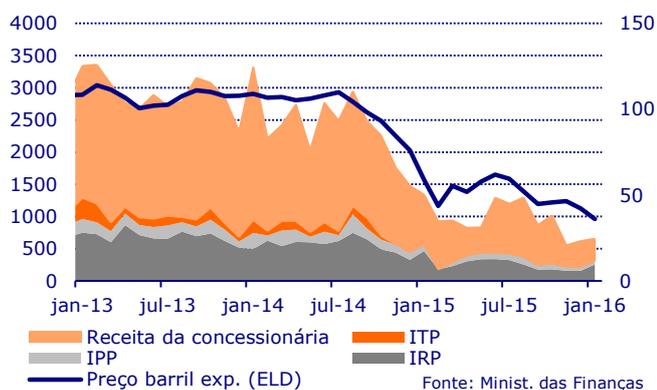
### BNA manteve a taxa de referência nos 12.0%

(percentagem)



### Receitas fiscais petrolíferas desceram em Janeiro de 2016 em relação a Janeiro de 2015

(milhões de USD)



### Altos níveis de produção continuam a condicionar os preços do petróleo

(y-o-y%; milhões USD)



## ECONOMIAS

### ANGOLA - RECEITAS DE PETRÓLEO CAIEM EM JAN. APESAR DO AUMENTO DE PRODUÇÃO (cont.)

□ **A inflação voltou a aumentar significativamente em Janeiro deste ano.** A taxa de inflação da cidade de Luanda aumentou 3.1 pontos percentuais (p.p.) para 17.4% no primeiro mês do ano. Em relação a Dezembro, os preços subiram 3.4%, sobretudo devido à variação positiva de três grupos de produtos: habitação, água, electricidade e combustíveis (+6.5% m/m), transportes (+11.0% m/m) e educação (+15.9% m/m). Este aumento do nível de preços deverá ter sido influenciado pela desvalorização discreta do kwanza face ao dólar no início de Janeiro, pela redução gradual dos subsídios aos combustíveis por parte do Governo e pelas alterações nas tarifas da electricidade. Além disso, também o início do ano lectivo em Fevereiro poderá explicar a variação significativa dos preços da educação. Para fazer face a alguns dos aumentos em bens considerados essenciais, o Executivo publicou uma lista de bens e serviços abrangidos por um Regime de Preços Fixos e criou um Conselho Nacional de Preços que terá como função deliberar anualmente sobre os produtos a constar neste regime.

## MOÇAMBIQUE – CRESCIMENTO ABRANDA NO FINAL DE 2015

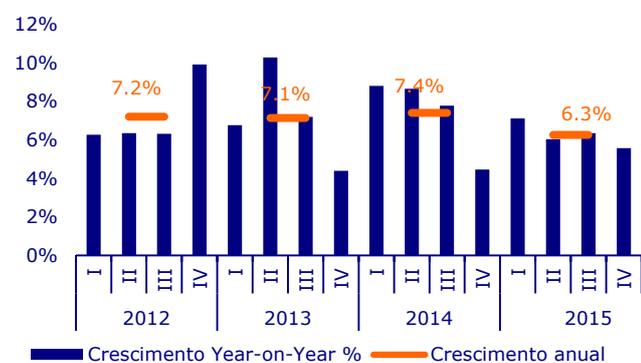
□ **A economia moçambicana abrandou o ritmo de crescimento nos últimos três meses de 2015, expandindo 5.6% em termos homólogos.** O sector secundário foi o que registou o maior crescimento homólogo (+8.4% y/y), potenciado pelo desempenho da indústria transformadora (+11% y/y). Apesar disso, o sector terciário, com maior peso no PIB (cerca de 50%), registou o maior contributo para a variação homóloga da actividade económica nos últimos 3 meses de 2015 (3.5 p.p.), ainda que a sua expansão enquanto sector tenha sido comparativamente menor do que a do sector secundário (+6.5 y/y). O destaque vai, neste caso, para o crescimento significativo do comércio (+11% y/y). Relativamente ao sector primário, a actividade aumentou 5.6% y/y. No total do ano passado, o PIB moçambicano cresceu 6.3%, abaixo do registado no ano de 2014 (+7.4%) e das expectativas do Executivo para o ano de 2015 (+7.0% de acordo com o Orçamento de Estado). Para 2016, as perspectivas são de um crescimento ainda forte, mas abaixo dos níveis de 7% dos últimos 10 anos.

□ **A taxa de inflação aumentou novamente no início de 2016.** A taxa de inflação anual, medida pelo IPC de Maputo, aumentou para 11.25% no primeiro mês deste ano, um valor acima do registado em Dezembro de 2015, quando o aumento anual de preços se cifrava nos 10.55%. Parte desta subida é causada pela depreciação do metical, que se está a fazer sentir principalmente nos bens alimentares (a inflação anual excluindo bens alimentares abrandou de 5% em Dezembro para 4.5% no mês passado). Em termos mensais, os preços subiram 2.48%, uma desaceleração depois de uma subida de 4.76% no mês anterior. Os maiores aumentos registaram-se na educação (+6.84% m/m) e nos bens alimentares (incluindo bebidas não-alcoólicas), que sofreram um aumento de preços de 4.03% em relação ao mês anterior, muito influenciados pelos preços alimentares mais altos devido à seca na região da África Austral. **Em resposta a estas pressões inflacionistas, o Banco de Moçambique voltou a restringir a política monetária.** O Comité de Política Monetária (CPM) do banco central moçambicano optou por aumentar a taxa de juro de referência em 100 pontos base (p.b.) para 10.75%, subindo também a taxa de depósitos em 50 p.b. para 4.25%. O rácio de reservas obrigatórias permaneceu em 10.5%.

**Os últimos desenvolvimentos nos megaprojectos relativos ao Gás Natural Liquefeito (GNL) sustentam as perspectivas positivas para o médio-prazo.** Em particular, tem havido alguns avanços no que respeita aos investimentos na bacia de Rovuma. O consórcio operado pela italiana ENI e no qual a Galp tem participação viu aprovado o seu projecto de construção de uma plataforma flutuante de GNL, faltando apenas uma decisão final por parte do grupo, que será tomada ainda este ano. O processo que envolve a aprovação do projecto da americana Anadarko, também na bacia de Rovuma, está menos avançado, devido em parte à necessidade de realojamento de cerca de 500 pessoas no local.

### O PIB desacelerou no final de 2015...

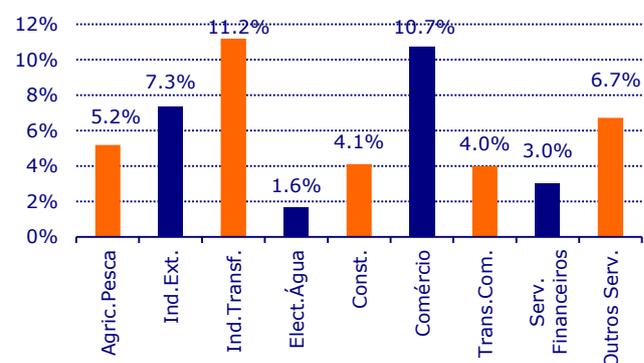
(variação homóloga)



Fonte: INE

### ...mas todos os sectores continuaram a crescer

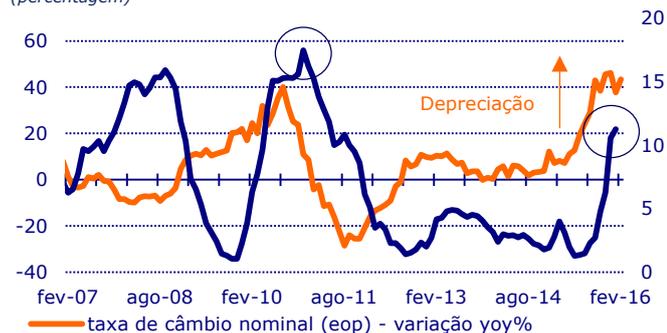
(variação homóloga)



Fonte: INE

### A inflação anual aumentou em Janeiro...

(porcentagem)

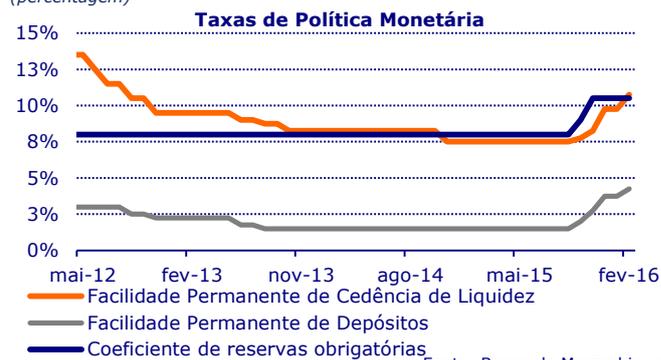


Fonte: Banco de Moçambique

José Miguel Cerdeira

### ...e em resposta o BM subiu a taxa de juro de referência

(porcentagem)



Fonte: Banco de Moçambique

## ECONOMIAS

## ÁFRICA DO SUL - ORÇAMENTO DE ESTADO 2016/17 FOCADO NA CONSOLIDAÇÃO FISCAL

□ **O menor ritmo de crescimento económico registado em 2015 (crescimento de 1.3%) teve impacto ao nível das receitas fiscais obtidas, que acabaram por ser inferiores às orçamentadas em R11.6 mil milhões.** Em causa estiveram as condições económicas adversas, nomeadamente a depreciação do Rand e a menor procura mundial por *commodities*, que acabaram por pesar no sentimento dos investidores e no poder de compra dos indivíduos. Estes efeitos tiveram particular impacto nas três principais bases tributárias: rendimentos dos indivíduos, das empresas e consumo. Ainda assim, comparativamente ao ano transacto, verificou-se um aumento de 8.5%, reflectindo alguma resiliência do sistema tributário. Tendo em conta as receitas consolidadas, a arrecadação de receitas totais superou o antecipado e revelou um aumento superior a 11% em termos homólogos. Ao mesmo tempo, as despesas consolidadas foram superiores ao previsto, revelando-se um défice de 3.9% do PIB e um rácio de dívida em percentagem do produto nacional superior a 44%.

□ **O Orçamento de Estado para este ano foca-se na consolidação fiscal, com o objectivo central a ser a estabilidade do rácio da dívida em percentagem do PIB.** Nesse sentido, o Executivo compromete-se, nos próximos três anos, a reduzir o tecto máximo das despesas (apesar de, ainda assim, ser esperado um aumento gradual neste período), impulsionar as receitas fiscais, gerir activamente os riscos fiscais decorrentes das empresas públicas e restringir o crescimento dos gastos com os salários da função pública (ainda que se possa demonstrar politicamente difícil, dado que, nos últimos anos, este foi o único sector que demonstrou um crescimento do emprego). O tecto máximo de despesa deverá reduzir em R25 mil milhões nos próximos três anos, principalmente por via da redução da despesa com salários, e as receitas fiscais deverão aumentar em R18 mil milhões este ano e R15 mil milhões nos dois seguintes. Adicionalmente, importa destacar o aumento médio esperado de cerca de 11% do serviço da dívida entre 2015/16 e 2018/19, face à depreciação do Rand e aumento das taxas de juro. Tendo em conta isso, o défice deverá fixar-se em 3.2% em 2016/17. O rácio da dívida em percentagem do PIB deverá atingir 45.7% do PIB este ano, estabilizando em cerca de 46% em 2018/19, destacando-se o reduzido peso da dívida denominada em moeda estrangeira.

## África do Sul - Orçamento de Estado 2016/17

	2015/16 Executado	2016/17 OGE	2017/18 Previsões médio prazo	2018/19 Previsões médio prazo
Receita Tributária	1,069,700	1,174,788	1,296,477	1,434,737
Receita não-tributária	55,841	26,657	18,896	16,942
Provincias, fundos seg.social e outras entidades públicas	148,545	162,343	172,438	182,899
<b>Receita Consolidada <sup>1)</sup></b>	<b>1,223,064</b>	<b>1,324,339</b>	<b>1,436,743</b>	<b>1,571,597</b>
Despesas Correntes	805,809	875,839	942,052	1,013,125
Salários	476,772	516,801	551,463	590,866
Bens e Serviços	193,737	204,692	221,901	236,610
Custos com serviço da dívida	129,111	147,720	161,927	178,556
Transf. e subsídios	447,566	475,849	509,282	551,571
Despesas de Capital	97,880	100,372	105,563	110,479
Pag. activos financeiros	29,673	5,230	5,165	5,052
<b>Total da despesa</b>	<b>1,380,926</b>	<b>1,457,291</b>	<b>1,562,062</b>	<b>1,680,227</b>
<b>Despesa Consolidada</b>	<b>1,380,926</b>	<b>1,463,291</b>	<b>1,572,062</b>	<b>1,695,227</b>
<b>Saldo Orçamental</b>	<b>-157,863</b>	<b>-138,952</b>	<b>-135,319</b>	<b>-123,630</b>
% PIB	-3.9%	-3.2%	-2.8%	-2.4%
<b>Saldo Primário</b>	<b>-22,562</b>	<b>15,395</b>	<b>33,369</b>	<b>62,018</b>
% PIB	-0.6%	0.4%	0.7%	1.2%
<b>Dívida Líquida (% PIB)</b>	<b>44.3%</b>	<b>45.7%</b>	<b>46.2%</b>	<b>46.2%</b>
Doméstica	41.9%	43.1%	43.5%	43.4%
Externa	2.4%	2.5%	2.7%	2.8%

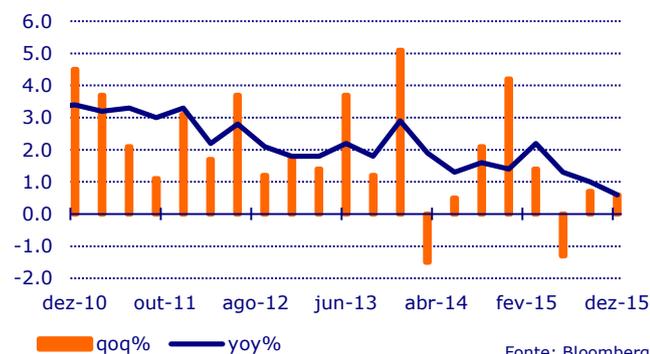
Fonte: Orçamento de Estado de 2016/17

Nota: Os dados consolidados incluem valores relativos a províncias, fundos de segurança social e entidades públicas;

<sup>1)</sup> Exclui pagamentos efectuados à SACU (Southern African Customs Union).

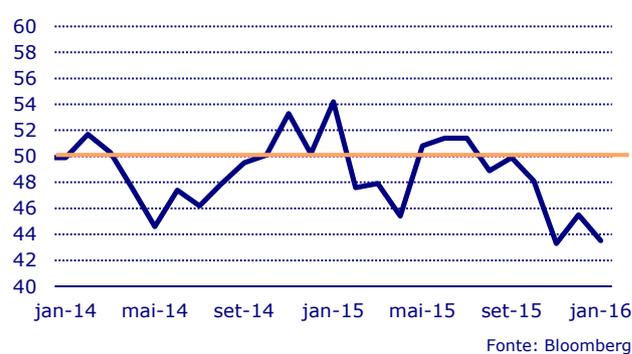
## Actividade económica desacelerou em 2015, face à forte contracção do sector agrícola

(percentagem)



## Indicador PMI continua abaixo da marca dos 50 pontos

(pontos)



□ **O Executivo reviu em baixa o crescimento do PIB para 0.9% em 2016, acelerando nos dois anos seguintes para 1.7% e 2.4%, respectivamente, em linha com a melhoria das condições económicas mundiais, aumento da confiança dos agentes económicos e redução das falhas de electricidade.** Ainda que o orçamento revele um compromisso das autoridades sul-africanas perante a consolidação fiscal, alguns eventos poderão pôr em causa as intenções expressas no documento, nomeadamente o risco de o crescimento económico ser inferior ao antecipado (o FMI antecipa um crescimento de 0.7% em 2016), assim como as constantes restrições na geração de electricidade, situação de seca e barreiras estruturais, como o elevado nível de desemprego (24.5% no 4T15) e pobreza da população. Adicionalmente, caso os preços dos principais metais e minérios continuem a cair, isso poderá levar as empresas do sector a cortar postos de trabalho ou mesmo deslocalizarem-se.

Vânia Patrícia Duarte

## · MERCADO CAMBIAL

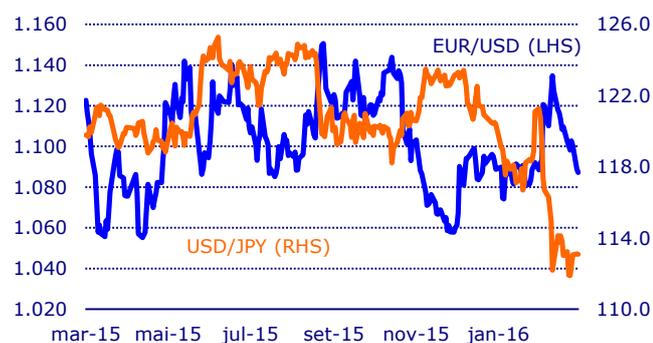
## MERCADOS

**USD VOLTA A BENEFICIAR DA DIVERGÊNCIA DE POLÍTICAS MONETÁRIAS**

- **No último mês, o EUR/USD passou de o valor máximo de 1,1375 para um mínimo de 1,0823, retomando a tendência de queda e regressando a níveis de início do ano.** Este movimento resultou da variação de expectativas geradas ao longo das últimas semanas relativamente à evolução das políticas monetárias nos dois lados do Atlântico. De facto, a constância não define este período. Perante um momento de decepção quanto aos dados económicos norte-americanos, que falhavam o suporte a uma política tendencialmente menos expansionista, chegando-se a questionar a possibilidade de reversão do processo de normalização das taxas de juro, o EUR/USD testou e ultrapassou pontos de resistência relevantes e alcançou os referidos 1,1375. Mais recentemente, ao confirmar-se a manutenção do ritmo de crescimento da actividade norte-americana, gerador constante de emprego, permitindo que a taxa de desemprego baixasse para o nível mais baixo desde Abril de 2008, 4.9%, foi retomada a expectativa de que ao longo do ano irão ocorrer novas subidas dos juros (possivelmente menos vezes do que o esperado no início do ano). **Paralelamente, do lado do euro, o BCE reconheceu que as medidas monetárias de relançamento económico em curso não estão a surtir o efeito desejado (o crescimento económico é pouco expressivo e a inflação regressou a território negativo), estando em perspectiva medidas adicionais que colocarão as taxas de juro em níveis ainda mais negativos.** Neste duplo contexto, o EUR/USD registou o mínimo 1,0823. No futuro, esta divergência poderá colocar o câmbio âncora de regresso ao patamar 1.05.
- **A libra tem vindo a reflectir o impacto negativo do debate acerca do Brexit (saída do Reino Unido do União Europeia), estando agendado o referendo para o dia 23 de Junho.** Embora o governo britânico tenha um acordo com a UE28 para mostrar à população novas vantagens na permanência do Reino Unido na União, esta questão é factor de divisão interna e está a gerar turbulência nos mercados financeiros. O EUR/GBP aproximou-se de 0.80 (valores de final de 2014), enquanto o GBP/USD (cable) registou mínimos no patamar 1.38 (não ocorridos desde 2009). Para além de ser factor de incerteza e gerador de volatilidade, existem receios de que a possibilidade de Brexit tenha impacto negativo na economia, desfazendo a actual boa performance económica. Perante esta situação, desapareceu a expectativa de subida dos juros. Assim, é provável que a GBP se mantenha debilitada durante os próximos tempos, podendo melhorar se as sondagens mostrarem ser fraca a possibilidade de Brexit.
- **O Banco central helvético aguarda por mais decisões do BCE para equacionar a sua atitude futura.** As autoridades continuam a prestar grande atenção à evolução do CHF face ao EUR, não permitindo pressões de apreciação da sua moeda. Perante a análise gráfica, é possível o EUR/CHF permanecer acima de 1.07.

**Dólar ganha valor ao euro mas perde para o iene**

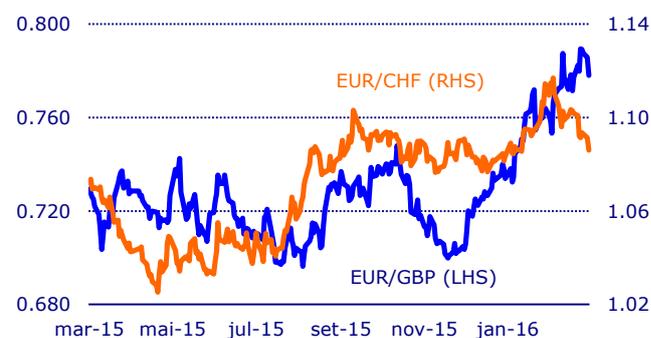
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

**EUR/GBP acentua tendência de subida; EUR/CHF corrige recente subida**

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



Fonte: Reuters, BPI

**Dólar sobrevalorizado face ao euro e euro sobrevalorizado em relação à libra e ao franco suíço**

04.Mar.16

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.1302	1.0970	-2.94%
EUR/JPY	133.42	124.77	-6.48%
EUR/GBP	0.7295	0.7748	6.21%
EUR/CHF	1.0694	1.0898	1.91%

Fonte: BPI.

**Cotações a Prazo**

04.Mar.16

Moedas	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.0994	1.1026	1.1104
EUR/JPY	124.84	124.85	124.92
EUR/GBP	0.7764	0.7782	0.7828
EUR/CHF	1.0904	1.0864	1.0827

Fonte: BPI.

**MERCADOS**

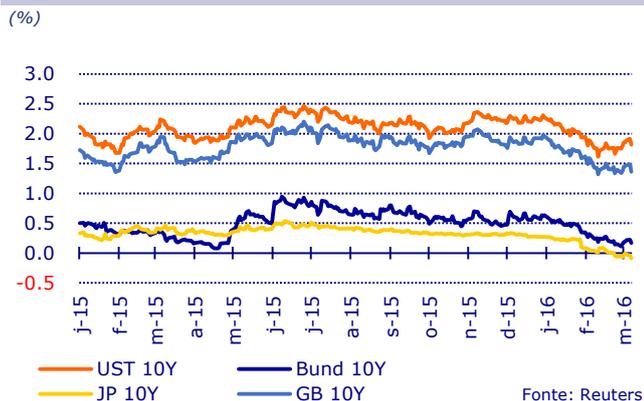
**MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA**

**PERSISTEM AS BAIXAS RENTABILIDADES**

▫ **Mercados desenvolvidos:** A incerteza quanto ao crescimento global e os sinais de ausência de pressões inflacionistas continuam a fomentar movimentos de fuga para a qualidade, contribuindo para que os preços dos principais títulos de dívida pública se mantenham próximo de níveis máximos e as respectivas taxas de rentabilidade próximo de mínimos. Nos EUA a *yield* dos títulos de 10 anos dos US *Treasuries* tem oscilado em torno de 1.7%-1.8%, contrastando com valores acima de 2.2% no final de 2015; e na zona euro a *yield* do *Bund* com o mesmo prazo tem cotado num intervalo entre 0.1%-0.3%, abaixo dos 0.6% observados no fim do ano passado. Ainda assim, nos primeiros dias de Março observaram-se movimentos de correcção (subida) nas *yields* dos principais *benchmarks*, reflectindo uma ligeira redução da aversão ao risco, suportada pelo bom desempenho da taxa de inflação nos EUA (em Janeiro, a inflação *core* situou-se em 2.2%). Na zona euro, a ausência de pressões inflacionistas e a compra de dívida pública pelo BCE continuam a suportar o mercado de taxa fixa.

▫ **Mercados periféricos:** Apesar do alargamento dos prémios de risco face à dívida alemã comparativamente ao observado ao longo do ano transacto, reflectindo o ambiente de maior de aversão que actualmente caracteriza os mercados financeiros, bem como factores internos que suscitam incerteza quanto ao andamento dos processo de consolidação orçamental e/ou instabilidade política em algumas destas economias, verifica-se que os títulos de dívida pública dos países considerados mais vulneráveis têm também beneficiado duma conjuntura mais propícia, mantendo-se os respectivos prémios de risco relativamente contidos. No caso de Portugal o prémio de risco das obrigações do tesouro desceu ligeiramente nos primeiros dias de Março, para uma média de 273 p.b. que compara com valores em torno de 300 p.b no mês passado. Esta mesma tendência sentiu-se também nos prémios de risco de Espanha, Itália e Grécia. Mas apesar da melhoria, é de salientar que os *spreads* ainda se situam significativamente acima do patamar observado ao longo de 2015. No caso da dívida pública portuguesa, o *spread* médio das OT's a 10 anos situou-se em 188 p.b., com um mínimo de 129 p.b., há cerca de 1 ano atrás.

**Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais**



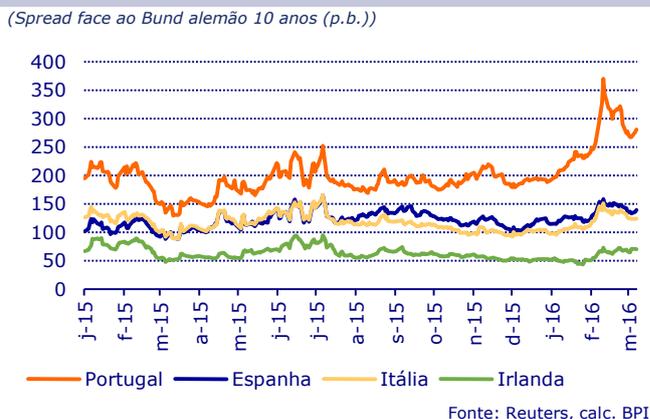
**Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps**



**Mercado de Dívida Pública Periféricos: Taxas nominais**



**UEM: Spreads mercados periféricos**



## · MERCADOS ACCIONISTAS

## MERCADOS

**ACÇÕES E PETRÓLEO NEGOCEIAM NO MESMO SENTIDO**

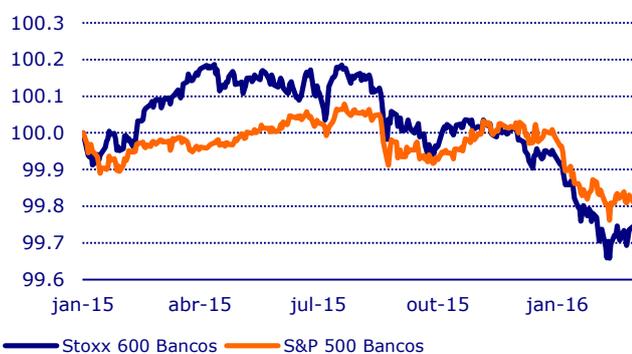
□ **O sector financeiro ressent-se do actual enquadramento, justificando parte da pressão vendedora sobre as acções dos bancos europeus e norte-americanos no início deste ano.** A performance das acções dos bancos têm reflectido não só questões globais (receios em torno da queda dos preços do petróleo e desaceleração económica na China), como também questões específicas do sector. Um primeiro factor prende-se com a exposição dos bancos às empresas petrolíferas, que têm sido afectadas pela queda dos preços da *commodity*, potenciando o risco de aumento do crédito malparado. Adicionalmente, o contexto de taxas de juro muito reduzidas ou mesmo negativas coloca pressão sobre a rentabilidade dos bancos. A situação pode-se agravar, caso o actual contexto de taxas baixas se prolongue e os bancos comerciais não consigam transpor para os consumidores esses efeitos. As preocupações relativamente às alterações de regulação em curso na área do euro também poderão explicar a queda das acções da banca desta região. Por fim, a época de divulgação de resultados poderá ter desanimado os investidores, dadas as perdas que alguns dos principais bancos mundiais reportaram.

□ **O movimento das acções tem seguido o curso dos preços do petróleo.** Uma das explicações pode ser o enfraquecimento da procura mundial agregada, possível sinal de uma desaceleração da actividade económica, que afecta quer os resultados das empresas quer a procura mundial de petróleo. Adicionalmente, o actual contexto de incerteza e maior aversão ao risco leva os investidores a procurar activos de refúgio, abandonando as apostas nas acções e na generalidade das *commodities*, activos mais arriscados. Ainda assim, poderão existir outras explicações, como o facto de a queda dos preços do petróleo, devido a um excesso de oferta, afectar as condições financeiras quer das empresas petrolíferas, quer dos países produtores/exportadores. Em termos gerais, os investidores parecem mais focados nos efeitos negativos imediatos decorrentes dos baixos preços do petróleo do que nos benefícios que daí podem decorrer, como o impulso ao consumo. A relação entre as acções e o petróleo é, ainda assim, volátil, revelando momentos em que se movem no mesmo sentido e outros em sentido contrário.

□ **Outro dos efeitos dos baixos preços do petróleo (e que poderá explicar parte da correlação entre petróleo e acções) tem sido a retirada de capitais dos fundos soberanos, principalmente dos países produtores.** De facto, os países têm usado estes fundos como uma almofada financeira para apoiar as respectivas economias, liquidando posições em activos mais arriscados. Esta retirada de capitais deverá exercer maior pressão vendedora sobre os preços das acções ao longo deste ano, dada a dimensão que estes fundos assumem (USD 7.1 biliões, de acordo com a estimativa do SW Fund Institute).

**O sector bancário ressent-se do actual enquadramento**

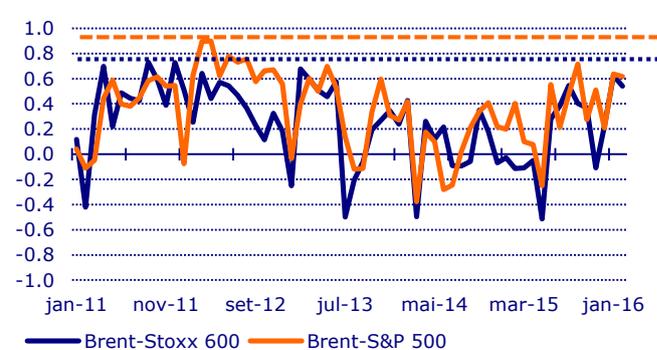
(base 100=Jan.2015)



Fonte: Bloomberg; cal. BPI

**Os níveis recentes de correlação não são anormalmente elevados, dados os últimos 5 anos**

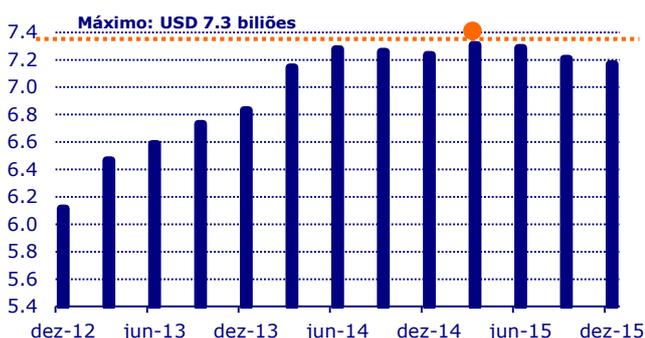
(correlação entre as var. diárias do Brent vs Stoxx 600 e Brent vs S&amp;P 500)



Fonte: Bloomberg; cal. BPI

**A dimensão dos fundos soberanos têm vindo a reduzir desde meados de 2015**

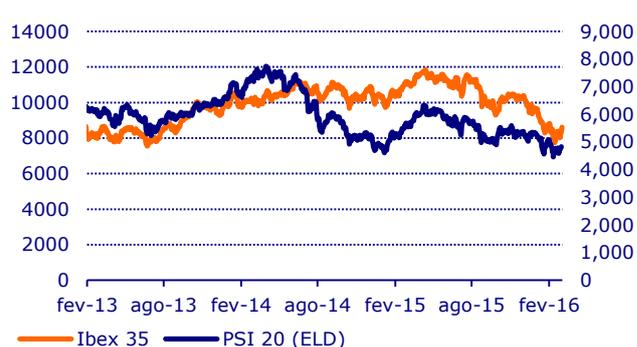
(biliões USD)



Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute

**Índices ibéricicos afectados por factores intrínsecos**

(pontos; pontos)



Fonte: Bloomberg

## MERCADOS

## MERCADO DE COMMODITIES

## O OURO GANHA BRILHO

▫ **Numa dinâmica de inversão da tendência anterior, o preço do ouro deixou de registar novos valores mínimos e testou e ultrapassou com sucesso importantes pontos de resistência.** Com efeito, após o registo do mínimo 1045.85 dólares a onça troy (usd/oz) em Dezembro último, os operadores de mercado e investidores mudaram de estratégia e começaram a procurar mais o ouro como aplicação alternativa a outras classes de activos. De facto, foram testados com sucesso importantes pontos de resistência, nomeadamente 1190.63 usd/oz e 1232.20 usd/oz, que fizeram acentuar a tendência de alta de curto/médio prazo. A próxima referência de resistência encontra-se em 1306.20 usd/oz.

▫ **Os dados trimestrais divulgados pela World Gold Council confirmam já uma recuperação da procura homóloga no 4ºT2015 (em volume), que se deverá ter intensificado no 1ºT2016 (a confirmar), nomeadamente via investimento de particulares e dos bancos centrais.** Dentro dos principais consumidores, também em termos homólogos, no final de 2014 assistiu-se a um aumento da procura da Índia, China e EUA. Em termos de valor, todos estes movimentos representam uma expressiva diminuição do custo, sabendo-se que o preço do ouro caiu 10% no 4ºT2014 face ao mesmo período do ano anterior. Uma referência à diminuição da oferta, tanto em termos de volume como de preço, de forma a encontrar-se uma nova área de equilíbrio.

▫ **Nos primeiros meses de 2016 surgiram factores que permitiram o regresso dos investidores ao ouro.** Em Janeiro e Fevereiro foram meses negativos para os mercados accionistas, e uma parte da fuga dirigiu-se para o ouro, dado o tom de maior adversidade ao risco que se instalou nos mercados financeiros. Também a incerteza quanto ao andamento da economia mundial (encabeçada pela China, um dos principais consumidores de ouro) e a forte queda do preço do petróleo geraram turbulência e o ouro readquiriu o estatuto de activo de refúgio. Acrescem factores complementares como uma inflação deprimida e taxas de juro negativas ou perto de zero no que respeita às economias avançadas. **Neste contexto, é possível que o preço do ouro ganhe suporte nos actuais níveis.**

**Invertendo a tendência anterior, o preço do ouro testou e ultrapassou importantes resistências**

(USD por onça troy)



Fonte: Bloomberg, BPI

## Mercado do ouro no 4ºT2015

	toneladas				milhões USD			
	4ºT2014	4ºT2015	média 5 anos	var.homóloga	4ºT2014	4ºT2015	média 5 anos	var.homóloga
<b>Consumo Total</b>	<b>1,071.0</b>	<b>1,117.7</b>	<b>1,110.3</b>	<b>4%</b>	<b>41,370.2</b>	<b>39,761.5</b>	<b>51,398.4</b>	<b>-4%</b>
Joalheria	677.4	671.4	585.0	-1%	26,166.5	23,885.4	26,659.9	-9%
Tecnologia	90.3	84.5	93.3	-6%	3,489.8	3,004.8	4,314.5	-14%
Investimento	169.3	194.6	298.9	15%	6,540.4	6,922.6	14,308.8	6%
Barras e moedas	260.9	263.5	328.8	1%	10,075.9	9,372.7	15,343.6	-7%
ETFs*	-91.5	-68.9	-29.8	-	-3,535.5	-2,450.0	-1,034.8	-
Bancos centrais	133.9	167.2	133.1	25%	5,173.5	5,948.7	6,115.2	15%
<b>Principais consumidores</b>								
Índia	219.7	233.2	229.5	6%	8,485.6	8,297.2	10,567.7	-2%
China	243.7	250.6	245.9	3%	9,412.8	8,915.4	11,237.9	-5%
Médio Oriente	65.0	62.6	78.8	-4%	2,508.9	2,225.5	3,613.4	-11%
EUA	58.6	62.0	46.1	6%	2,263.1	2,204.9	2,119.0	-3%
Europa (excl. ex-URSS)	97.1	90.2	84.0	-7%	3,751.6	3,210.0	3,902.1	-14%
<b>Oferta Total</b>	<b>1,152.0</b>	<b>1,037.1</b>	<b>1,104.0</b>	<b>-10%</b>	<b>44,498.2</b>	<b>36,894.7</b>	<b>50,816.8</b>	<b>-17%</b>
Total Minas	893.1	809.8	751.6	-9%	34,495.0	28,805.5	34,294.1	-16%
Ouro reciclado	259.0	227.4	352.4	-12%	10,003.2	8,089.2	16,522.7	-19%
<b>Preço</b>								
Final do período	1183.55	1060.91	-	<b>-10%</b>				

Fonte: World Gold Council.

## Economias Desenvolvidas

	Taxa de Inflação			Saldo orçamental/ PIB			Dívida pública/PIB			Necessidades Financ/PIB			Desemprego			Crescimento PIB		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
E.U.A.	0.4	1.8	2.2	-3.6	-3.4	-3.2	99.9	100.1	108.3	-2.5	-2.6	-2.9	5.3	4.8	4.7	2.5	2.5	2.3
Japão	0.8	0.8	2.1	-6.2	-5.4	-4.7	235.6	237.3	242.9	3.0	3.1	3.5	3.5	3.3	3.2	0.6	1.1	0.6
UE	0.0	1.1	1.6	-2.5	-2.0	-1.6	87.8	87.1	85.8	2.2	2.2	2.0	9.5	9.2	8.9	1.9	2.0	2.1
UEM	0.1	1.0	1.5	-2.1	-1.8	-1.5	93.3	92.3	91.6	3.1	2.9	2.9	11.0	10.5	10.1	1.5	1.7	1.7
Alemanha	0.3	1.3	1.7	0.6	0.4	0.3	70.9	68.2	65.7	8.3	7.9	7.4	5.4	5.4	5.3	1.6	1.8	1.7
França	0.1	1.0	1.3	-3.8	-3.4	-3.0	97.0	98.0	98.1	-0.2	-0.3	-0.5	10.2	10.1	9.9	1.1	1.4	1.6
Itália	0.2	0.9	1.4	-2.7	-2.2	-1.8	133.4	132.6	130.6	2.0	1.9	1.9	12.2	11.8	11.3	0.8	1.4	1.2
Espanha	-0.5	0.7	1.2	-4.4	-3.2	-2.5	100.1	100.4	99.8	1.1	1.0	1.2	22.1	20.2	18.8	3.1	2.6	2.4
Holanda	0.4	1.2	1.5	-2.0	-1.5	-1.2	67.9	66.9	66.8	10.7	10.4	10.2	7.0	6.7	6.3	1.9	1.9	2.0
Bélgica	0.6	1.6	1.7	-2.7	-2.4	-1.7	107.2	106.7	104.7	1.3	1.5	1.3	8.5	8.4	8.1	1.3	1.4	1.6
Áustria	0.9	1.7	1.9	-1.9	-1.8	-1.3	86.7	85.8	84.0	2.0	2.1	2.5	5.9	5.8	5.8	0.8	1.4	1.6
Finlândia	-0.1	0.8	1.2	-3.1	-2.7	-2.3	61.9	63.9	65.0	-0.5	-0.3	-0.2	9.3	9.4	9.4	0.2	0.8	1.1
Grécia	-1.0	0.7	1.2	-3.7	-3.4	-1.6	183.5	187.2	195.3	-0.1	0.7	0.9	25.8	25.9	17.2	-0.8	-0.9	1.1
Irlanda	0.7	1.7	1.8	-2.2	-1.3	-0.7	101.6	97.3	91.8	4.0	4.1	5.0	9.5	8.5	7.7	5.8	4.3	3.6
Reino Unido	0.1	1.3	1.9	-4.2	-2.8	-1.6	89.6	89.8	87.1	-4.5	-3.8	-3.4	5.5	5.5	5.7	2.5	2.3	2.3
Suécia	0.3	1.2	1.8	-1.6	-1.3	-0.9	43.5	42.5	42.4	6.2	6.1	5.6	7.7	7.5	7.1	3.0	2.9	2.7
Dinamarca	0.5	1.3	1.6	-2.9	-2.7	-2.2	41.3	40.7	41.5	7.2	7.4	7.2	6.2	6.0	5.7	1.6	1.7	1.7
Luxemburgo	0.2	1.5	1.7	0.3	0.6	0.6	23.4	24.2	23.9	4.6	5.0	4.8	6.7	6.6	6.4	3.5	3.2	3.0
Suíça	-1.1	-0.2	0.2	0.2	0.1	-0.2	42.2	41.9	45.9	8.1	7.7	8.3	3.7	3.8	4.2	0.9	1.3	1.6
<b>Portugal</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>-3.1</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.4</b>	<b>127.1</b>	<b>124.8</b>	<b>105.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>12.6</b>	<b>11.9</b>	<b>11.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</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	9.0	8.0	0.1	-3.8	-3.3	4.8	6.8	9.8	65.2	69.9	74.5	-3.8	-8.2	-8.0	-4.4	-3.2	-2.3	29.5	36.7	49.1
México	4.0	2.7	3.1	2.3	2.5	2.6	4.8	4.3	4.3	49.8	52.0	52.1	-3.2	-3.5	-3.0	-1.9	-2.0	-2.7	33.9	40.4	43.3
Argentina	25.1	19.0	33.5	0.4	2.2	-0.2	7.3	7.3	7.5	45.3	52.1	55.1	-0.2	-5.2	-4.4	-1.1	-1.7	-1.8	30.8	29.6	36.6
Chile	4.4	4.3	4.0	1.9	2.1	2.0	6.3	6.3	7.0	15.1	18.1	20.0	-2.0	-3.2	-3.3	-1.2	-0.8	-1.6	56.5	61.7	68.4
R. Checa	0.4	0.3	0.9	2.0	4.2	2.5	6.1	5.1	5.6	42.7	40.5	40.5	-1.9	-1.6	-1.3	0.6	1.2	0.9	66.6	63.4	61.3
Polónia	0.0	-0.9	0.4	3.3	3.6	3.5	9.0	7.6	9.2	50.1	50.8	51.2	-3.3	-3.0	-3.0	-1.2	-0.2	-0.8	64.2	67.4	68.3
Hungria	-0.2	-0.1	1.3	3.7	3.0	2.3	7.3	6.1	6.5	76.2	78.0	78.1	-2.5	-2.4	-2.2	2.3	5.4	4.3	103.6	102.1	98.6
Rússia	7.8	15.6	8.8	0.7	-3.7	-1.5	5.2	5.6	6.1	14.4	15.2	17.2	-0.7	-2.9	-3.8	3.1	5.0	4.0	32.1	40.7	39.4
China	2.0	1.4	1.6	7.3	6.9	6.5	4.1	4.1	4.2	41.1	43.2	46.0	-1.8	-3.5	-3.0	2.1	2.7	2.8	10.2	6.4	5.1

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*		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>EUA</b>	2.4%	2.1%	2.3%	0.1%	1.5%	2.0%
<b>Zona Euro</b>	1.5%	1.6%	1.7%	0.0%	0.3%	1.5%

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

	2015	2016	2017
Consumo privado	2.7	2.8	2.5
Consumo público	0.8	0.7	0.5
Formação Bruta de Capital	3.6	0.8	2.2
Exportações	5.1	3.8	4.2
Importações	7.3	4.2	4.5
<b>PIB</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>
<b>Défice Orçamental (PDE)</b>	<b>4.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>
<b>Taxa de inflação média</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.5</b>
<b>Taxa média de desemprego</b>	<b>12.4</b>	<b>11.8</b>	<b>11.5</b>

## PREVISÕES

## Taxas de Câmbio

09.Mar.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.10	1.08	1.08	1.08	1.10
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.08	1.08	1.04	1.10
USD/JPY	112.70	118.00	118.00	120.00	122.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	115.00	118.00	125.00	125.00
EUR/JPY	124.39	128.00	127.00	128.00	133.50
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	124.20	127.44	130.00	137.50
EUR/GBP	0.78	0.76	0.76	0.74	0.74
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.78	0.78	0.75	0.74
EUR/CHF	1.10	1.10	1.10	1.10	1.14
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.08	1.07	1.08	1.10

Fonte: BPI, várias instituições de research.

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

## Taxas de Juro

09.Mar.16

	Taxas de Juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
<b>Taxas de juro 3 M</b>										
EUR	-0.22%	-0.23%	-0.25%	-0.24%	-0.24%	-85	-80	-98	-113	-146
EUR (Prev. BPI)	-	-0.23%	-0.25%	-0.23%	-0.20%	-	-88	-100	-123	-140
USD	0.64%	0.57%	0.73%	0.89%	1.22%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.65%	0.75%	1.00%	1.20%	-	-	-	-	-
JPY	-0.01%	0.07%	0.06%	0.05%	0.00%	-65	-50	-67	-84	-122
JPY (Prev. BPI)	-	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-	-66	-76	-101	-121
GBP	0.58%	0.60%	0.64%	0.71%	1.07%	-5	3	-9	-18	-15
GBP (Prev. BPI)	-	0.60%	0.65%	0.70%	1.00%	-	-5	-10	-30	-20
CHF	-0.80%	-0.76%	-0.75%	-0.75%	-0.73%	-144	-133	-148	-164	-195
CHF (Prev. BPI)	-	-0.80%	-0.80%	-0.80%	-0.80%	-	-145	-155	-180	-200
<b>Taxas de juro 10 A</b>										
POR	2.98%	3.00%	3.10%	3.10%	3.25%	117	112	108	92	72
POR (Prev. BPI)	-	3.00%	3.10%	3.10%	3.25%	-	100	85	60	25
ALE	0.17%	0.30%	0.43%	0.55%	0.89%	-164	-158	-159	-163	-164
ALE (Prev. BPI)	-	0.20%	0.40%	0.50%	1.00%	-	-180	-185	-200	-200
EUA	1.82%	1.88%	2.02%	2.18%	2.53%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	2.00%	2.25%	2.50%	3.00%	-	-	-	-	-
JAP	-0.09%	-0.02%	0.02%	0.07%	0.13%	-191	-190	-200	-211	-240
JAP (Prev. BPI)	-	-0.10%	-0.05%	-0.05%	0.00%	-	-210	-230	-255	-300
RU	1.36%	1.54%	1.80%	1.99%	2.36%	-45	-34	-22	-19	-17
RU (Prev. BPI)	-	1.40%	1.60%	2.00%	2.50%	-	-60	-65	-50	-50
SUI	-0.01%	-0.31%	-0.17%	-0.05%	0.16%	-183	-219	-219	-223	-237
SUI (prev. BPI)	-	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.05%	-	-201	-226	-250	-295

Fonte: BPI, várias instituições de research.

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-14	Nível actual 09-Mar-16	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%	0.25%-0.50%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	16-mar-16	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.05%	0.05%	4-Set-14 (-10 pb)	21-abr-16	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>O/N Call Rate</i>	0.10%	0.00%	5-Out-10 (-5 pb)	15-mar-16	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	13-abr-16	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.50%	5-Mar-09 (-50 pb)	17-mar-16	Sem alteração
<b>Outros Bancos Centrais</b>						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	0%-0.25%	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	17-mar-16	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	0.00%	-0.50%	17-Fev-16 (-15 bp)	21-abr-16	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	1.25%	0.75%	25-Set-15 (-25 pb)	17-mar-16	-
Banco Nacional da Dinamarca	<i>Lending Rate</i>	0.20%	0.05%	20-Jan-15 (-15 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	<i>Cash Rate</i>	2.50%	2.00%	5-Mai-15 (-25 pb)	05-abr-16	-
<b>América Latina</b>						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	11.75%	14.25%	2-Set-15 (+50 bp)	17-abr-16	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.00%	3.75%	17-Fev-16 (+50 pb)	18-mar-16	-
<b>Europa de Leste</b>						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	2.00%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	11-mar-16	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	2.10%	1.35%	21-Jul-15 (-15pb)	22-mar-16	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	31-mar-16	-

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

09.Mar.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
<b>Taxas de câmbio</b>					
USD/BRL	3.83	4.11	4.15	4.15	4.22
USD/MXN	16.50	18.10	17.90	17.50	17.00
USD/ARS	9.38	14.50	15.34	15.71	17.05
EUR/CZK	27.14	27.00	27.00	27.00	26.00
EUR/PLN	4.22	4.40	4.35	4.35	4.15
EUR/HUF	311.23	312.00	312.00	311.00	312.00
USD/RUB	61.83	76.10	75.16	73.55	67.00
USD/CNY	6.36	6.60	6.65	6.70	6.80

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

09.Mar.16

	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	14.25%	14.25%	14.25%	14.20%	13.40%	1361	1368	1352	1331	1218
MXN	3.25%	3.70%	3.90%	4.00%	4.30%	261	313	317	311	308
ARS	12.75%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1211	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.29%	0.28%	0.28%	0.27%	0.28%	-35	-29	-45	-62	-94
PLN	1.62%	1.68%	1.63%	1.62%	1.71%	98	111	90	73	49
HUF	1.35%	1.30%	1.25%	1.25%	1.35%	71	73	52	36	13
RUB	12.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1136	-57	-73	-89	-122
CNY	4.35%	4.25%	4.10%	4.00%	4.00%	371	368	337	311	278
<b>Taxas de juro 10 A</b>										
BRL	5.81%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	409	-	-	-	-
MXN	6.13%	6.12%	6.19%	6.11%	6.39%	218	-	-	-	-
ARS	7.11%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	581	-	-	-	-
CZK	0.29%	0.52%	0.61%	0.73%	1.05%	8	-	-	-	-
PLN	2.95%	3.03%	3.06%	3.19%	3.30%	274	-	-	-	-
HUF	3.16%	3.43%	3.41%	3.37%	3.44%	295	-	-	-	-
RUB	9.31%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	267	-	-	-	-
CNY	2.93%	2.80%	2.78%	2.77%	2.76%	272	-	-	-	-

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.

## NOTAS AO ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2016

Nesta nota abordaremos, de forma sumária, as questões que nos parecem mais pertinentes relativamente à proposta do OGE 2016, aprovada na generalidade no passado dia 23 de Fevereiro. Atendendo ao actual enquadramento económico global mais adverso, com impactos desfavoráveis previsíveis para Portugal, e perante as dúvidas que várias instituições colocaram relativamente ao documento que norteará a política orçamental a partir de Abril (quando se perspectiva que entre em vigor), antecipa-se que o acompanhamento da execução orçamental regresse, este ano, como um dos desenvolvimentos mais importantes a acompanhar e monitorar por investidores nacionais e internacionais. Por ora, atendendo aos riscos que são explicitados nos pontos seguintes, atribuímos reduzida probabilidade a que o saldo orçamental de 2016 se situe abaixo da fasquia dos -3% do PIB no final do ano.

### 1. OGE 2016 – pressupostos macroeconómicos: que enviesamento de riscos?

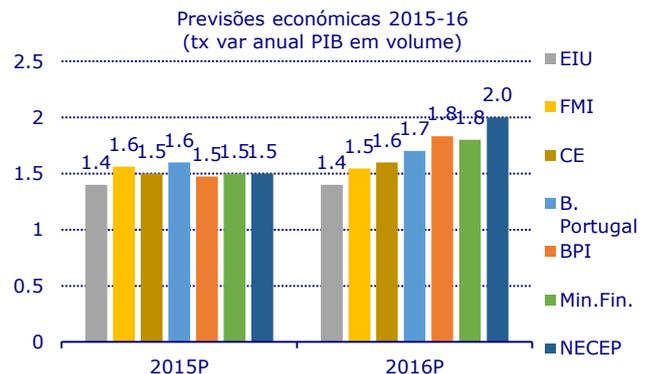
#### Cenário Macroeconómico

	2014	2015	BPI Março 2016		Banco de Portugal Dez 2015			Comissão Europeia Fev 2016			OE 2016 Jan 2016	
			2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P
PIB real	0.9	1.5	1.8	1.9	1.6	1.7	1.8	1.5	1.6	1.8	1.5	1.8
Consumo privado	2.2	2.6	2.8	2.5	2.7	1.8	1.7	2.6	1.9	1.8	2.6	2.4
Consumo público	-0.5	0.8	0.7	0.5	0.1	0.3	0.1	0.3	0.4	0.4	-0.7	0.2
Investimento	5.5	3.6	0.8	2.2	4.8	4.1	6.1	4.3	3.0	4.7	4.3	4.9
Exportações	3.9	5.1	3.8	4.2	5.3	3.3	5.1	4.9	4.3	5.3	5.1	4.3
Importações	7.2	7.3	4.2	4.5	7.3	3.6	5.6	6.5	4.9	6.0	6.9	5.5
<b>Procura interna</b>	2.2	2.5	2.1	2.1	2.5	1.9	2.1	2.4	1.8	2.0	2.1	2.3
<b>Procura externa líq.</b>	-1.3	-1.0	-0.2	-0.2	-0.9	-0.2	-0.3	-0.9	-0.2	-0.2	-0.6	-0.5
<b>Inflação (IPC)</b>	-0.3	0.5	0.7	1.5	0.6	1.1	1.6	0.5	0.7	1.1	0.5	1.2
<b>Taxa de desemprego</b>	13.9	12.4	11.8	11.5	-	-	-	12.6	11.7	10.8	12.3	11.3
<b>Saldo orçamental (% do PIB)</b>	-7.2	-4.2	-3.0	-3.1	-	-	-	-4.2	-3.4	-3.5	-4.2	-2.2
<b>Dívida pública (% do PIB)</b>	130.2	128.9	128.1	126.6	-	-	-	129.1	128.5	127.2	128.7	125.8
<b>Dívida pública líq. de depósitos (% do PIB)</b>	120.3	121.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Depósitos da Ad. Pública (% do PIB)</b>	9.9	7.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>B. corrente + B. de capital (% do PIB)</b>	1.6	1.7	1.9	2.0	2.4	2.5	2.3	2.1	2.4	2.4	2.0	2.2

Fonte: INE, Banco de Portugal, Comissão Europeia, Ministério das Finanças, BPI.

No que diz respeito ao andamento da actividade económica, o Relatório do Orçamento de Estado para 2016 (ROE) incorpora uma expectativa de crescimento real do PIB de 1.8%, valor idêntico à actual previsão do BPI e relativamente à qual reconhecemos que existem riscos de que possa ser alcançada uma pior performance. Acresce referir que esta é uma previsão que se configura actualmente como a mais optimista entre as diversas instituições nacionais e internacionais que monitorizam a economia portuguesa (ver gráfico), nomeadamente as previsões mais recentes.

#### 2016, várias instituições apresentam um cenário para a var. do PIB mais negativo que o subjacente ao OE16



**OPINIÃO**

Efectivamente, existem riscos de desempenho pior que o esperado tanto na frente externa – o cenário para a procura externa relevante deverá ter-se agravado, desde Outubro, data da revisão do *World Economic Outlook* pelo FMI, que serviu de base às projecções relativas à procura externa no Relatório do OGE 2016 – como na frente interna: o documento antecipa um contributo da procura interna de 2.3 p.p., superior aos cenários mais consensuais, com potenciais implicações na sobrestimação das receitas fiscais.

Refira-se que estes riscos são reconhecidos no relatório de acompanhamento, que assume que “o conjunto de riscos pesa sobretudo no sentido descendente”. Relativamente à componente externa, as consequências directas e indirectas de um abrandamento mais pronunciado da economia chinesa, as consequências para Angola da actual situação de preços de petróleo baixos, acrescido de incertezas e aumento da volatilidade nos mercados financeiros, são factores com potencial efeito adverso sob a economia portuguesa. Quanto ao contexto interno, reconhecem-se também riscos descendentes, explicitando-se o processo lento de desalavancagem e as dificuldades no sector bancário como potenciais factores explicativos de uma eventual pior performance do Investimento.

A estes factores de risco acrescentaríamos os seguintes:

- **O consumo das famílias pode ter uma expansão inferior à esperada**, reflectindo aumento do grau de incerteza/aversão ao risco global, com consequências internas, num contexto de melhorias menos céleres no mercado de trabalho e necessidade de recomposição de balanços (em meados de 2015, a taxa de poupança desceu para níveis mínimos históricos). Refira-se que o andamento recente dos indicadores de confiança reflecte já este contexto global mais adverso.
- **O Investimento pode desapontar** pelos factores reconhecidos no ROE (níveis ainda elevados de endividamento do sector empresarial) e pelo contexto de maior incerteza, que se vem reflectindo no andamento dos indicadores de confiança sectoriais. Acresce mencionar a redução observada da formação bruta de capital fixo no último trimestre de 2015, em particular da componente de Maquinaria e Equipamento e num contexto de recuperação do investimento no sector da Construção, confirmando os nossos receios de interrupção da recuperação do Investimento.
- **Para além de um crescimento real optimista, o crescimento nominal esperado excede também as nossas estimativas.** É certo que o efeito favorável dos termos de troca por via da queda dos preços do petróleo deverá continuar a actuar de forma favorável neste contexto – através da queda dos preços das importações, e aumento do deflator; adicionalmente o aumento dos salários dos funcionários públicos repercutir-se-á no deflator da Despesa Pública, favorecendo também o aumento do deflator do PIB. Todavia, consideramos excessiva a previsão para o deflator do Consumo Privado, com peso determinante neste cálculo e que tem uma correlação elevada com a taxa de inflação (a previsão do BPI para 2016 é de uma taxa de inflação média de 0.7%); acresce ainda que o efeito da queda dos preços dos combustíveis em 2016 deverá ser menor que o registado em 2015. Considerados todos estes factores, a nossa previsão para o crescimento do PIB nominal é de 3.3%, que compara com 3.8% no OE16, 3.1% pela Comissão Europeia (CE) e 2.9% pelo FMI. O NECEP<sup>1</sup> avança também com uma previsão de 3.8% mas reconhece riscos de revisão em baixa.

**Outros pressupostos no OGE 2016 - Enquadramento internacional**

	Fonte	2012	2013	2014	2015	2016
Crescimento da procura externa relevante (1)	MF/BDP	0.5	2.3	5.0	3.9	4.3
Preço petróleo Brent (US\$/bbl)	FMI	111.6	108.6	99.5	53.6	42.0
Euribor 3 meses (média anual)	CE	0.6	0.2	0.2	0.0	-0.2
EUR/USD (média anual)	CE	1.3	1.3	1.3	1.11	1.09

Fonte: Ministério das Finanças.

Nota: (1) - com base nas previsões de crescimento real das importações, publicadas pelo FMI no WEO de Outubro 2015, abrangendo 96% do total de exportações de bens portuguesas.

**2. As finanças públicas à luz do OGE: reforço do excedente primário, política orçamental restritiva e consolidação à custa do aumento da receita e recuo do Investimento**

**Redução do défice e reforço do excedente primário** - O Orçamento de Estado de 2016 propõe reduzir o défice de uma estimativa de 4.3% do PIB em 2015 para 2.2% em 2016. Em termos absolutos, se os objectivos forem alcançados, significará uma redução do défice de cerca de 7.7 mil milhões de euros para 4.1 mil milhões de euros (em sede de contas nacionais, ou seja, na óptica de compromissos). Em 2016, o saldo primário deverá manter-se positivo, sendo o objectivo o alcance de um patamar de 2.3% do PIB, depois dos 0.4% (687 ME) alcançados em 2015 (ainda estimativa).

<sup>1</sup> NECEP - Núcleo de Estudos sobre a Conjuntura da Economia Portuguesa da Universidade Católica.

## Contas das administrações públicas (ótica da contabilidade nacional)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Milhões de euros</i>										
<b>Receita corrente</b>	<b>71,357.6</b>	<b>72,996.4</b>	<b>69,492.1</b>	<b>70,855.4</b>	<b>73,167.0</b>	<b>69,218.0</b>	<b>74,839.6</b>	<b>75,785.8</b>	<b>77,651.0</b>	<b>80,593.0</b>
Receita fiscal	41,355.1	41,597.6	37,330.6	38,988.7	41,114.5	38,480.6	42,730.8	43,566.3	45,627.0	46,962.0
Impostos s/ produção e importação	25,269.7	24,956.3	22,190.4	23,777.4	24,411.5	23,339.7	23,319.7	24,592.6	26,032.0	27,760.0
Impostos correntes s/ rendimento, património	16,085.3	16,641.3	15,140.3	15,211.3	16,703.0	15,140.9	19,411.1	18,973.7	19,595.0	19,202.0
Contribuições sociais	19,865.7	20,698.7	21,190.3	21,362.4	21,200.7	19,142.3	20,449.2	20,370.8	20,627.0	21,927.0
Outra receita corrente	10,136.9	10,700.1	10,971.2	10,504.2	10,851.8	11,595.1	11,659.6	11,848.7	11,397.0	11,704.0
<b>Receita de capital</b>	<b>1,422.6</b>	<b>1,360.6</b>	<b>1,420.4</b>	<b>2,281.5</b>	<b>1,939.1</b>	<b>2,971.5</b>	<b>1,947.6</b>	<b>1,445.0</b>	<b>1,226.0</b>	<b>1,628.0</b>
<b>Receita total</b>	<b>72,780.2</b>	<b>74,357.0</b>	<b>70,912.6</b>	<b>73,136.9</b>	<b>75,106.2</b>	<b>72,189.5</b>	<b>76,787.1</b>	<b>77,230.8</b>	<b>78,877.0</b>	<b>82,221.0</b>
<b>Despesa corrente</b>	<b>71,631.1</b>	<b>74,278.5</b>	<b>79,557.0</b>	<b>80,287.0</b>	<b>80,400.0</b>	<b>76,208.5</b>	<b>79,638.4</b>	<b>79,287.5</b>	<b>79,400.0</b>	<b>81,851.5</b>
Consumo intermédio	9,492.9	9,920.1	10,834.0	10,627.5	10,645.0	9,685.4	9,611.3	10,079.2	10,613.0	11,525.0
Despesas com pessoal	23,006.8	23,491.1	24,607.9	24,610.5	22,614.1	19,688.1	21,316.9	20,494.6	19,950.0	20,607.0
Prestações sociais	28,341.6	29,946.2	32,916.8	33,451.7	33,324.9	33,010.1	34,784.9	34,106.3	34,527.0	34,922.0
Subsídios	1,337.0	1,154.1	1,258.4	1,295.4	1,168.5	1,018.4	1,031.5	1,209.7	902.0	1,131.5
Juros	5,174.0	5,556.2	5,218.4	5,268.1	7,604.4	8,214.4	8,258.3	8,502.3	8,455.0	8,488.5
Outra despesa corrente	4,278.8	4,210.7	4,721.6	5,033.8	5,043.1	4,592.1	4,635.5	4,895.4	4,953.0	5,177.5
<b>Despesa de capital</b>	<b>6,428.5</b>	<b>6,814.3</b>	<b>8,559.1</b>	<b>12,950.1</b>	<b>7,712.2</b>	<b>5,510.1</b>	<b>5,393.9</b>	<b>10,389.4</b>	<b>7,245.0</b>	<b>4,494.5</b>
Formação bruta de capital	5,651.5	6,660.2	7,217.8	9,485.4	6,120.3	4,201.5	3,743.1	3,542.9	3,878.0	3,660.0
Outras despesas de capital	777.0	154.0	1,341.4	3,464.7	1,592.0	1,308.6	1,650.8	6,846.5	3,367.0	834.5
<b>Despesa total</b>	<b>78,059.6</b>	<b>81,092.8</b>	<b>88,116.2</b>	<b>93,237.1</b>	<b>88,112.2</b>	<b>81,718.6</b>	<b>85,032.3</b>	<b>89,676.9</b>	<b>86,645.0</b>	<b>86,346.0</b>
<b>Saldo Global</b>	<b>-5,279.4</b>	<b>-6,735.7</b>	<b>-17,203.6</b>	<b>-20,100.2</b>	<b>-13,006.1</b>	<b>-9,529.1</b>	<b>-8,245.2</b>	<b>-12,446.2</b>	<b>-7,768.0</b>	<b>-4,125.0</b>
<b>Por memória</b>										
<b>Despesa Corrente Primária</b>	<b>66,457.2</b>	<b>68,722.3</b>	<b>74,338.6</b>	<b>75,018.9</b>	<b>72,795.6</b>	<b>67,994.0</b>	<b>71,380.1</b>	<b>70,785.2</b>	<b>70,945.0</b>	<b>73,363.0</b>
<b>Despesa Primária</b>	<b>72,885.7</b>	<b>75,536.6</b>	<b>82,897.8</b>	<b>87,969.0</b>	<b>80,507.8</b>	<b>73,504.2</b>	<b>76,774.0</b>	<b>81,174.6</b>	<b>78,190.0</b>	<b>77,857.5</b>
<b>Saldo Primário</b>	<b>-105.4</b>	<b>-1,179.5</b>	<b>-11,985.2</b>	<b>-14,832.1</b>	<b>-5,401.7</b>	<b>-1,314.7</b>	<b>13.1</b>	<b>-3,943.8</b>	<b>687.0</b>	<b>4,363.5</b>

Fonte: INE, Relatório do Orçamento de Estado, 2016; cálculos BPI.

## Previsões Orçamentais (em % do PIB e do PIB potencial)

	MF		CE		OCDE		FMI	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Saldo Global	-4.3	-2.2	-4.2	-3.4	-3	-2.8	-4.4	-3.2
Saldo Primário	0.4	2.3	0.5	1.2	1.3	1.4	0.3	1.4
Saldo estrutural	-2	-1.8	-1.9	-2.9	0.4	-0.1	3	2.2
Dívida Pública	128.8	127.7	129.1	128.5	128.2	127.9	129	128.2

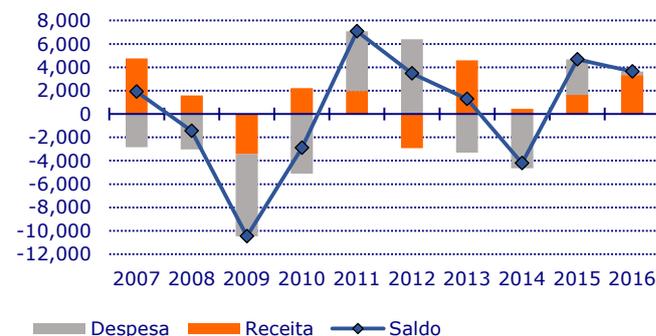
Fonte: Ministério das Finanças (ROE 2016).

Tal como ilustrado no gráfico da direita, a melhoria do saldo orçamental resultará quase na totalidade de um aumento da receita, embora o OE antecipe também uma melhoria muito ligeira (queda) da despesa.

Nos dois gráficos infra, detalham-se os contributos principais esperados para a variação homóloga da receita e da despesa. Verifica-se que o aumento esperado da receita se fica a dever à expectativa de aumento da receita corrente, designadamente receita fiscal (impostos sobre o rendimento e sobre a produção e importação (+1.5%) e das contribuições sociais (+1.5%). Relativamente à despesa, a sua redução ligeira (menos 0.3%) decorrerá essencialmente do encolhimento da despesa de capital (efeito de base favorável decorrente da participação do Estado no processo de resolução do Banif, no montante de 2.8 MME em 2015 e redução do Investimento público) enquanto a despesa corrente deverá aumentar 2.8%, destacando-se os contributos das rubricas afectas a Consumo Intermédio, Despesas com pessoal e Prestações Sociais.

## Contributos para a variação anual do saldo orçamental: variação da receita e da despesa (-)

(Milhões de euros)

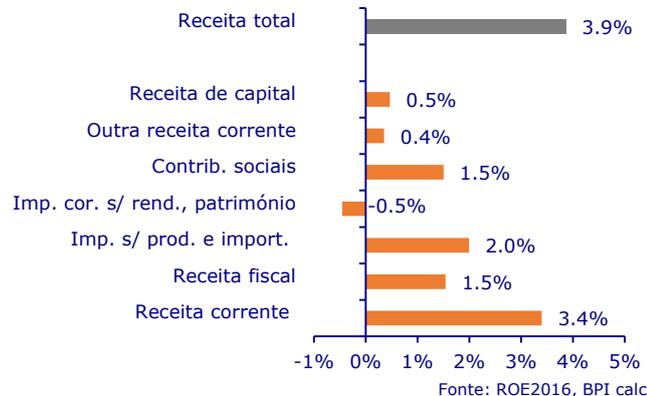


Fonte: ROE2016, BPI calc

## OPINIÃO

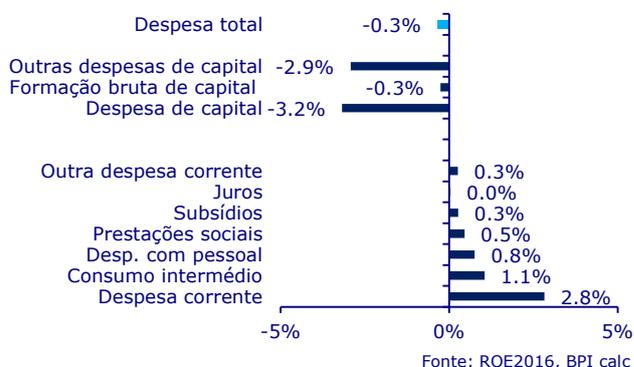
## Contributos para a variação homóloga da receita

(var anual %)



## Contributos para a variação homóloga da despesa

(var anual %)



**Pendor restritivo da política orçamental** - Salienta-se ainda que o pendor da política orçamental será ligeiramente restritivo – o OE16 prevê uma redução do saldo estrutural de 0.3 p.p. (a CE considera um valor inferior, mas ainda assim, no sentido da redução), em contraste com o ano de 2015, quando a política orçamental interrompeu a tendência de consolidação e registou um pendor expansionista: o défice estrutural aumentou 0.6 p.p., segundo as estimativas do Ministério das Finanças.

Pendor da Política Orçamental  
(variação anual do saldo estrutural)

(p.p. do PIB)



### 3. As avaliações ao OE16: em regra, têm pontuado por algum cepticismo, pelo que a execução orçamental de 2016 voltará a ser tema dominante

As instituições nacionais e internacionais especializadas nesta matéria, que habitualmente analisam e avaliam as propostas de orçamentos de Estado e produzem as suas próprias previsões quanto aos resultados das orientações implícitas, têm revelado dúvidas e algum cepticismo quanto à avaliação dos resultados deste orçamento. As análises sobre este tema produzidas pelo NECEP, UTAO ou pelo Conselho de Finanças Públicas (CFP), aos quais se aliam as apreciações das agências de *rating* (Fitch<sup>2</sup> reviu o Outlook da notação atribuída à dívida soberana de "positivo" para "estável", embora mantendo a classificação) e também da Comissão Europeia<sup>3</sup> são exemplos concretos, cujas conclusões vão todas no mesmo sentido, encarando com cautela as medidas propostas e chegando a cenários mais gravosos relativamente ao andamento do saldo orçamental e *stock* de dívida pública para 2016.

A título de exemplo, mesmo a agência de *rating* Moody's, embora considere como factor positivo a aprovação do OE, conclui a sua mais recente apreciação ao risco país afirmando que considera que o défice orçamental excederá o objectivo do Governo dadas as previsões macroeconómicas mais optimistas do Executivo (1.6% no cenário Moody's *versus* 1.8% do Governo); acrescenta ainda que duvidam se venham a concretizar em pleno a maior parte das poupanças incluídas no OGE, dado que se pressupõe que terão origem em ganhos de eficiência da Administração Pública e no congelamento nominal no consumo público de bens e serviços.

Em resumo, as principais questões e dúvidas que têm sido levantadas relativamente a este Orçamento podem classificar-se de uma forma genérica nas seguintes subdivisões:

- **Relativas ao cenário macroeconómico** – por exemplo, o CFP considera que o cenário antecipado para o Investimento e Exportações é optimista, atendendo aos riscos que se perspectivam; considera também excessiva a previsão para o deflador do PIB, com influência no cálculo do PIB nominal, na estimativa para a receita pública (designadamente a tributação indirecta) e no cálculo dos rácios dos agregados orçamentais.

<sup>2</sup> <https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/pressrelease?id=1000512>

<sup>3</sup> [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/dbp/2016/pt\\_2016-02-05\\_co\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2016/pt_2016-02-05_co_en.pdf)

• **Questões metodológicas** – existe bastante incerteza relativamente ao cálculo do hiato do produto, ou seja, à estimativa da diferença entre o PIB actual e o PIB potencial, que se reflecte na relação entre o crescimento económico e os saldos orçamentais. Este é um ponto explicitamente referido pelo NECEP, cuja previsão do saldo orçamental para 2016 é de 3.3%, significando que serão necessárias medidas adicionais avaliadas em 0.3 p.p. do PIB para cumprir um défice limite de 3%. Também a Comissão Europeia estima que o esforço estrutural se situe entre 0.1% e 0.2% do PIB, inferior aos 0.3% considerados pelo Ministério das Finanças no OE16.

• **Relativas à avaliação das medidas compensatórias** – Existem dúvidas significativas quanto à avaliação do impacto de algumas das medidas discricionárias propostas, dúvidas que na sua maior parte se devem à falta de detalhe ou pouca precisão relativamente à forma como serão alcançados os ganhos de receita ou poupança nos gastos públicos.

Relativamente a esta última questão, recorda-se que o OE16 incluiu três medidas emblemáticas, a saber:

- Reposição dos salários dos funcionários públicos, com um custo estimado de 447 milhões de euros (ME) (0.24% do PIB)
- Redução da sobretaxa de IRS, com impacto negativo no saldo estimado em 430 ME, 0.23% do PIB.
- Reposição do IVA na restauração a partir de 1 de Julho, com acréscimo da despesa de 175 ME (0.07% do PIB).

O Governo propôs medidas adicionais compensatórias, passando o impacto global das medidas discricionárias estimadas para terreno positivo: 726 ME ou 0.39% do PIB. **Todavia, algumas instituições olham com algum cepticismo para a avaliação dos resultados destas medidas**, facto que contribui para alimentar cenários de possível não cumprimento das metas que são agora propostas. Nos quadros seguintes, e com base no resumo disponibilizado pelo NECEP, detalha-se a avaliação das medidas com impacto na receita e na despesa pelas diversas entidades, justificando uma parte significativa dos desvios dos vários cenários relativamente ao oficial.

#### Medidas e factos do OE2016 com impacto na despesa segundo a fonte

Unidade: Milhões de euros

Medidas e factos	ROE	ROE&CMF	CE	UTAO	NECEP
Reposição salarial	447	447	447	447	639
Regra de substituição na função pública 2:1	-	-100	-50	-100	-50
Aumento das remunerações por actualização RMMG	-	-	-	20	20
Aumento RSI, CSI e prestações familiares	135	135	90	135	135
Actualização das pensões até 1.5 IAS	63	63	63	63	63
Complemento reforma transportes colectivos	17	17	17	17	17
Subsídio por assistência 3ª pessoa	2	2	2	2	2
Ganhos de eficiência na Acção Social	-98	-98	-	-98	-98
Redução da despesa com subsídio de doença	-60	-60	-30	-60	-30
Reversão da CES para pensões acima 11 e 17 IAS	24	24	-	24	24
Poupança por pagamentos antecipados FMI	-	-50	-50	-50	-25
Limites ao crescimento (congelamento nominal)	-316	-316	-316	-316	-158
Poupanças sectoriais e simplificação	-183	-183	-183	-183	-92
Redução Programa Aproximar e outros	-70	-70	-	-70	-70
Ganhos de eficiência não especificados	-	-	-110	-	-
Aceleração execução fundos europeus	63	63	-	63	63
Concessão de Silopor e da IT Telecom	-	-	-40	-130	-130
<b>Impacto permanente na Despesa</b>	<b>24</b>	<b>-126</b>	<b>-160</b>	<b>-106</b>	<b>441</b>
Impacto temporário na Despesa	0	0	0	-130	-322
<b>Impacto total na Despesa</b>	<b>24</b>	<b>-126</b>	<b>-160</b>	<b>-236</b>	<b>119</b>
<b>Em % do PIB</b>	<b>0.01%</b>	<b>-0.07%</b>	<b>-0.09%</b>	<b>-0.13%</b>	<b>0.06%</b>

Fonte: NECEP/CEA/CLSBE/UCP - Relatório Temático nº24 - Fev 2016

Nota: ROE - Relatório do OE 2016; CMF - Carta enviada pelo Ministério das Finanças à Comissão Europeia, no dia 12 de Fevereiro, incluindo medidas adicionais, não detalhadas no ROE.

## OPINIÃO

**Medidas e factos do OE2016 com impacto na receita segundo a fonte**

Unidade: Milhões de euros

<b>Medidas e factos</b>	<b>ROE</b>	<b>ROE&amp;CMF</b>	<b>CE</b>	<b>UTAO</b>	<b>NECEP</b>
Redução da sobretaxa de IRS	-430	-430	-430	-430	-430
Eliminação isenção IMI fundos de investimento e pensões	-	50	50	50	50
Efeito de IRC da reavaliação de activos	-	125	125	125	125
Redução do IVA da restauração	-175	-175	-175	-175	-350
Aumento do ISP	360	360	360	360	360
Aumento do Imposto sobre o Tabaco	145	145	95	145	95
Aumento do Imposto de selo	80	80	80	80	80
Aumento do imposto sobre os veiculos	70	70	70	70	70
Combate à fraude e evasão fiscal	35	35	25	35	35
Redução da TSU (*)	0	0	0	0	0
Aumento contribuições por actualização RMMG	60	60	-	60	60
Combate à fraude e evasão contributiva	50	50	25	50	25
Melhoria do saldo sa segurança social	-	175	175	0	175
Diminuição das taxas moderadoras	-35	-35	-	-35	-35
Contribuição adicional do sector bancário para FR	50	50	50	50	50
Aumento de dividendos a receber do Banco de Portugal	-	40	40	-	40
<b>Impacto permanente na Receita</b>	<b>210</b>	<b>385</b>	<b>365</b>	<b>260</b>	<b>225</b>
Impacto temporário na Receita	0	215	125	125	300
<b>Impacto total na Receita</b>	<b>210</b>	<b>600</b>	<b>490</b>	<b>385</b>	<b>525</b>
<b>Em % do PIB</b>	<b>0.11%</b>	<b>0.32%</b>	<b>0.26%</b>	<b>0.21%</b>	<b>0.28%</b>

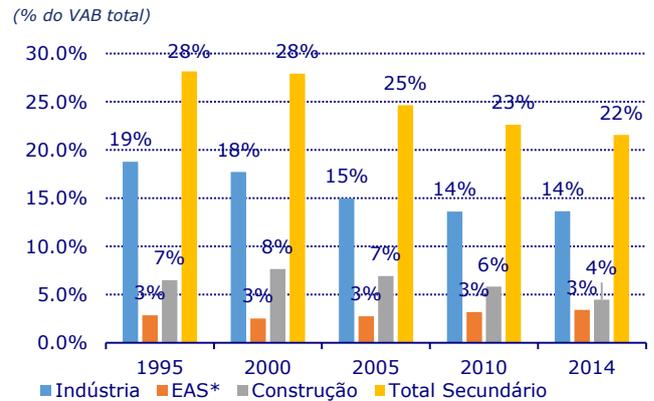
Fonte: NECEP/CEA/CLSBE/UCP - Relatório Temático nº24 - Fev 2016

Notas: (\*) - Prevista no Esboço do Orçamento de Estado mas abandonada no ROE, esta medida teria implicado uma quebra de 135 milhões de euros na receita; ROE - Relatório do OE 2016; CMF - Carta enviada pelo Ministério das Finanças à Comissão Europeia, no dia 12 de Fevereiro, incluindo medidas adicionais, não detalhadas no ROE.

## CARACTERIZAÇÃO DO SECTOR SECUNDÁRIO EM PORTUGAL (Parte II)

Como tínhamos referido na primeira parte da análise ao sector secundário, ao longo dos últimos anos tem havido uma perda gradual de importância do sector na economia portuguesa, no âmbito do processo de terciarização que ocorreu de forma acentuada no país, nas últimas décadas. Em Portugal, a globalidade do sector secundário vale em termos de VAB 21.5% (2014) do total, ou 32 mil milhões de euros, enquanto na UE28 é bem mais importante, pois tem um peso total à volta de 40%. No que respeita à mão-de-obra, este sector absorve 20% da mão-de-obra total em Portugal, pouco mais de 1 milhão de pessoas, e 34% ao nível da UE28.

### VAB por ramo de actividade, preços correntes



### A ANÁLISE DOS DIFERENTES SUBSECTORES

#### Importância económica e tecido empresarial

No que respeita aos diferentes subsectores, a indústria destaca-se, embora seguindo a tendência de perda de importância económica (presentemente existe uma aparente estabilização). A construção foi igualmente uma importante área económica que regrediu, após o *boom* alcançado no início do século XXI. Já o segmento da Electricidade, Água e Saneamento (EAS) tem vindo a ganhar maior expressão, sendo um bom índice de desenvolvimento, em resultado dos importantes investimentos efectuados nestas infra-estruturas e no surgimento de novas dinâmicas nas empresas de *utilities* (as tecnologias utilizadas eram obsoletas e as empresas encontravam-se num processo de decadência tecnológica).

De facto, a Indústria representa 13.1% do total do VAB nacional (13.6% incluindo a indústria extractiva), seguindo-se a grande distância a Construção com 4.5% e a EAS com 3.4%. Em comparação com os valores da UE28, só a EAS mostra a mesma proporção relativa (3.6%), já que a Indústria representa 26.2% do total (o dobro do que em Portugal), seguindo-se a Construção com 8.4% (quase o dobro comparativamente a Portugal) e as Minas com 1.4% (o triplo que em Portugal). Em termos de mão-de-obra, para Portugal a proporção é muito semelhante à anterior: 13.0% está afectada à Indústria; 5.7% à Construção; 0.9% à EAS; 0.2% às Minas. Já os valores médios da UE28 mostram um peso superior da mão-de-obra na Indústria (22.4%) e na Construção (10.1%). Se analisarmos conjuntamente o peso do VAB e da mão-de-obra nos subsectores em Portugal e na UE28 podemos igualmente concluir que existe uma diferença de produtividade na Manufatura. De facto, em proporção, o valor médio do VAB na Manufatura necessita menos mão-de-obra na UE28 do que em Portugal.

Peso de cada actividade no VAB total	UE28		Portugal	
	UE28	Portugal	UE28	Portugal
Minas	1.4%	0.4%	1.4%	0.4%
Manufatura	26.2%	13.1%	26.2%	13.1%
Elect., água e gás	3.6%	3.4%	3.6%	3.4%
Construção	8.4%	4.5%	8.4%	4.5%
Total	39.6%	21.5%	39.6%	21.5%

Fonte: Eurostat, INE, Banco BPI.

Peso de cada actividade em termos de mão-de-obra total	UE28		Portugal	
	UE28	Portugal	UE28	Portugal
Minas	0.5%	0.2%	0.5%	0.2%
Manufatura	22.4%	13.0%	22.4%	13.0%
Elect., água e gás	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
Construção	10.1%	5.7%	10.1%	5.7%
Total	33.9%	19.8%	33.9%	19.8%

Fonte: Eurostat, INE, Banco BPI.

É sabido que o tecido empresarial do país é dominado pelas micro-empresas, seja qual for a actividade económica, embora sejam responsáveis por somente 15% do volume de negócios. E os dados indicam que tem havido um aumento das micro-empresas nos últimos anos, mas sem ter havido uma alteração significativa da estrutura sectorial das empresas em Portugal. Segundo um recente estudo do Banco de Portugal (Análise sectorial das sociedades não financeiras em Portugal 2010-15), das 390 mil empresas em actividade em Portugal (exclui as empresas agrícolas), 89.5% são microempresas, 10.3% são PME e 0.3% são empresas de grande dimensão. Segundo os dados em análise, 0.3% das indicadas grandes empresas geraram o maior volume de negócios, cerca de 43%. Do mesmo modo, só uma pequena parte da globalidade do tecido empresarial vende para o mercado externo: 37% do volume de negócios deve-se ao sector exportador, embora num universo de 6% do tecido empresarial (pouco mais de 23 mil empresas). Dito de outro modo, ou seja, de acordo com a estrutura empresarial, 43% das grandes empresas eram exportadoras, comparativamente a 22% das PME

## OPINIÃO

**e 4% das microempresas. E 48% do volume de negócios das grandes empresas resultaram da exportação, que compara com 35% nas PME e 11% nas microempresas.**

### Composição do número de empresas e volume de negócios por dimensão por sectores de actividade, 2014

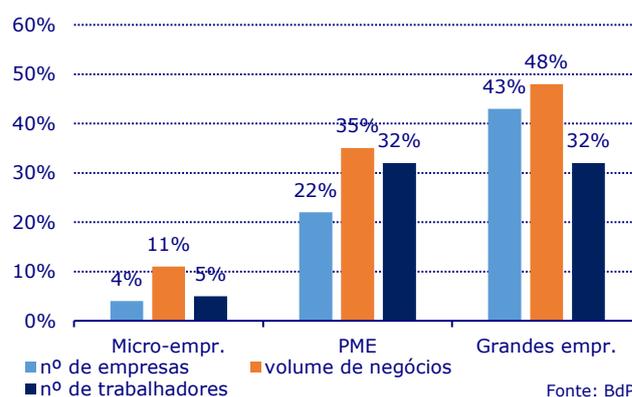
	Composição do número de empresas por dimensão			Composição do volume de negócios por dimensão		
	Micro-empresas	PME	Grandes empresas	Micro-empresas	PME	Grandes empresas
Total	89.5%	10.3%	0.3%	15.4%	41.7%	42.8%
Agricultura e Pescas	91.9%	8.0%	0.1%	40.7%	53.8%	5.5%
Indústria	71.4%	27.9%	0.7%	5.3%	44.2%	50.5%
Electricidade e Água	70.9%	26.4%	2.7%	1.8%	17.4%	80.8%
Construção	89.1%	10.7%	0.1%	21.9%	47.8%	30.3%
Comércio	90.7%	9.1%	0.2%	19.8%	43.9%	36.3%
Outros serviços	92.9%	6.9%	0.2%	20.9%	40.6%	38.5%

Fonte: Bdp.

Relativamente à totalidade da actividade entre 2010 e 2014, houve um reforço do volume de negócios das grandes empresas em 2 pontos percentuais (p.p.). Por sectores de actividade, 74% das empresas pertenciam ao sector dos serviços (comércio e outros serviços), tendo sido responsáveis por 60% do volume de negócios. Destaca-se ainda um aumento da relevância da indústria (+3 p.p.), em detrimento da construção (-4 p.p.) ao nível do volume de negócios.

Na composição por empresas, a indústria tem 71.4% de microempresas, 27.9% de PME e 0.7% de grandes empresas; a electricidade e água é composta por 70.9% de microempresas, 26.4% de PME e 2.7% de grandes empresas; na construção, 89.1% das empresas são microempresas (maior percentagem do sector secundário), 10.7% são PME (menor percentagem do sector secundário) e 0.1% são grandes empresas. Em termos de volume de negócios estas três áreas de actividade mostram realidades diferentes: na indústria, 50.5% pertence às grandes empresas e 44.2% às PME; na electricidade e água, 80.8% é efectuado pelas grandes empresas e 17.4% pelas PME; na construção, o volume de negócios está mais repartido (a realidade do sector da construção também é amplo), 47.8% refere-se às PME, 30.3% às grandes empresas e 21.9% às microempresas.

### Relevância das exportações por tipo de empresa



### Distribuição das empresas por classes de dimensão, 2008\*

	Total	Micro	Pequenas	Médias	Grandes	
UE27	100.0%	20,994	92.0%	6.7%	1.1%	0.2%
Alemanha	9.0%	1,880	83.0%	14.1%	2.4%	0.5%
Itália	18.8%	3,947	94.3%	5.1%	0.5%	0.1%
Espanha	12.6%	2,653	93.1%	6.0%	0.8%	0.1%
Reino Unido	8.2%	1,731	89.3%	8.8%	1.5%	0.4%
<b>Portugal</b>	<b>3.7%</b>	<b>778</b>	<b>94.0%</b>	<b>5.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.1%</b>
Irlanda	0.8%	158	87.8%	9.9%	1.9%	0.3%
Grécia	0.2%	46	83.9%	13.0%	2.7%	0.4%

Fonte: Eurostat.

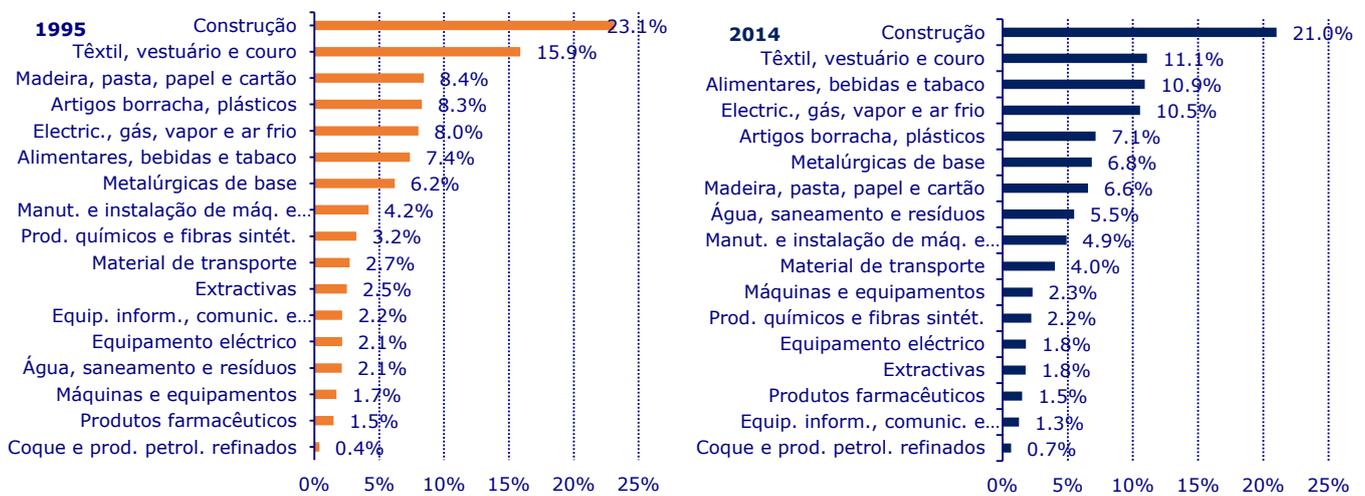
Nota: \*empresas não-financeiras, incluindo empresas agrícolas.

**Na comparação com outros países da União Europeia (UE), verifica-se que Portugal é dos países com maior número de micro e pequenas empresas e menor número de médias e grandes empresas.** Em termos de total de empresas a nível europeu (estão englobadas empresas financeiras e não financeiras), Portugal tem a quota maior face a países como

Irlanda e Grécia, o que pode significar uma grande dispersão de pequenas empresas, de carácter familiar, com pouca relevância económica e facilmente expostas aos choques trazidos pela recente crise. De facto, a globalidade das empresas portuguesas tem um peso perto dos 4% do total europeu, acima de países como a Irlanda e a Grécia, que têm uma representação de 0.8% e 0.2%, respectivamente. Mas perante a análise por classes de dimensão, tanto a Irlanda como a Grécia têm, em termos relativos, o dobro ou mais do dobro de PME comparativamente a Portugal. Ou seja, poderá ser um sinal de maior solidez da estrutura empresarial desses países, já que contêm empresas de maior dimensão produtiva e com maior capacidade concorrencial, que tipicamente surge associada a maior solidez financeira.

**Segundo o estudo do BdP, o sector da electricidade e água foi a área de actividade económica que maior rendibilidade líquida registou em 2014, perto de 11% do respectivo volume de negócios, a que não será alheia a modernização efectuada no sector nos últimos anos.** A indústria, por seu turno, terá sido um dos sectores com a rendibilidade líquida menos significativa, cerca de 1% do volume de negócios, assim como a construção com uma rendibilidade nula. Ainda assim, o efeito dos juros líquidos assumiu maior relevância nas empresas da electricidade e água e da construção.

### VAB por ramo de actividade



Fonte: INE, Contas Nacionais

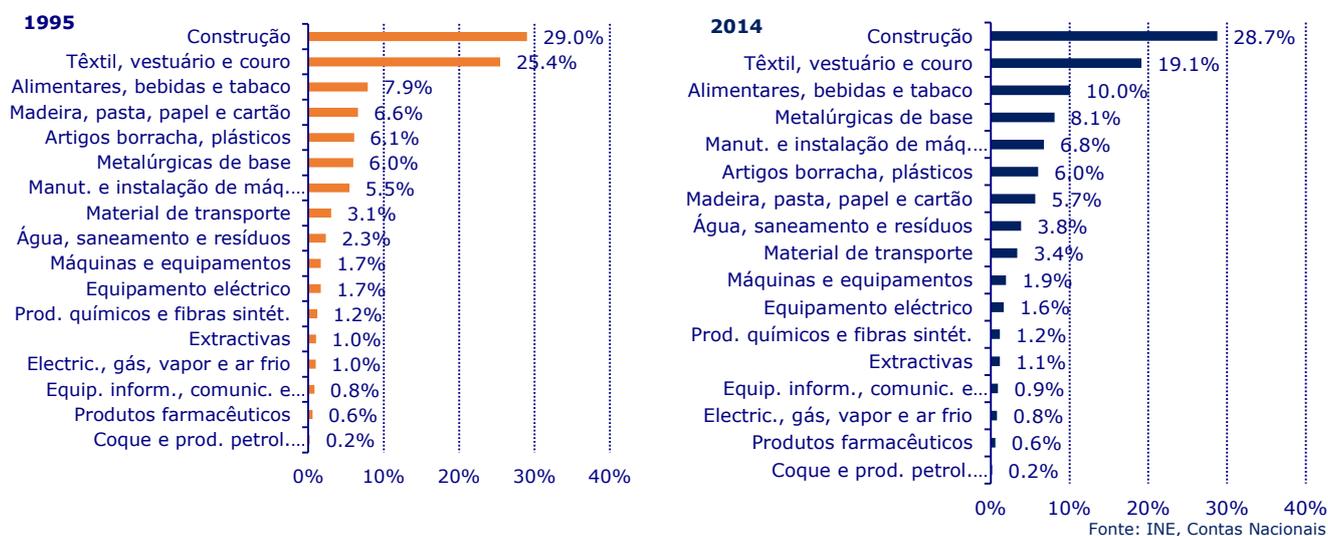
**Em termos de VAB, a chamada Indústria (incluindo extractivas) representa mais de 60% do sector secundário (20.2 mil milhões de euros), seguindo-se a Construção com 21% (6.8 mil milhões de euros) e a Electricidade, gás, água e saneamento com 16% (5.2 mil milhões de euros).** Nas quase duas últimas décadas, a área da Electricidade, gás, água e saneamento foi a que mais cresceu, com uma taxa de 130% (pode-se ainda apurar que a "Água, saneamento, e tratamento de resíduos" cresceu 275%!) seguindo-se a Indústria com 37% e a Construção com 32% (embora com a crise que se instalou em Portugal em 2011, o sector da Construção tenha sofrido uma contracção de mais de 25%). Dentro da Indústria, os sectores mais representativos são o "Têxtil, vestuário e couro" e a "Alimentação, bebidas e tabaco" com um peso individual semelhante de cerca de 11% (3.5 mil milhões de euros cada). Mas enquanto a área do "Têxtil, vestuário e couro" (indústrias tradicionais na economia portuguesa) só cresceu pouco mais de 1% em quase 20 anos, a "Alimentação, bebidas e tabaco" verificou um crescimento de 115%.

Seguem-se, "Artigos de borracha e plásticos" com uma expressão de 7.1% (2.3 mil milhões de euros), "Metalúrgicas de base" com 6.8% (2.2 mil milhões de euros) e "Madeira, pasta de papel, papel e cartão" com 6.6% (2.1 mil milhões de euros). Destas três áreas, a "Metalúrgicas de base" foi a que mais cresceu no período em análise, mais de 60%, seguindo-se os "Artigos de borracha e plásticos" com um crescimento de 25% e a "Madeira, pasta de papel, papel e cartão" com 13% (esta última área tem igualmente grande tradição na economia do país). Uma palavra para o "Coque, produtos petrolíferos e refinados", que embora represente 0.7% do total da Indústria, registou um crescimento de 150%. O "Material de transporte", com uma expressão de 4% do total, verificou igualmente um importante crescimento de 114%.

**No que respeita à mão-de-obra utilizada, a totalidade da Indústria absorve 66% (cerca de 698 mil indivíduos), enquanto a Construção representa perto de 29% do emprego (acima dos 301 mil), e a Electricidade, gás, água e saneamento apenas 5% (48 mil).** Em todos estes sectores verificou-se uma diminuição significativa de empregos desde 1995. Tanto a Indústria como a Construção registaram reduções de mais de 30%, enquanto a Electricidade, gás, água e saneamento a redução foi de 5%. Mas dentro deste sector existem duas realidades opostas: na área da "Electricidade e gás" a redução de empregos foi de 45%; na área de "Água, saneamento e resíduos" de 1995 a 2014 verificou-se um aumento de 12% da mão-de-obra.

## OPINIÃO

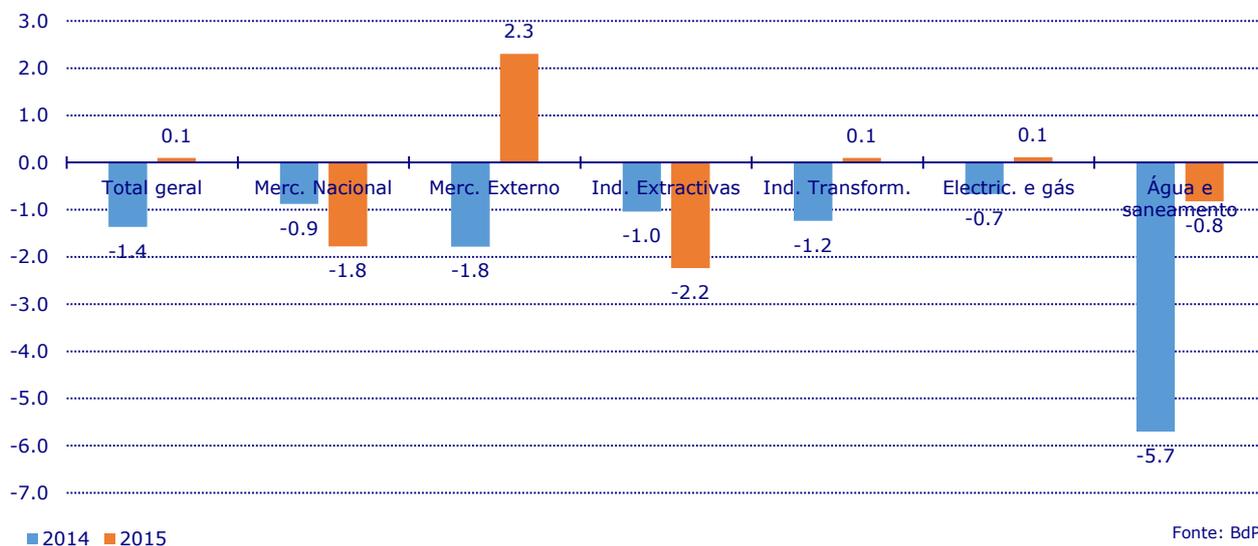
## Emprego por ramo de actividade



Dentro do sector da Indústria, as áreas que absorvem mão-de-obra são exactamente as que mais riqueza criam (indústrias intensivas em mão-de-obra) - "Têxtil, vestuário e couro" com um peso de 19.1% (201 mil trabalhadores) e "Alimentação, bebidas e tabaco" com 10.0% (105 mil trabalhadores). Seguem-se as "Metalúrgicas de base" com 8.1% (85 mil trabalhadores), "Manutenção e instalação de máquinas e equipamentos" com 6.8% (71 mil trabalhadores) e "Artigos de borracha e plásticos" com 6.0% (63 mil empregos).

## Índice de volume de negócios (IVN) da Indústria Transformadora

(variação anual, %)



Adicionalmente, deve-se referir que o índice de volume de negócios da indústria transformadora tem mostrado alguma volatilidade mas, sobretudo, uma retoma de algumas áreas. Existiu, de facto, uma recuperação expressiva do mercado externo (variação de -1.8% em 2014 para +2.3% em 2015), que permitiu que o total geral passasse de uma variação negativa de 1.4% em 2014 para uma variação positiva de 0.1% em 2015. Também a Indústria transformadora e a Electricidade e gás mostraram já uma ligeira variação positiva em 2015 (+0.1%), depois da variação negativa de 1.2% e de 0.7%, respectivamente. Por seu turno, o Mercado nacional e a Indústria extractiva regrediram em termos de volume de negócios de 2014 para 2015 (-1.8% e -2.2%, respectivamente, em 2015). Já o subsector da Água e saneamento recuperou de uma variação de -5.7% em 2014 para -0.8% em 2015.

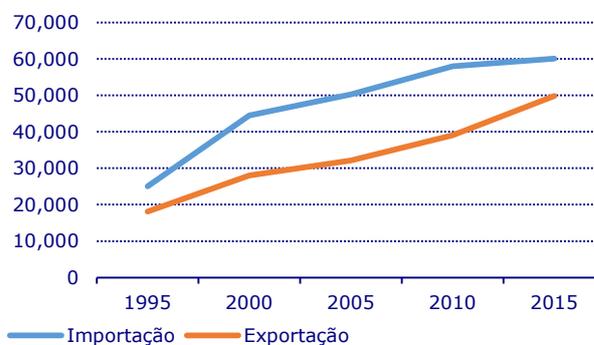
## Comércio externo

**Segundo o INE, em 2015, as exportações aumentaram 3.6% em relação ao ano anterior, o que representa uma aceleração face ao acréscimo de 1.7% registado em 2014.** Por seu turno, as importações aumentaram 1.9%, correspondendo a uma desaceleração relativamente ao crescimento de 3.4% verificado em 2014. O défice da balança comercial atingiu 10.3 mil milhões de euros em 2015, correspondendo a uma redução de 570 milhões de euros face a 2014. A taxa de cobertura passou de 81.6% para 82.9% de 2014 para 2015 (1.3 p.p.).

De referir que nos últimos 20 anos ocorreram algumas alterações com relevância no peso dos nossos principais clientes. **A Alemanha deixou de ter uma quota de 21% das nossas exportações, diminuindo para 12%, trocando a liderança de nosso principal importador com Espanha.** De facto, a Ibéria tornou-se mais integrada, e a Espanha representa agora 25% das exportações portuguesas. A Alemanha e a França mostram quotas semelhantes de 12% e o Reino Unido baixou ligeiramente de expressão, passando de 11% para 7%. Os EUA aumentaram a sua posição para 5% e Angola (a par da Holanda) ocupa a sexta posição com uma quota de 4%.

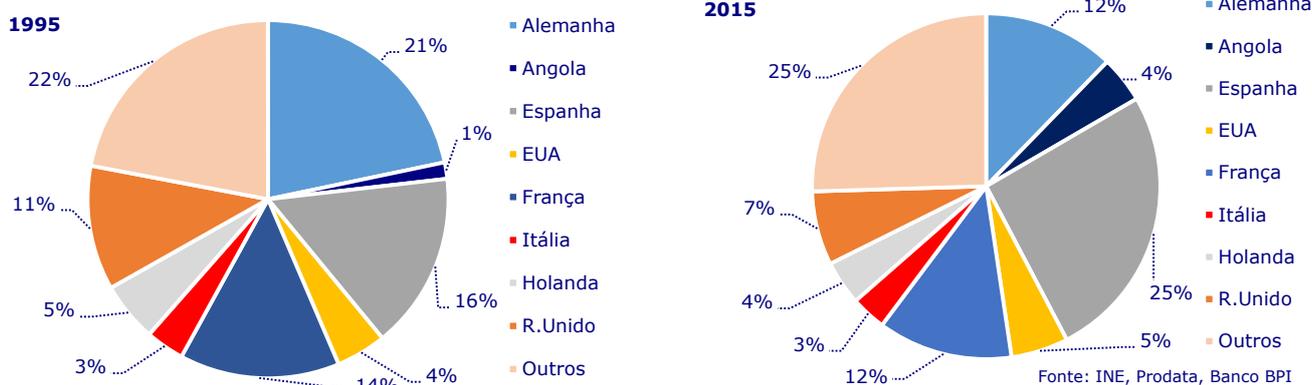
### Importação e exportação de bens

(10<sup>6</sup> euros)



Fonte: INE, Contas Nacionais

### Exportações de bens: peso dos principais países parceiros comerciais



Fonte: INE, Prodata, Banco BPI

### Saldo da balança de bens: total e por principais países parceiros comerciais

milhões de euros

	Total	Alemanha	Angola	Brasil	China	Espanha	EUA	França	Itália	Japão	Holanda	R.Unido	Outros
1995	-8,039	-43	250	-239	-123	-2,838	-31	-537	-1,550	-421	-269	281	-2,516
2000	-18,491	-1,711	313	-283	-330	-6,621	246	-1,471	-2,208	-941	-978	252	-4,760
2005	-20,242	-3,508	778	-806	-398	-7,196	584	-285	-1,660	-496	-1,064	350	-6,542
2010	-21,380	-3,278	1,342	-607	-1,345	-8,729	481	247	-1,952	-235	-1,619	-180	-5,505
2015	-10,302	-1,848	960	-291	-938	-7,295	1,602	1,611	-1,642	-125	-1,059	1,462	-2,739

Fonte: INE, Prodata, Banco BPI.

**Também é com Espanha que Portugal tem o maior défice comercial (pois é igualmente o nosso principal fornecedor de mercadorias), cerca de 70% do défice deve-se ao vizinho ibérico.** Os restantes 30% repartem-se por Alemanha, Itália e Holanda. Em 2015, registaram-se aumentos consideráveis do superávit com os EUA, França e Reino Unido (que extravasa a representatividade do chamado "mercado da saudade"), que compensaram a diminuição do excedente com Angola (depois de uma evolução significativa ao longo dos últimos anos). Este país colocou algumas barreiras à importação e isso reflectiu-se nas trocas comerciais.

## OPINIÃO

## Quotas de mercado nos 20 maiores mercados de exportação de bens

	Quotas (%)			Variação (p.p.)	
	2013	2014	Jan-Jul 15	2014	Jan-Jul 15
Espanha	4.36	4.19	4.56	-0.16	0.36
Alemanha	0.61	0.62	0.65	0.00	0.04
França	1.07	1.11	1.19	0.04	0.09
Angola	16.49	15.90	13.52 (1S15)	-0.59	-2.39 (1S15)
Reino Unido	0.53	0.57	0.59	0.04	0.02
EUA	0.11	0.12	0.13	0.00	0.01
Holanda	0.43	0.43	0.45	0.00	0.02
Itália	0.43	0.43	0.43	0.00	-0.01
Bélgica	0.39	0.38	0.35	-0.01	-0.03
Brasil	0.05	0.04	0.04	-0.01	0.00
Marrocos	0.39	0.33	0.41	-0.06	0.09
China	1.93	2.42	2.79	0.49	0.37
Argélia	1.28	1.34	1.45	0.06	0.11
Suécia	0.36	0.38	0.35	0.02	-0.04
Polónia	0.28	0.29	0.33	0.00	0.04
Suíça	0.17	0.21	0.21	0.03	0.00
Turquia	0.20	0.22	0.17	0.02	-0.05
Repúb. Checa	0.26	0.28	0.26	0.01	-0.02
Moçambique	4.79	4.93	-	0.14	-
Dinamarca	0.43	0.41	0.40	-0.03	0.00

Fonte: OMC, INE, INE Angola, INE Moçambique, Bdp. Tabela ordenada pelo valor das exportações em 2014

Mas em termos de quotas de mercado, no contexto dos 20 maiores mercados de exportação de bens, os produtos portugueses alcançam a maior expressão em Angola, embora seja notório o decréscimo em 2014 e, sobretudo, em 2015. De uma quota de 16.49% em 2013, passa-se para 13.52% no 1ºS2015. Em Moçambique, a quota foi de 4.93% em 2014, seguindo a Espanha com 4.56% no 1ºS2015, a China com 2.79%, a Argélia com 1.45% e a França com 1.19%, igualmente no 1ºS2015.

Globalmente, o país tem vindo a assistir ao aumento da sua quota de mercado a nível mundial, de 0.313% em 2012, registou o valor de 0.339% no 1ºS2015, sobretudo reflexo de uma maior penetração dos produtos portugueses na UE. De facto, no espaço europeu, o país passou de uma quota de 0.692% em 2012 para 0.77% no 1ºS2015. Já no caso do espaço extracomunitário, as quotas sofreram apenas ligeiras alterações. Em 2012 a quota do país era de 0.0947% e no 1ºS2015 era de 0.0987%.

## Quotas de mercado das exportações de bens, %

	2012	2013	2014	1ºS 2015
Mundo	0.313	0.332	0.337	0.339
IntraUE	0.692	0.735	0.740	0.770
ExtraUE	0.0947	0.1017	0.1028	0.0987

Fonte: OMC e INE  
Metodologia: quotas calculadas através da divisão das exportações pelas importações nos vários mercados.

## Saldo da balança de bens: total e por tipo de produto

milhões de euros

	Total	Agro-alimentares	Químicos, borrachas	Madeira, cortiça e papel	Peles, couros e têxteis	Vestuário e calçado	Minérios e metais	Máquinas	Material de transporte	Outros
1995	-8,039	-2,253	-2,184	800	1,273	1,159	-2,292	-2,260	-1,794	-488
2000	-18,491	-3,259	-3,300	825	1,074	1,221	-5,638	-4,512	-3,640	-1,262
2005	-20,242	-3,397	-3,602	628	674	866	-7,471	-4,461	-2,576	-902
2010	-21,380	-3,813	-4,451	1,253	-65	820	-6,451	-4,227	-3,501	-944
2014	-10,872	-2,875	-3,478	1,889	437	1,264	-5,005	-2,061	-1,002	-41
2015	-10,302	-2,977	-3,974	2,017	462	1,210	-3,334	-2,111	-1,571	-25

Fonte: INE, Pordata.

Nos saldos da balança por tipo de produto, confirmam-se as tendências dos últimos anos: o excedente comercial, com tendência crescente, nos subsectores da "Madeira, cortiça e papel", "Vestuário e calçado" e "Pele, couros e têxteis" (nesta ordem de importância económica); a forte dependência externa e, por isso, os défices comerciais nos "Químicos e borrachas", "Minérios e metais", "Agro-alimentares", "Máquinas" e "Material de transporte".

Mas esta realidade não oculta o sucesso de vendas de alguns produtos demonstrativos do desenvolvimento das indústrias do país. De facto, para além dos produtos tradicionais (que também sofreram nos últimos anos melhorias consideráveis em termos de qualidade e de design), Portugal tem conseguido penetração nos mercados internacionais de produção tecnologicamente mais avançada e com significativo valor acrescentado. **Em 2015, os principais produtos exportados, em valor, foram: as "Máquinas e aparelhos" (apesar do decréscimo de 7% em relação a 2014) com um peso de 16.4% face ao total; os "Combustíveis minerais", com uma quota de 13.2%; os "Metais comuns", que representam 8.4% (embora tenha verificado um decréscimo de quase 16%); os "Veículos e mat. de transporte", que representam 7% (redução de 3% face a 2014); os "Minerais e minérios" com 6.7% (melhoria de 3.3% em relação a 2014); os "Alimentares" com 6.5% (-13%); seguem-se as pastas de papel, plásticos e borrachas, produtos têxteis, etc..**

### Situação financeira das empresas

Considerando os dados do Banco de Portugal, dentro do sector secundário, à importância económica da Indústria Transformadora e da Construção corresponde igualmente uma boa parte do crédito bancário total. Ambos detêm perto de 16% do crédito total, enquanto a EAS corresponde apenas 5%. Mas é um facto que perante um total de 81.6 mil milhões de euros de empréstimos bancários a sociedades não financeiras, 37% estão a cargo do sector secundário.

Confirma-se igualmente que os subsectores economicamente mais importantes, "Alimentares, bebidas e tabaco", "Têxtil, vestuário e couro", "Metalúrgicas de base", "Madeira, pasta, papel e cartão", etc., são proporcionalmente os que mais financiamento acumulado possuem.

**Ainda relativamente aos dados das sociedades não financeiras, é visível a contínua diminuição do crédito às PME e às grandes empresas por parte do sector financeiro e monetário e não monetário nos últimos três anos.** Relativamente às grandes empresas, existe uma aparente melhoria no último ano. Inversamente, as empresas exportadoras não denotam dificuldade no acesso ao crédito, mantendo variações semelhantes nos últimos dois anos, acima das taxas de crescimento da globalidade da actividade económica do país.

**Mas em termos financeiros existem boas notícias da parte das PME: os juros suportados em resultado dos financiamentos obtidos têm vindo a diminuir, enquanto que os proveitos em relação aos capitais próprios e aos créditos têm melhorado de forma significativa (estes**

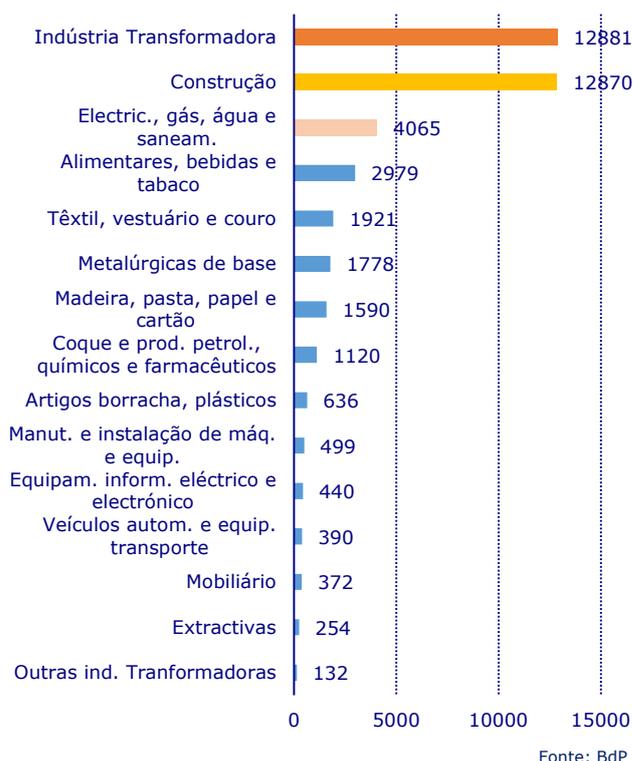
### Principais produtos exportados

(milhões de euros)



### Empréstimos bancários a sociedades não financeiras por sector de actividade

(saldos até Dezembro de 2015, não incluindo títulos; milhões de euros)

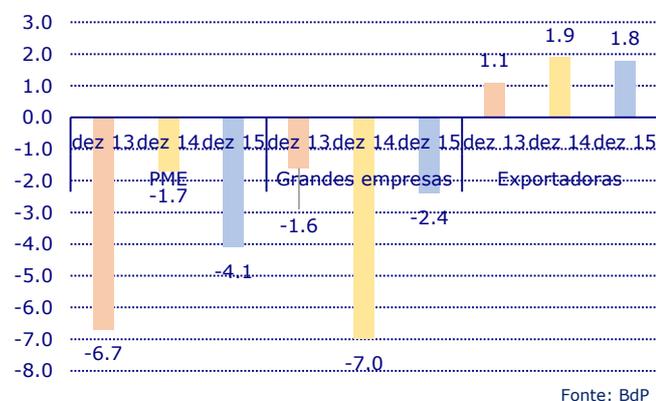


**OPINIÃO**

**dados contemplam igualmente o sector terciário).** Esta evolução carrega um maior optimismo futuro para as empresas portuguesas.

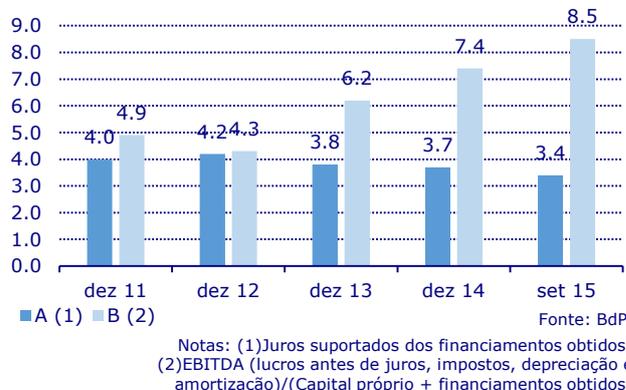
**Crédito do sector financ. monet. e não monetário às soc. não financ.: PME, grandes emp. e exportadoras**

(taxa variação anual, tva, %)



**PME (excluído o sector agrícola)**

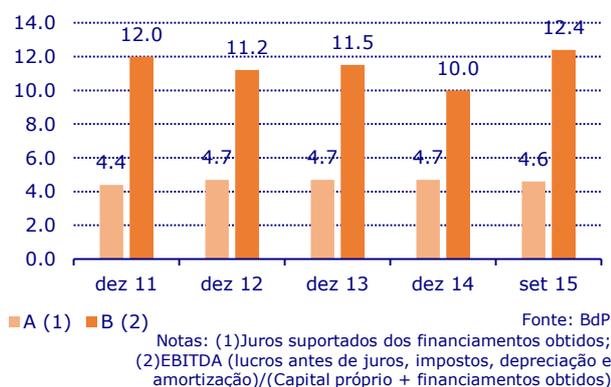
(%)



Ao nível das grandes empresas, a evolução dos juros suportados não foi tão satisfatória (a diferença ainda é significativa em relação a situação das PME), embora o peso dos proveitos face aos capitais próprios e aos créditos esteja num patamar bem superior. Confirma-se a capacidade superior de realizar proveitos.

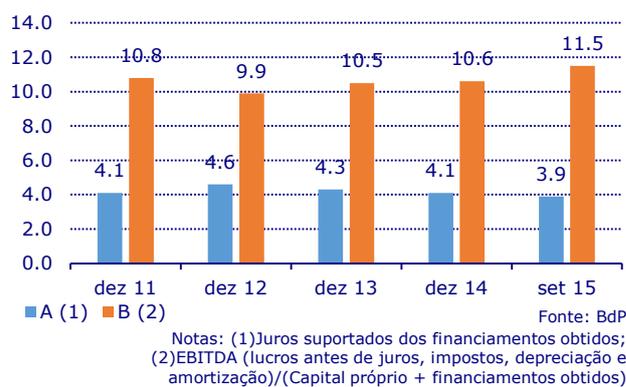
**Grandes empresas (excluído o sector agrícola)**

(%)



**Indústrias (manufatura, minas e pedreiras)**

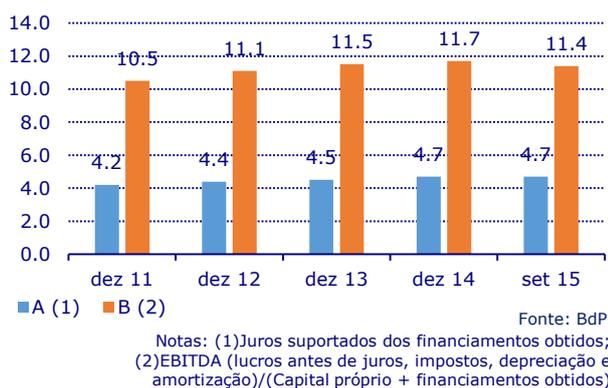
(%)



**Em termos dos subsectores, as Indústrias também têm visto cair de forma gradual o custo do financiamento. Ao mesmo tempo, o rácio do EBITDA/(capital próprio+financiamento) tem vindo a aumentar, concorrendo para uma melhor situação financeira das empresas ligadas a estas actividades económicas.**

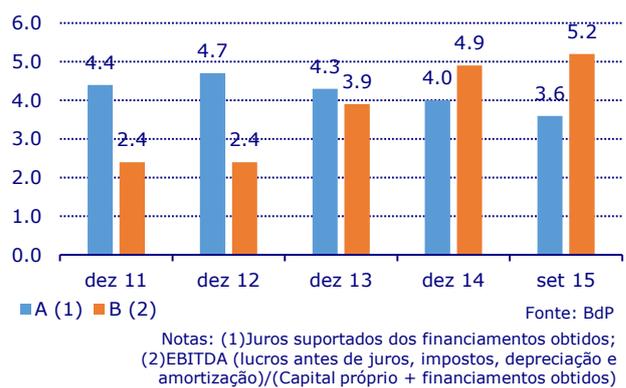
**Electricidade, gás e água**

(%)



**Construção**

(%)



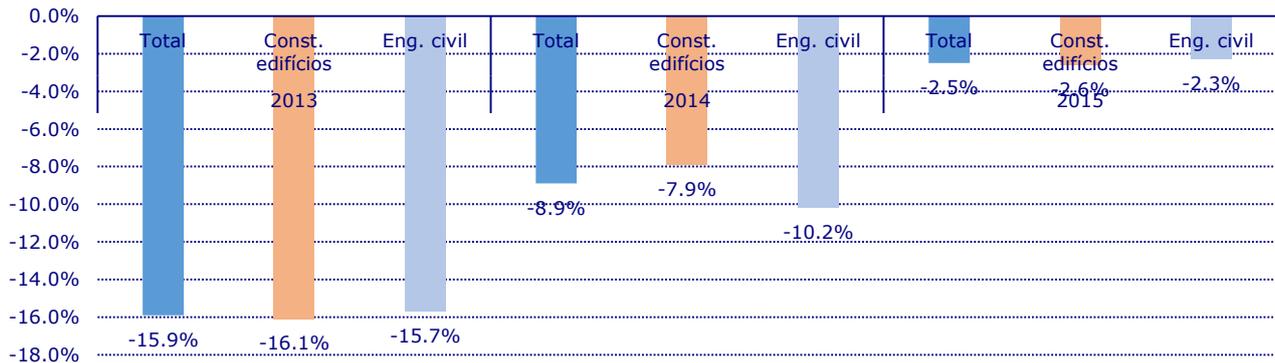
Já na área da Electricidade, gás e água, tem-se mostrado difícil desagrar os juros suportados, embora se assista a uma consistência do peso dos proveitos em relação aos capitais.

Na Construção, confirma-se o mau momento passado por este sector, nomeadamente ao nível financeiro. O agravamento dos juros suportados coincidiu com proveitos muito baixos. Nos últimos dois anos aconteceu a inversão dessa situação e a remuneração dos capitais tornou-se superior aos custos do financiamento.

## Construção

### Índice de produção na Construção

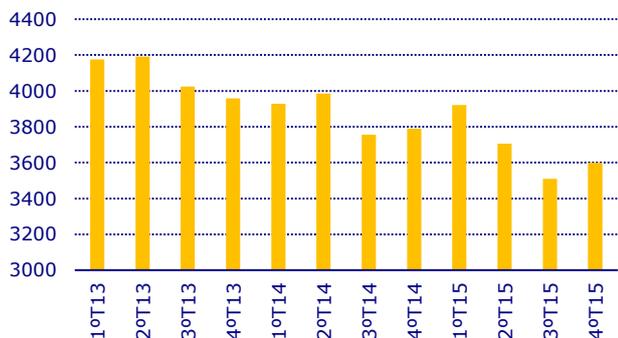
(%)



**Uma referência ao sector da Construção, que mostra uma evolução menos negativa ao longo dos últimos dois anos, sabendo-se que é uma actividade dependente de factores cíclicos internos e externos, que vão desde a confiança dos agentes económicos à evolução das taxas de juro, passando pelas políticas governamentais. Por outro lado, existiram situações estruturais, como o excesso de construção no passado, para além de preços em níveis especulativos, que justificaram a tendência de correcção.** De facto, em 2015, o índice de produção na Construção diminuiu 2.5% (diminuição de 8.9% em 2014). O segmento da Construção de Edifícios apresentou uma diminuição média anual de 2.6% (variação de 7.9% em 2014) enquanto o da Engenharia Civil passou de uma variação média de -10.2% em 2014, para -2.3% em 2015. Segundo os dados do INE, verificou-se igualmente uma melhoria ao nível do emprego e da remuneração na Construção. Assim, no conjunto do ano de 2015 o índice de emprego diminuiu 3.2% (diminuição de 6.7% em 2014). Já o índice de remunerações apresentou uma redução de 3.6% (diminuição de 5.2% em 2014).

### Total de licenças de construção

(número)



### Vendas de cimento (1)

(média 1990= 100)



Nota: (1) volume das vendas de cimento das empresas nacionais para o mercado interno, excluindo as importações de cimento

No entanto, ainda não é visível uma recuperação ao nível do total de licenças de construção. Com efeito, tem-se vindo a assistir a uma diminuição gradual das licenças, que se encontram em níveis bastante baixos para servirem de base a uma recuperação mais expressiva do sector.

Apesar da alta volatilidade do indicador de venda de cimento, também este dado não nos mostra uma recuperação, havendo mesmo um decréscimo ao longo dos últimos meses.

## OPINIÃO

## Energia

## Produção primária e parte das energias renováveis no consumo interno bruto de energia, 2003-2013

	Produção Primária				Energia renovável total	Resíduos e biomassa	Hídrica	Geo-térmica	Eólica	Solar
	2003	2013	var 13/03	peso						
	(1 000 toe)		%							
UE28	104,094	191,961	84.4	100.0	11.8	7.7	1.9	0.4	1.2	0.6
Alemanha	12,614	33,680	167.0	17.5	10.3	7.3	0.6	0.0	1.4	1.0
França	15,521	23,073	48.7	12.0	9.0	5.8	2.3	0.1	0.5	0.2
Itália	9,999	23,500	135.0	12.2	16.5	8.4	2.8	3.1	0.8	1.3
Espanha	9,196	17,377	89.0	9.1	14.7	5.8	2.7	0.0	3.9	2.3
Reino Unido	2,642	8,404	218.1	4.4	5.0	3.4	0.2	0.0	1.2	0.2
<b>Portugal</b>	<b>4,241</b>	<b>5,621</b>	<b>32.5</b>	<b>2.9</b>	<b>23.5</b>	<b>12.4</b>	<b>5.2</b>	<b>0.8</b>	<b>4.6</b>	<b>0.5</b>
Irlanda	235	766	226.0	0.4	6.2	2.9	0.4	0.0	2.8	0.1
Grécia	1,538	2,487	61.7	1.3	10.7	4.9	2.2	0.0	1.5	2.1

Fonte: Eurostat.

**No que respeita à Energia, é de referir a forte progressão em termos de produção primária na Europa, tendo-se desenvolvido fontes alternativas às tradicionais nos últimos anos.** Nos países escolhidos para análise comparativa, Portugal até é o que menos cresce em termos de produção primária de energia no período compreendido entre 2003 e 2013 (32.5%). Irlanda e Reino Unido registaram o crescimento mais elevado em dez anos, embora a base de partida fosse baixa (comparativamente a Portugal, a Irlanda tem uma produção bastante inferior e, no caso do Reino Unido, a produção é ligeiramente superior). Conjuntamente, Alemanha, França, Itália e Espanha, representam mais de 50% da produção da UE28, com a Alemanha e a Espanha a terem quotas individuais de 18% e 9%, respectivamente. Portugal tem uma quota de cerca de 3%.

**Contudo, deve-se ressaltar que Portugal tem feito um grande esforço em prol das energias renováveis.** No consumo interno bruto, 23.5% da energia consumida no país pertence a energias alternativas, correspondendo o restante a energias tradicionais. Um valor que ultrapassa em muito a média da UE28, que se situa abaixo dos 12%. Dentro do total da energia renovável, os resíduos e a biomassa têm um peso de 12.4%, seguindo-se a energia hídrica com 5.2% e a eólica com 4.6%. Valores bem superiores aos dos restantes países que constam da análise. Países como a França e a Alemanha ainda têm uma importante percentagem de energia nuclear na produção de electricidade, perto de 80% e de 30%, respectivamente.

**Uma referência ao consumo interno bruto de energia, onde Portugal regista um processo gradual de menor consumo em mais de uma década.** Movimentos semelhantes aconteceram na Grécia, no Reino Unido e em Itália. Uma maior eficiência energética tem sido uma das grandes conquistas de Portugal, assim como dos países referidos. Em termos comunitários, o peso do consumo português de energia é diminuto, 1.4% em 2013, quando a Alemanha e a França representam 19.5% e 12.9%, respectivamente.

## Consumo interno bruto de energia, 2000-2013

	milhões de toneladas equivalentes em petróleo				
	2000	2010	2013	% 2013	var.13/00
UE28	1726.8	1760.6	1666.3	100.0%	-3.5%
Alemanha	342.3	333.0	324.3	19.5%	-5.3%
França	257.5	267.6	259.3	12.9%	0.7%
Itália	174.2	174.8	160.0	9.6%	-8.2%
Espanha	123.6	130.0	118.8	7.1%	-3.9%
Reino Unido	230.6	212.2	201.1	12.1%	-12.8%
<b>Portugal</b>	<b>25.3</b>	<b>24.3</b>	<b>22.6</b>	<b>1.4%</b>	<b>-10.7%</b>
Irlanda	14.4	15.2	13.7	0.8%	-4.9%
Grécia	28.3	28.7	24.4	1.5%	-13.8%

Fonte: Eurostat.

## Investigação & Desenvolvimento

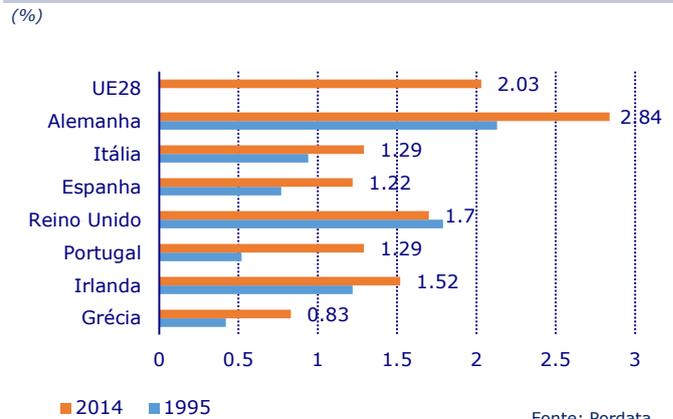
**Componente importante e reveladora do grau de desenvolvimento do país, assim como do interesse em progredir ao nível da competitividade das empresas, é o investimento em I&D. É certo que o rácio I&D/PIB em Portugal tem valores abaixo da UE28, Reino Unido e da Irlanda, mas encontra-se ligeiramente acima dos valores de Espanha e está ao mesmo nível de Itália, por exemplo.** Portugal despende 1.29% do PIB em I&D, quando a UE28 mostra o valor de 2.03%, a Irlanda 1.52% e a Espanha 1.22%, por exemplo, o que coloca o país numa posição intermédia, depois de uma progressão significativa ao longo dos últimos anos. A Alemanha, com 2.84% é, dentro dos países em referência, o que tem maior gasto de I&D em relação ao PIB, que permite ser um país de referência em termos tecnológicos, para além da forte penetração internacional dos seus produtos mais complexos.

Em termos gerais, a Estratégia de Lisboa, elaborada na última década, falhou no objectivo de alcançar o nível dos 3% do PIB em termos de investimento em I&D por parte dos estados. Objectivo que se mantém no novo quadro de estratégico contido no Europa 2020.

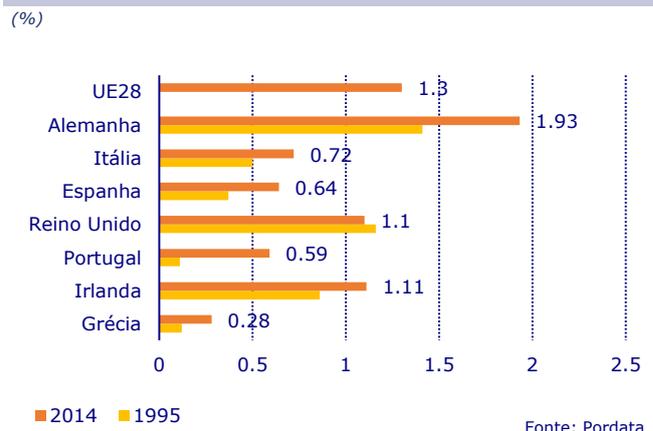
**Ao nível do investimento em I&D por parte das empresas nacionais verificou-se igualmente um reforço significativo, embora na comparação com os mesmos países de referência o valor relativo é baixo.** O valor médio dos gastos das empresas da UE28 é de 1.3% do PIB, com a Alemanha a alcançar 1.93%. As empresas portuguesas gastam 0.59% do PIB, que compara com os 0.64% da Espanha, os 0.72% de Itália, os 1.11% da Irlanda e os 0.28% da Grécia.

Mas é um facto que o país tem vindo a evoluir de forma satisfatória em termos de rejuvenescimento do tecido empresarial (novas empresas, novos empresários e novas maneiras de pensar e agir) o que anula uma imagem mais antiga de indústrias obsoletas, com práticas pouca adequadas às novas exigências, assim como ligadas a produtos pouco apelativos e inovadores. Em termos gerais, Portugal tem 54.6% de empresas consideradas inovadoras dentro do total, quando o valor para a UE28 é de 48.9%. Em termos comparativos, apontamos a Alemanha, em que 66.9% das empresas é considerada inovadora, a Irlanda com 58.7%, a Reino Unido com 50.3% e a Espanha com 33.6% (o valor mais baixo dos países escolhidos para análise).

### Despesa em I&D no PIB de cada país



### Despesa das empresas em I&D no PIB de cada país



### Empresas inovadoras por tipo de inovação, 2010-2012

	Emp. inovadoras	Emp. inovadoras no produto	Emp. inovadoras nos processos	Emp. inovadoras na organização	Emp. inovadoras no marketing
UE28	48.9	23.7	21.4	27.5	24.3
Alemanha	66.9	<b>35.8</b>	25.5	32.2	34.4
França	53.4	24.2	24.1	<b>34.2</b>	25.4
Itália	56.1	29.1	30.4	<b>33.5</b>	31.0
Espanha	33.6	10.5	15.1	<b>19.4</b>	13.2
Reino Unido	50.3	24.0	14.1	<b>34.2</b>	16.8
Portugal	54.6	26.0	<b>33.5</b>	32.8	32.8
Irlanda	58.7	27.8	25.9	21.8	<b>35.7</b>
Grécia	52.3	19.5	25.6	30.2	<b>36.8</b>

% do total de empresas

Fonte: Eurostat

## OPINIÃO

Onde essa realidade é mais expressiva, segundo os dados do Eurostat, é na inovação nos processos de produção, onde o país alcança 33.5% das empresas (a UE28 tem um valor de 21.4%). Não muito longe desta percentagem (32.8%) surgem as empresas nacionais inovadoras na organização e no marketing. A percentagem mais baixa, 26.0%, corresponde às empresas inovadoras no produto. Ainda assim, os valores de Portugal são sempre superiores à média da UE28. A Espanha, por exemplo, mostra percentagens bem inferiores às nacionais, em quase todos os casos inferiores em mais de metade das nacionais. Possivelmente, a dimensão de Espanha (e falta de homogeneidade do território) e do número das suas empresas poderá estar a diluir o conjunto de empresas mais dinâmico e inovador, ficando aqui a ressalva.

## Conclusão

**Perante os valores indicados ao longo desta análise confirma-se que a generalidade da indústria portuguesa viu a crise recente do país como um desafio, pois nunca se exportou tanto como nos últimos dois anos, e seria difícil supor que Portugal pudesse vender tanta quantidade de produtos transformados e tecnologicamente mais elaborados, a par dos produtos tradicionais, que igualmente melhoraram a sua penetração nos mercados externos.**

Como é sabido, a crise económico-financeira criou choques de vária ordem às empresas (redução da procura, incapacidade de pagamento dos clientes, acesso a financiamento, etc.), em que o grau de intensidade sentido dependeu da dimensão das empresas e de o seu mercado ter um carácter mais interno ou externo. Em termos gerais, várias indústrias, com empresas de média dimensão (PMEs) e com vocação para a exportação mostraram-se mais defendidas face à crise. No lado oposto, empresas muito pequenas, direccionadas para o mercado interno, em sectores como o da construção ou de pequena manufactura ficaram claramente expostos.

O tecido empresarial português é dominado pelas micro-empresas em todas as actividades económicas, embora sejam somente responsáveis por 15% do volume de negócios. Segundo o BdP, do lado oposto temos 0.3% das empresas consideradas grandes empresas que geraram mais de 40% do volume de negócios. Nas indústrias transformadoras e nas indústrias extractivas mais de 50% do volume de negócios resultaram do comércio externo. E 43% das consideradas grandes empresas eram exportadoras, comparativamente a 22% das PME e de 4% das microempresas. Dados que confirmam a noção de que é necessária alguma dimensão para garantir sucesso na vertente do comércio com o exterior.

Tanto em 2014 como em 2015, o líder exportador foi o grupo das “Máquinas e Aparelhos”, demonstrando que a mecânica e a electrónica nacional começam a beneficiar de melhor reputação internacional, estando ganha a aposta na inovação e na qualidade. De perto, em termos de valor exportado, surge um outro grupo com grau elevado de transformação, os “Combustíveis minerais”, fruto da reconversão do parque refinador nacional, após elevado investimento. Também a metalúrgica nacional (“Metais comuns”) e a indústria automóvel (“Veículos e mat. de transporte”) fazem parte dos principais produtos exportados. Mas há ganhos económicos acrescidos ao manterem-se ou reforçarem-se os superávites de determinados grupos de produtos, no que respeita aos saldos comerciais. São produtos com grande tradição de exportação, mas que souberam progredir, inovar e incorporar valor em mercados exigentes, ampliando a sua quota: madeira, cortiça, papel, vestuário, calçado, peles, couros e têxteis.

Em termos de peso económico interno, a Indústria domina globalmente o sector secundário (mais de 60% do VAB do sector), seguindo-se a Construção e a EAS. E dentro da indústria, é incontestável que os subsectores do “Têxtil, vestuário e couro” e a “Alimentação, bebidas e tabaco” têm um peso económico muito relevante, para além de fornecimento de produtos essenciais à população, sendo áreas intensivas em mão-de-obra.

Foi notório o esforço de modernização das empresas portuguesas (embora algumas tenham desaparecido durante o processo de resolução da crise), nomeadamente ao nível da inovação, seja ela ligada ao produto, aos processos de produção, à organização ou ao marketing. Segundo o Eurostat, e em termos comparativos com outros países europeus, os dados comprovam uma maior abertura do país à inovação, podendo-se mesmo falar no surgimento de um novo empresário, mais esclarecido e que arrisca, nomeadamente ao nível do mercado externo. O Estado português tem igualmente programas de apoio à internacionalização das empresas, para além dos pacotes financeiros integrados na estratégia de crescimento para a década da União Europeia. Passado o pior momento da crise, o acesso e os custos de financiamento foram melhorando, ao mesmo tempo que os proveitos das empresas foram ganhando mais consistência, dando suporte positivo à actividade futura das empresas.

## Valor acrescentado bruto por ramo de actividade, a preços correntes

	milhões de euros																		
	Total	Extrac-tivas	Alimen-tares, bebidas e tabaco	Têxtil, vestuário e couro	Madeira, pasta, papel e cartão	Coque e prod. petrol. refinados	Prod. Quími-cos e fibras sintéticas	Produtos farma-cêuticos	Artigos borracha, plásticos	Metalúr-gicas de base	Equip. inform., electrón-icos	Equipamento eléctrico	Máquinas e equipa-mentos	Material de trans-porte	Ma-nutenção e insta-lação de máq. e equip.	Electrici-dade, gás, vapor e ar frio	Água, sanea-mento e resíduos	Con-strução	
1995	22,091	551	1,630	3,510	1,864	84	717	327	1,834	1,368	476	474	375	604	926	1,772	469	5,109	
2000	31,410	629	2,466	3,812	2,554	206	691	339	2,511	1,882	707	696	614	1,494	1,352	2,120	735	8,600	
2005	33,900	658	3,182	3,415	2,353	546	771	388	2,461	2,082	703	608	628	1,345	1,442	2,599	1,184	9,534	
2010	35,820	714	3,568	3,363	2,447	431	806	428	2,518	2,334	576	668	712	1,284	1,688	3,343	1,715	9,226	
2014	32,151	570	3,509	3,563	2,107	211	709	487	2,295	2,199	407	579	738	1,293	1,583	3,387	1,763	6,751	
var. 95/14	45.5%	3.4%	115.3%	1.5%	13.0%	150.9%	-1.1%	48.8%	25.2%	60.7%	-14.5%	22.2%	96.5%	113.9%	70.9%	91.2%	275.7%	32.2%	
peso '14 %	100.0%	1.8%	10.9%	11.1%	6.6%	0.7%	2.2%	1.5%	7.1%	6.8%	1.3%	1.8%	2.3%	4.0%	4.9%	10.5%	5.5%	21.0%	
																			63.0%

Fonte: INE, Contas Nacionais

## Distribuição da mão-de-obra pelas várias indústrias

	nº de indivíduos																		
	Total	Extrac-tivas	Alimen-tares, bebidas e tabaco	Têxtil, vestuário e couro	Madeira, pasta, papel e cartão	Coque e prod. petrol. refinados	Prod. Quími-cos e fibras sintéticas	Produtos farma-cêuticos	Artigos borracha, plásticos	Metalúr-gicas de base	Equip. inform., electrón-icos	Equipamento eléctrico	Máquinas e equipa-mentos	Material de trans-porte	Ma-nutenção e insta-lação de máq. e equip.	Electrici-dade, gás, vapor e ar frio	Água, sanea-mento e resíduos	Con-strução	
1995	1542,342	15,991	121,932	392,442	101,818	3,104	18,417	8,599	94,016	91,951	12,397	25,720	25,749	47,107	84,519	15,117	36,024	447,439	
2000	1736,404	19,226	125,478	368,378	102,399	2,480	16,854	7,679	101,109	105,781	14,272	30,124	27,109	56,893	95,210	14,345	34,651	614,416	
2005	1505,657	17,221	117,275	286,896	89,442	2,202	15,559	6,119	88,518	97,826	13,222	19,219	24,165	47,716	87,348	10,059	36,211	546,659	
2010	1268,117	14,849	114,868	208,475	69,809	1,872	13,256	5,933	72,739	93,495	9,676	17,110	21,549	37,002	78,312	8,706	39,947	460,519	
2014	1047,807	11,965	105,302	200,574	59,244	1,816	12,118	5,965	62,906	84,682	9,740	17,137	20,325	35,465	70,819	8,283	40,319	301,147	
var. 95/14	-32.1%	-25.2%	-13.6%	-48.9%	-41.8%	-41.5%	-34.2%	-30.6%	-33.1%	-7.9%	-21.4%	-33.4%	-21.1%	-24.7%	-16.2%	-45.2%	11.9%	-32.7%	
peso '14 %	100.0%	1.1%	10.0%	19.1%	5.7%	0.2%	1.2%	0.6%	6.0%	8.1%	0.9%	1.6%	1.9%	3.4%	6.8%	0.8%	3.8%	28.7%	
																			66.6%

Fonte: INE, Contas Nacionais



## **BASES DE DADOS**

### **INDICADORES ESTRUTURAIS**

Endividamento do Sector Privado

### **Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Março e Abril de 2016**

### **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

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*

<b>Endividamento do Sector Privado</b>						
	<b>2000</b>	<b>2008</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Variação 2008 a 2013</b>	<b>Variação 2000 a 2013</b>
<b>Valores consolidados</b>						
Luxemburgo	-	391.4	356.2	-	-35.2	n.a.
Chipre	306.3	285.2	344.8	-	59.6	38.5
Irlanda	-	237.4	270.3	-	32.9	n.a.
Holanda	206.2	217.3	229.7	-	12.4	23.5
Dinamarca	158.1	222.8	224.1	-	1.3	66.0
<b>Portugal</b>	<b>137.1</b>	<b>196.2</b>	<b>202.6</b>	<b>189.0</b>	<b>6.4</b>	<b>65.5</b>
Suécia	141.7	200.1	200.1	203.4	0.0	58.4
Bélgica	114.2	162.9	175.8	185.7	12.9	n.a.
Espanha	102.9	196.6	172.2	-	-24.4	69.3
Reino Unido	138.5	186.1	164.4	158.1	-21.7	25.9
Finlândia	91.9	131.3	146.2	-	14.9	54.3
Malta	-	158.6	142.6	-	-16.0	n.a.
França	99.0	122.2	137.3	-	15.1	n.a.
Grécia	53.1	113.5	135.6	-	22.1	82.5
Bulgária	26.4	134.2	134.8	-	0.6	108.4
Áustria	121.7	127.5	126.9	126.2	-0.6	5.2
Croácia	-	111.0	119.5	-	8.5	n.a.
Itália	75.8	113.7	119.5	-	5.8	43.7
Estônia	54.0	136.7	119.4	-	-17.3	n.a.
Alemanha	123.0	109.3	103.5	-	-5.8	-19.5
Eslovenia	-	105.6	101.5	91.9	-4.1	n.a.
Hungria	56.2	106.0	95.8	91.7	-10.2	39.6
Letónia	-	104.3	90.9	-	-13.4	n.a.
Polónia	-	67.7	74.8	-	7.1	n.a.
Eslováquia	47.2	65.8	74.8	-	9.0	27.6
República Checa	57.0	63.7	73.7	-	10.0	16.7
Romênia	26.6	65.5	66.6	-	1.1	40.0
Lituânia	-	76.7	56.4	-	-20.3	n.a.
<b>Valores não consolidados</b>						
Estados Unidos	180.8	212.3	196.5	-	-15.8	15.7

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 Março e Abril de 2016\*****Março**

Zona Euro	7	Reunião dos Ministros das Finanças
União Europeia	8	Cimeira de líderes em Bruxelas
Zona Euro	10	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	15	Eleições primárias nalguns estados
EUA	16	Decisão de política monetária do FOMC
Japão	15	Reunião de política Monetária do Banco do Japão
Suíça	17	Reunião de política Monetária do Banco Nacional da Suíça
Reino Unido	17	Reunião de política monetária do Banco de Inglaterra
Portugal	18	Publicação de classificação de risco pela S&P
Portugal	30	Banco de Portugal publica previsões económicas

**Abril**

Portugal	18	Publicação dos resultados do inquérito ao mercado de crédito
EUA	19	Eleições primárias em Nova Iorque
Reino Unido	14	Reunião de política monetária do Banco de Inglaterra
Zona Euro	21	Reunião de Política Monetária do BCE
Zona Euro	22	Reunião dos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais
EUA	26	Eleições primárias nalguns estados
EUA	27	Decisão de política monetária do FOMC

*Notas: (\*) - Este calendário não pretende conter uma enumeração exhaustiva 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

	2015												2016			
	2013	2014	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.
<b>Contas Nacionais (Base 2010)</b>																
PIB	-1.1%	0.9%	-	-	1.7%	-	-	1.5%	-	-	-	-	-	1.4%	-	-
Consumo privado	-1.3%	2.3%	-	-	2.6%	-	-	3.3%	-	-	-	-	-	2.3%	-	-
Consumo público	-2.0%	-0.5%	-	-	-0.1%	-	-	1.2%	-	-	-	-	-	1.0%	-	-
Investimento	-5.1%	5.5%	-	-	1.2%	-	-	8.8%	-	-	-	-	-	2.4%	-	-
Exportações	7.0%	3.9%	-	-	7.1%	-	-	7.1%	-	-	-	-	-	4.0%	-	-
Importações	4.7%	7.2%	-	-	7.3%	-	-	12.5%	-	-	-	-	-	5.4%	-	-
<b>Preços e salários</b>																
Taxa de inflação média (%)	0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
Taxa de inflação homóloga (%)	0.2	-0.36	-0.39	-0.21	0.31	0.40	0.95	0.80	0.77	0.66	0.88	0.63	0.64	0.40	0.78	-
Taxa de inflação harmonizada (%)	0.2	-0.3	-0.4	-0.1	0.4	0.5	1	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	0.6	0.3	0.7	-
Inflação de bens (taxa harmonizada)	0	-1.3	-1.4	-1	-0.5	0	0.6	0.4	0.4	0.2	0.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.2	-
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	0.4	1.1	1	1.2	1.8	1.2	1.4	1.2	1.3	1.4	1.8	1.7	1.7	0.9	1.3	-
Var. de salários sector privado (tx. anualizada; %)	-0.1	1.0	0.7	-	0.9	1.3	0.9	1.4	0.3	-	1.3	0.8	0.5	-	-	-
<b>Nível de actividade</b>																
Indicador coincidente do Bdp (tvh)	-3.3	0	0.2	0.6	0.8	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9	-
Índice de produção industrial (tvh)	4.8	-1.1	-1.3	-1.7	3.8	-0.1	3.5	3.2	3.2	3.2	3.2	4.2	4.2	1.4	1.2	0.7
Índice de confiança na indústria	-7.4	-5.1	-5.3	-4.7	-3.6	-2.3	-3	-1.4	-3.5	-4.5	-4.8	-3.7	-3.4	-3.1	-2.3	-2.9
Índice de confiança dos consumidores	-29.3	-15.8	-11.1	-12.5	-10.9	-11.7	-12	-12	-13.5	-11.4	-11.2	-11.9	-14.4	-10.9	-9.7	-14.2
Índice de confiança no sector da construção	-48.5	-43	-37.9	-40.8	-38.2	-37.6	-37.2	-39.4	-39	-37.5	-39.2	-38.6	-41.3	-41.4	-40.3	-39.2
Índice de confiança no comércio a retalho	0.7	1.1	-0.4	0.1	0.4	1.2	1.7	5.5	3.5	2	0.5	1	1.8	2.7	-0.7	1.6
Vendas a retalho (tvh)	0.3	2.7	3.1	3.3	1.8	3.6	1.9	2.9	1.7	0.8	1.3	3.4	0.8	-0.5	1.2	-
Vendas de automóveis (tvh)	35.8	37.9	27.8	35.6	41.8	21.9	33.1	33.9	9.7	21.9	30.1	16.1	13.9	10.3	17.7	-
Vendas de cimento (tvh)	-21.1	-9.2	8.0	12.4	14.6	13.0	-3.1	3.3	2.3	5.1	6.0	0.5	22.4	3.5	-15.8	-
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	4.6	10.5	12.5	11.8	11.6	0.4	7.7	7.9	6.4	2.9	6.3	6.8	8.4	9.8	-	-
Taxa de desemprego (%)	15.3	13.5	-	-	13.7	-	-	11.9	-	-	11.9	-	-	12.2	-	-
<b>Exterior</b>																
Balança corrente (ytd; M.E.)	2478.0	211.7	3.0	-274.9	-243.5	-346.7	-976.5	-1125.1	-173.7	600.4	645.7	1056.3	1044.8	813.0	-	-
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-9639.6	-10780.1	-633.4	-1140.4	-2047.8	-3032.5	-4133.7	-4989.7	-5702.9	-6597.0	-7673.2	-8469.8	-9174.1	-10302.0	-	-
Exportações mercadorias (tvh)	4.6	1.7	1.0	4.0	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.0	5.0	4.1	3.6	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	2.0	4.0	0.0	1.0	4.0	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	4.0	5.0	4.0	-	-
Importações mercadorias (tvh)	1.1	3.4	-10.0	-6.9	-0.6	3.2	3.9	4.4	3.6	3.4	2.9	2.2	2.2	1.9	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	2.0	6.0	-1.0	3.0	6.0	7.0	7.0	9.0	8.0	8.0	8.0	7.0	7.0	7.0	-	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	5,587.8	3,127.9	-268.0	-31.0	218.0	-209.0	-484.0	90.0	1,496.0	2,781.0	2,466.0	2,975.0	3,467.0	3,257.0	-	-
Invest. directo em Port. (M.E.- ytd)	2,012.1	5,738.8	700.0	758.8	753.3	308.8	357.7	5,838.3	5,891.2	5,999.3	6,604.3	6,625.4	5,942.4	5,437.5	-	-
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	-1,538.8	3,096.5	381.8	260.1	149.4	125.3	207.2	4,717.5	4,961.3	5,257.6	6,723.7	6,565.4	6,797.0	7,363.7	-	-
Outro investimento em Portugal (M.E.-ytd) (3)	-14,517.7	1,121.0	-6,503.3	-9,860.4	-5,717.5	-3,529.7	-4,899.1	-2,155.4	-4,220.2	-6,967.0	-13,048.1	-9,423.4	-10,220.5	-11,314.8	-	-
Outro invest. de Portugal no exterior (M.E.-ytd) (3)	-10,614.5	4,575.1	-1,901.0	-3,878.2	-1,683.6	-3,409.8	-3,239.5	-2,062.6	-2,226.3	-3,914.1	-8,052.2	-6,797.8	-8,914.6	-9,401.8	-	-
<b>Finanças públicas</b>																
Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)	6,156.0	13,305.0	647.0	336.0	1,110.0	1,204.0	1,070.0	3,575.0	5,821.0	4,588.0	4,226.0	5,898.0	5,500.0	8,537.0	-	-

Fontes: Dados compilados pelo BPI a partir de publicações do Banco de Portugal e INE.

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 2013 e 2014.

(1) tvh - taxa de variação homóloga

(2) Variação das remunerações declaradas à Segurança Social, excluindo as entidades empregadoras do sector bancário;

(3) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

## Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

	2015												2016			
	Jan.	Feb.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Jan.		
<b>Matérias Primas</b>																
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	110.82	55.76	50.77	61.81	53.34	64.86	63.89	61.36	50.57	51.28	47.13	47.62	42.82	35.75	33.2	35.94
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-11.2	-4.9	-1.9	-14.1	-17.5	-19.4	-17	-16.6	-17.1	-21.3	-16.7	-16.9	-20.9	-18.2	-13.9	-12.9
<b>Custos laborais</b>																
EUA	-1.3	2.8	-	-	1.2	-	-	2.6	-	-	2.7	-	-	-	2.1	-
Zona Euro	1.3	1.2	-	-	1.9	-	-	1.6	-	-	1.1	-	-	-	-	-
Japão	0.2	0.9	0.6	0.1	0	0.7	0.7	-2.5	0.9	0.4	0.4	0.7	0	0	0.4	-
<b>Taxas de juro de curto prazo</b>																
EUA	0.25	0.26	0.25	0.26	0.27	0.28	0.28	0.28	0.31	0.33	0.33	0.33	0.42	0.61	0.61	0.63
Zona Euro	0.27	0.06	0.03	0.03	0.02	-0.01	-0.02	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.18	-0.22
Japão	0.15	0.11	0.10	0.10	0.10	0.09	0.10	0.10	0.10	0.09	0.08	0.08	0.07	0.08	0.05	-0.01
<b>Taxas de juro de longo prazo</b>																
EUA	3.03	2.17	1.64	1.99	1.92	2.03	2.12	2.35	2.18	2.22	2.04	2.14	2.21	2.27	1.92	1.73
Alemanha	1.93	0.54	0.30	0.33	0.18	0.37	0.49	0.76	0.64	0.80	0.59	0.52	0.47	0.63	0.33	0.11
Japão	0.74	0.33	0.28	0.34	0.41	0.34	0.39	0.47	0.42	0.38	0.36	0.31	0.31	0.27	0.10	-0.06
<b>Taxas de câmbio efectivas</b>																
EUA (+ valorização;-depreciação)	2.8	8.4	9.7	10.9	12.9	12.2	11.7	12.4	14.7	15.9	15.1	12.6	12.4	10.9	11.0	8.6
Zona Euro	4.8	-5.2	-9.3	-11.0	-13.7	-12.3	-11.6	-10.6	-10.3	-7.1	-4.7	-6.4	-8.9	-5.6	1.1	1.2
Japão	-17.5	-7.9	-7.5	-8.5	-7.8	-8.2	-11.7	-11.0	-9.7	-5.9	-0.2	-2.1	4.1	6.9	5.7	10.9
<b>Preços no produtor</b>																
EUA	1.4	-0.6	-3	-3.2	-3.3	-4.5	-2.9	-2.6	-2.8	-3.1	-4.1	-4.1	-3.2	-2.7	-1.2	-
Zona Euro	-0.7	-2.7	-3.5	-2.8	-2.3	-2.1	-2	-2.1	-2.1	-2.6	-3.2	-3.2	-3.2	-3	-2.9	-
Japão	2.5	1.8	0.3	0.5	0.7	-2.1	-2.2	-2.4	-3.1	-3.6	-4	-3.8	-3.6	-3.5	-3.1	-
<b>Preços no consumidor</b>																
EUA	1.5	0.8	-0.1	0	-0.1	-0.2	0	0.1	0.2	0.2	0	0.2	0.5	0.7	1.4	-
Zona Euro	0.8	-0.2	-0.6	-0.3	-0.1	0	0.3	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	-0.2
Japão	1.6	2.4	2.4	2.2	2.3	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0	0.3	0.3	0.2	0	-
<b>Massa monetária</b>																
EUA (M2)	5.5	5.9	6.1	6.3	6.1	6	5.7	5.6	5.5	5.8	5.9	5.6	6	5.7	6.1	-
Zona Euro (M3)	1	3.8	3.9	4.1	4.7	5.4	5	4.9	5.2	4.9	4.9	5.2	5	4.7	5	-
Japão (M2)	4.2	3.6	3.4	3.5	3.6	3.6	4.1	3.9	4	4.2	3.8	3.7	3.3	3.1	3.2	-

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

## Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

	2015												2016	
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.
<b>Crescimento do Produto</b>														
EUA (anualizado)	3.8	2.1	-	-	0.6	-	-	-	2.0	-	-	-	1.0	-
Zona Euro (q/q)	0.2	0.4	-	-	0.6	-	-	-	0.3	-	-	-	0.3	-
Japão (q/q)	-0.1	0.5	-	-	1.1	-	-	-	0.3	-	-	-	-0.3	-
<b>Desemprego</b>														
EUA	6.7	5.6	5.7	5.5	5.4	5.5	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9
Zona Euro	11.9	11.4	11.3	11.2	11.1	11.0	11.0	10.8	10.6	10.6	10.5	10.4	10.3	-
Japão	3.7	3.4	3.5	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	3.4	3.2	3.3	3.3	3.2	-
<b>Confiança das Empresas</b>														
EUA - Índice de confiança PME	94	100	98	96	97	98	95	96	96	96	95	95	94	93
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufaturas)	-3	-5	-5	-3	-3	-3	-3	-3	-2	-2	-3	-2	-3	-4
Japão - Índice Tankan (global)	17	15	-	17	-	-	21	-	19	-	-	18	-	-
<b>Confiança dos Consumidores</b>														
EUA - Índice da Universidade de Michigan	82.5	93.6	98.1	95.4	93.0	90.7	96.1	91.9	87.2	90.0	91.3	92.6	92.0	91.7
Índice do Conference Board	77.54	93.06	103.8	98.8	101.4	94.3	99.8	91.0	101.3	102.6	99.1	92.6	96.3	92.2
Zona Euro - Índice do Eurostat	-14	-11	-8	-7	-4	-5	-6	-7	-7	-8	-6	-6	-6	-9
Japão - Índice do ESRI	40.6	38.3	39.2	40.4	41.6	41.6	42.4	41.0	42.2	40.9	41.1	41.8	42.1	39.7
<b>Indicador Avançado da OCDE</b>														
EUA	107.1	109.5	109.6	109.7	109.8	109.9	109.9	109.9	109.9	109.9	109.9	109.9	-	-
Zona Euro	101.5	101.8	102.0	102.1	102.2	102.3	102.4	102.5	102.5	102.6	-	-	-	-
Japão	103.6	103.0	103.1	103.2	103.3	103.3	103.4	103.5	103.4	103.4	-	-	-	-
<b>Indicador da Actividade Industrial</b>														
EUA - ISM manufaturas	55.9	54.9	53.9	53.3	52.3	51.6	53.1	51.9	51.0	50.0	48.4	48.0	48.2	49.5
PMI manufaturas	52.7	50.6	51.0	51.0	52.2	52.0	52.5	52.4	52.3	52.0	52.3	52.8	52.3	51.2
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	102.9	101.9	103.5	102.6	102.3	102.9	102.0	102.6	102.5	102.4	103.4	102.3	101.4	-
<b>Produção Industrial (t.v.h.)</b>														
EUA	2.3	4.6	4.5	3.5	2.5	2.1	1.4	1.3	0.8	0.5	-1.1	-1.9	-0.7	-
Zona Euro	1.5	0.7	0.7	1.7	1.8	0.6	1.4	1.5	2.0	1.4	2.2	1.4	-0.3	-
Japão	7.2	-0.1	-2.6	-2.0	-1.7	0.1	-3.9	0.0	-0.4	-0.8	-1.4	1.7	-1.9	-3.8
<b>Vendas a retalho (t.v.h.)</b>														
EUA	3.2	3.5	3.9	1.9	2.1	1.3	2.5	2.6	2.0	2.2	1.6	1.5	2.4	3.4
Zona Euro	0.2	2.9	2.7	2.5	1.9	2.5	2.7	3.3	2.5	3.3	2.4	1.8	2.1	2.0
Japão	2.8	-1.4	-2.7	-3.3	-8.3	2.5	-1.9	0.1	-0.3	-2.1	-0.7	-1.8	-3.1	-4.3
<b>Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)</b>														
EUA	-702.6	-741.5	-63.0	-121.0	-192.2	-254.3	-316.4	-443.0	-510.9	-572.0	-696.7	-759.3	-63.7	-
Zona Euro	154.9	184.3	191.8	197.2	201.8	208.5	212.5	233.5	237.6	240.1	241.7	245.3	246.0	-
Japão	-11,645	-12,875	-355	-997	-1,023	-1,257	-1,456	-2,084	-2,421	-2,714	-2,907	-2,884	-2,869	119

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, 2012 e 2013.

**Cotações no Mercado Spot**

Data	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
01-fev-16	1.0884	131.99	0.7610	1.1096	121.27
02-fev-16	1.0919	131.84	0.7586	1.1147	120.74
03-fev-16	1.0933	130.58	0.7533	1.1115	119.44
04-fev-16	1.1206	131.49	0.7660	1.1169	117.34
05-fev-16	1.1202	130.71	0.7698	1.1101	116.68
08-fev-16	1.1101	129.11	0.7724	1.1051	116.30
10-fev-16	1.1257	129.42	0.7733	1.0960	114.97
11-fev-16	1.1347	127.30	0.7874	1.1027	112.19
12-fev-16	1.1275	127.07	0.7774	1.0989	112.70
15-fev-16	1.1180	127.60	0.7720	1.1009	114.13
16-fev-16	1.1166	127.02	0.7758	1.1018	113.76
17-fev-16	1.1136	127.10	0.7784	1.1034	114.13
18-fev-16	1.1084	126.17	0.7714	1.1028	113.83
19-fev-16	1.1096	125.40	0.7772	1.1017	113.01
22-fev-16	1.1026	124.85	0.7824	1.1008	113.23
23-fev-16	1.1002	123.12	0.7799	1.0921	111.91
24-fev-16	1.0981	122.86	0.7894	1.0914	111.88
25-fev-16	1.1027	124.01	0.7892	1.0935	112.46
26-fev-16	1.1006	124.42	0.7875	1.0929	113.05
29-fev-16	1.0888	123.14	0.7858	1.0914	113.10
<b>Var. Mês %</b>	0.04	-6.71	3.26	-1.64	-6.74
<b>Var. em 2016 %</b>	-0.09	-5.12	6.46	0.21	-5.03
<b>Média mensal</b>	1.11	127.26	0.78	1.10	114.81

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**

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

Fonte: BCE.

**Taxas de Juro Internacionais**

09.Mar.16

	<b>O/N</b>	<b>1 Mes</b>	<b>3 Meses</b>	<b>6 Meses</b>	<b>1 Ano</b>
<b>EUR</b>	-0.28%	-0.24%	-0.19%	-0.11%	-0.01%
<b>USD</b>	0.37%	0.43%	0.62%	0.86%	1.13%
<b>JPY</b>	0.01%	0.01%	0.04%	0.04%	0.12%
<b>GBP</b>	0.48%	0.51%	0.59%	0.74%	1.00%
<b>CHF</b>	-0.77%	-0.78%	-0.75%	-0.69%	-0.61%

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

## Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2015												2016		
	2013	2014	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai	
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo															
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	282,435	272,161	264,147	267,293	265,368	267,739	264,974	266,805	266,046	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros)	-4,560	7	-8,065	-321	-23	1,120	-1,633	504	3,109	-	-	-	-	-	-
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas															
Emissões brutas OT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>	6,530	0	0	1,965	0	2,992	1,386	1,230	0	3,966	-	-	-	-	-
Emissões brutas BT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>	0	1,115	806	2,032	1,190	1,634	1,400	1,647	998	1,936	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>2</sup>	-3,521	-1,140	-2,270	2,001	399	2,782	-2,934	1,077	386	-	-	-	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Empresas ( 10 <sup>6</sup> euros)															
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	45,021	34,680	33,058	32,096	31,957	32,068	32,368	32,549	33,830	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>	-109	270	82	-978	-120	112	288	159	1,306	-	-	-	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras ( 10 <sup>6</sup> euros)															
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	84,812	59,736	57,675	56,306	55,994	54,359	55,473	54,128	51,753	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>	-1,044	563	-161	-1,381	-153	-1,551	970	-1,305	-235	-	-	-	-	-	-
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 <sup>6</sup> euros)	113,343	109,957	116,776	118,562	118,961	121,753	118,747	119,857	119,879	122,377	-	-	-	-	-
BT's	19,046	16,242	13,202	13,302	13,701	13,493	14,893	15,001	15,023	13,596	-	-	-	-	-
OT's	92,708	92,400	102,424	104,164	104,164	107,164	102,759	103,865	103,865	107,790	-	-	-	-	-
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	-	-	-	-	-
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	1,538	1,264	1,099	1,045	1,045	1,045	1,044	940	940	940	-	-	-	-	-
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 <sup>6</sup> euros)	9,152	8,289	8,257	6,123	4,853	4,835	4,745	-	5,745	5,809	4,646	-	-	-	-
Valor de Obrig. na posse de não residentes <sup>4</sup>	63,450	77,005	77,414	-	-	81,697	-	-	78,237	-	-	-	-	-	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.8	0.8	0.7	-	-	0.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Transac. de Obrig. do Tesouro no MEDIP. <sup>5</sup> (média diária) (10 <sup>6</sup> euros)	28	126	284	220	255	507	394	401	141	-	-	-	-	-	-

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVLPI, 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)

## Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

09.Mar.16

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 <sup>6</sup> EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
<b>Obrig. do Tesouro</b>								
Ots 10 Anos 06	2016-10-15	4,127	0	8	4.200%	102.15	0.68	0.581%
Ots 10 Anos 07	2017-10-16	8,436	1	8	4.350%	106.39	1.64	0.343%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	8,524	2	4	4.450%	108.32	2.22	0.733%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,339	3	4	4.750%	110.98	3.06	1.289%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	4	4	4.800%	112.47	3.88	1.739%
Ots 15 Anos 05	2021-04-15	9,514	5	2	3.850%	108.77	4.59	2.021%
Ots 7 Anos 15	2022-10-17	3,000	6	8	2.200%	98.76	6.11	2.404%
Ots 15 Anos 08	2023-10-25	8,033	7	8	4.950%	115.34	6.44	2.695%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	8	0	5.650%	119.43	6.32	2.875%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	10,677	9	8	2.875%	99.13	8.27	2.920%
Ots 10 anos 16	2026-01-21	4,000	9	11	2.875%	97.46	8.53	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,376	14	0	3.875%	103.15	10.36	3.584%
Ots 30 Anos 06	2037-04-15	8,020.00	21	2	4.100%	102.69	13.66	3.910%
Ots 30 Anos 15	2045-02-15	2,500.00	29	0	4.100%	100.84	16.11	4.131%

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

## Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções

	09.03.2016	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52 semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EURO STOXX 50	3,037.4	4.3	-6.1	-8.1	12.3	2016-02-11	-21.7	2015-04-13	-17.0	13.4
DJ EURO STOXX	321.9	3.9	-4.5	-7.7	12.1	2016-02-11	-19.0	2015-04-13	-13.9	14.0
DJ EUROPE STOXX 50	2,860.3	3.1	-6.6	-8.6	10.8	2016-02-11	-21.3	2015-04-15	-16.9	14.7
DJ EUROPE STOXX	341.8	4.0	-4.5	-7.4	12.0	2016-02-11	-18.4	2015-04-15	-14.0	15.1
MSCI EUROPE	1,332.2	4.0	-1.6	-4.9	n.a.	2016-02-11	n.a.	2015-04-10	-11.1	n.a.
BBG US INTERNET	103.7	12.8	6.3	-8.5	17.4	2016-02-08	-10.9	2015-12-02	5.7	23.7
FTSE 100	6,199.4	5.0	1.0	-1.7	11.6	2016-02-11	-13.8	2015-04-27	-11.2	16.1
DAX	9,824.2	4.8	-3.8	-9.4	11.8	2016-02-11	-21.5	2015-04-10	-15.8	12.2
CAC 40	4,456.6	5.1	-3.0	-4.8	13.4	2016-02-11	-16.5	2015-04-27	-11.1	14.2
PSI-20	4,951.5	-0.1	-2.5	-7.7	10.1	2016-02-11	-22.8	2015-04-10	-13.8	11.1
IBEX 35	8,811.6	2.7	-11.0	-8.6	12.6	2016-02-11	-26.6	2015-04-13	-21.3	13.3
DOW JONES INDUST.	17,006.8	4.9	5.6	-2.4	10.6	2015-08-24	-7.3	2015-05-19	-4.8	15.5
S&P 500	2,000.0	6.4	4.1	-2.2	10.5	2016-02-11	-6.3	2015-05-20	-3.4	16.8
NASDAQ COMPOSITE INDEX	4,717.0	8.1	0.7	-5.8	12.0	2016-02-11	-9.8	2015-07-20	-4.3	19.9
S&P UTILITIES	466.3	7.0	7.8	0.6	14.0	2016-01-20	-5.5	2015-03-18	-3.6	15.7
S&P FINANCIALS INDEX	299.4	6.1	-1.6	-6.9	13.9	2016-02-11	-13.2	2015-07-23	-8.1	13.1
NIKKEI 225	16,911.3	0.5	-5.3	-11.2	13.8	2016-02-12	-19.3	2015-06-24	-10.9	17.5
BOVESPA	49,084.9	21.4	6.0	13.7	33.0	2016-01-20	-15.9	2015-05-06	-1.4	13.5
MSCI WORLD	1,222.3	3.8	0.9	-3.9	n.a.	2016-02-11	n.a.	2015-05-21	-8.1	n.a.

Fonte: Bloomberg.

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

	09.03.2016	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	329.7	1.7	-7.3	-6.5	9.8	2016-02-11	-18.8	2015-07-20	-12.1	19.5
DJ EUROPE BANK	155.4	4.1	-20.6	-16.6	17.1	2016-02-11	-33.0	2015-07-21	-26.9	9.9
DJ EUROPE TECHNLOGY	330.8	3.5	5.6	-7.4	16.0	2015-08-24	-13.1	2015-04-22	-7.7	17.9
DJ EUROPE INDUSTRIAL	418.4	6.4	-0.3	-3.1	15.1	2016-02-11	-16.0	2015-04-15	-12.2	16.1
DJ EUROPE INSURANCE	250.8	4.5	-3.8	-12.8	13.8	2016-02-11	-19.4	2015-04-14	-14.5	10.2
DJ EUROPE MEDIA	291.9	4.7	-1.8	-4.7	12.4	2016-02-09	-14.4	2015-04-14	-9.3	17.7
DJ EUROPE FINANCIAL	403.9	6.0	-4.5	-11.0	15.7	2016-02-11	-17.5	2015-07-20	-10.6	15.2
DJ EUROPE OIL&GAS	272.2	7.6	3.1	2.5	20.9	2016-01-21	-22.6	2015-04-28	-14.8	20.1
DJ EUROPE UTILITY	282.9	-2.5	-3.8	-8.0	5.2	2016-02-11	-18.3	2015-04-29	-13.6	14.0
DJ EUROPE AUTO	504.8	10.1	-3.8	-11.9	19.7	2016-02-11	-28.3	2015-03-17	-22.6	8.5
DJ EUROPE CONSTRUCT	378.4	5.2	-0.0	-3.6	15.0	2016-02-09	-10.1	2015-04-16	-5.0	17.1
DJ EUROPE HEALTHCARE	708.6	2.1	-9.3	-11.1	7.9	2016-02-09	-19.6	2015-04-15	-11.8	16.9
DJ EUROPE PR & HO GOODS	745.9	3.4	5.8	-1.5	13.5	2015-08-24	-9.0	2015-08-06	n.a.	n.a.
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	247.4	3.7	1.0	-7.8	11.8	2016-02-09	-9.8	2015-12-03	n.a.	n.a.
DJ EUROPE BAS.RESR	284.3	24.3	-4.3	15.6	47.9	2016-01-20	-35.1	2015-04-27	-31.7	27.9
DJ EUROPE FOOD&BEV	620.4	0.7	8.7	-4.1	16.4	2015-08-24	-9.3	2015-12-03	-4.4	21.9
DJ EUROPE CHEMICAL	759.8	3.8	-7.6	-8.5	9.8	2016-02-11	-24.4	2015-04-13	n.a.	n.a.
DJ EUROPE RETAIL	326.9	4.0	-3.4	-3.9	9.8	2016-02-11	-15.7	2015-04-15	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	117.7	14.3	0.6	-6.2	18.7	2016-02-11	-18.9	2015-03-23	-16.1	7.6
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	699.7	7.8	6.9	-3.0	14.3	2015-08-24	-6.9	2015-11-05	-1.1	16.2
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	608.2	9.2	4.1	-2.1	13.4	2016-02-08	-6.3	2015-11-04	1.9	17.9
S&P CONSUMER STAPLES	532.4	4.6	11.9	2.7	16.5	2015-08-24	-0.2	2016-03-04	6.4	21.3
S&P ENERGY	453.3	7.9	-2.3	1.1	20.5	2016-01-20	-25.8	2015-05-05	-19.1	58.6
S&P HEALTH CARE	777.7	4.5	-1.8	-6.7	7.2	2016-02-08	-13.0	2015-07-20	-5.7	15.2
S&P MATERIALS	272.6	6.4	3.7	-0.4	19.0	2016-01-20	-16.0	2015-05-08	-13.7	17.4
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	166.4	3.1	15.9	11.0	22.5	2015-08-24	-0.5	2016-03-03	7.7	13.6

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

	Peso	Preços						Variação				
		03.fev.16	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	31.dez.15	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
<b>CRB Futuros</b>												
Índice Global	100%	168.5	162.5	179.1	197.2	220.7	176.7	3.7%	-5.9%	-14.5%	-23.63%	-4.60%
<b>CRB Energia</b>												
Petróleo		36.3	47.9	47.9	46.1	49.6	47.9	-24.2%	-24.2%	-21.2%	-26.81%	-24.20%
Heating oil		117.5	150.4	150.4	159.6	186.9	150.4	-21.8%	-21.8%	-26.4%	-37.12%	-21.83%
Gas natural		1.7	2.3	2.3	2.7	2.8	2.3	-26.6%	-26.6%	-37.4%	-41.49%	-26.57%
<b>CRB Metais Preciosos</b>												
Ouro		1268.6	1157.8	1076.4	1120.9	1164.3	1060.2	9.6%	17.9%	13.2%	8.96%	19.66%
Platina		1006.7	903.7	863.2	992.4	1158.8	891.7	11.4%	16.6%	1.4%	-13.13%	12.90%
Prata		15.8	14.8	14.3	14.5	15.8	13.8	6.9%	10.4%	8.6%	0.07%	14.43%
<b>CRB Agrícola</b>												
Milho		357.8	379.0	379.0	349.5	379.3	379.0	-5.6%	-5.6%	2.4%	-5.67%	-5.61%
Sementes de soja		877.0	910.5	910.5	877.3	979.3	910.5	-3.7%	-3.7%	0.0%	-10.44%	-3.68%
Trigo		459.0	519.0	519.0	457.8	485.8	519.0	-11.6%	-11.6%	0.3%	-5.51%	-11.56%
<b>CRB Alimentares</b>												
Cacau		3001.0	3366.0	3366.0	3168.0	3023.0	3366.0	-10.8%	-10.8%	-5.3%	-0.73%	-10.84%
Café		118.8	114.3	114.3	115.9	136.5	114.3	4.0%	4.0%	2.5%	-12.97%	3.98%
Sumo de laranja		119.8	106.8	106.8	129.2	116.0	106.8	12.2%	12.2%	-7.3%	3.28%	12.17%
Açúcar		14.8	14.8	14.8	11.3	13.4	14.8	0.3%	0.3%	31.6%	10.34%	0.34%
<b>CRB Industriais</b>												
Cobre		228.0	231.9	231.9	232.0	262.9	231.9	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-13.29%	-1.70%
Algodão		58.9	61.6	61.6	63.1	63.0	61.6	-4.3%	-4.3%	-6.6%	-6.39%	-4.35%
<b>CRB Gado</b>												
Bovino		136.4	136.1	121.6	140.5	154.7	135.8	0.2%	12.1%	-2.9%	-11.83%	0.41%
Suíno		70.8	64.8	55.5	69.2	66.1	59.8	9.3%	27.6%	2.4%	7.07%	18.39%

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