

**DÍVIDA PÚBLICA & RESPONSABILIDADES CONTINGENTES - PORTUGAL DESTACA-SE PELA POSITIVA**

- Dado que este é um subconjunto de responsabilidades cujo tratamento poderá, eventualmente, vir a ser passível de alteração no âmbito do processo de revisão das regras contabilísticas relativas ao sector público aplicadas na União Europeia (designadamente, no contexto do EPSAS), incluímos a informação mais recente relativa a esta matéria, divulgada em Janeiro pelo Eurostat. Esta informação é providenciada pelos Estados Membros à Comissão Europeia no âmbito da implementação do novo modelo de governação económica, construído na sequência da crise das dívidas soberanas, designado Six-Pack, e da implementação do Semestre Europeu.
- No quadro seguinte incluem-se as responsabilidades contingentes sob a forma de **garantias prestadas pelo Estado, responsabilidades resultantes de operações fora do balanço relacionadas com parcerias público-privadas e responsabilidades de entidades controladas pelo Estado classificadas fora do perímetro da Administração Pública.**

Responsabilidades Contingentes da Administração Pública e crédito em incumprimento nos Estados Membros da EU - 2014 - em % do PIB							
	Garantias		PPP	NPL	EP's fora perímetro		
	2013	2014	2014	2014	Total	Financeiras	Não Financeiras
Bélgica	17.6	13.9	0.1	-	54.9	40.5	14.4
Bulgária	0.9	0.7	0.0	0.1	12.8	4.1	8.7
República Checa	0.5	0.6	0.0	1.3	12.0	-	12.0
Dinamarca	7.4	9.5	0.1	0.2	27.2	10.4	16.8
Alemanha	17.9	17.5	-	0.3	115.1	110.5	4.6
Estónia	1.9	1.7	0.2	0.0	8.9	-	8.9
Irlanda	66.1	31.2	1.2	5.6	64.5	54.5	10.0
Grécia	30.9	30.8	0.0	0.0	6.8	0.8	6.0
Espanha	20.9	18.7	0.3	0.2	12.5	8.9	3.5
França	4.5	5.4	0.0	-	57.9	39.6	18.3
Croácia	2.6	2.4	0.1	-	15.9	10.0	5.9
Itália	6.2	6.1	0.0	0.0	45.5	23.6	21.8
Chipre	14.5	15.9	4.9	-	-	-	-
Letónia	2.9	2.4	0.0	0.1	30.7	9.8	20.9
Lituânia	0.8	0.8	0.0	0.2	7.3	0.2	7.1
Luxemburgo	8.7	8.5	0.0	0.0	83.6	76.8	6.8
Hungria	8.4	7.7	2.2	0.1	14.7	5.7	9.0
Malta	16.5	15.9	0.1	0.0	31.2	4.4	26.8
Holanda	7.9	7.1	0.3	0.7	106.8	87.9	18.9
Áustria	38.9	33.8	0.1	0.1	36.2	21.8	14.4
Polónia	6.7	7.4	0.0	0.2	25.8	14.4	11.5
<b>Portugal</b>	<b>13.6</b>	<b>13.3</b>	<b>5.2</b>	<b>1.5</b>	<b>51.8</b>	<b>47.3</b>	<b>4.5</b>
Roménia	2.1	2.2	0.0	0.0	9.9	4.4	5.6
Eslovenia	13.4	14.5	0.0	9.3	93.3	69.6	23.7
Eslováquia	0.0	0.0	1.4	-	3.9	0.2	3.7
Finlândia	21.4	23.6	0.0	0.1	36.0	15.0	20.9
Suécia	12.1	11.6	0.0	0.8	34.5	16.3	18.2
Reino Unido	10.3	9.4	1.9	0.8	57.7	56.4	1.3

Fonte: Eurostat.

- As responsabilidades são contingentes na medida em que se podem materializar como responsabilidades efectivas do Estado em determinadas circunstâncias.

Alguns pontos a destacar:

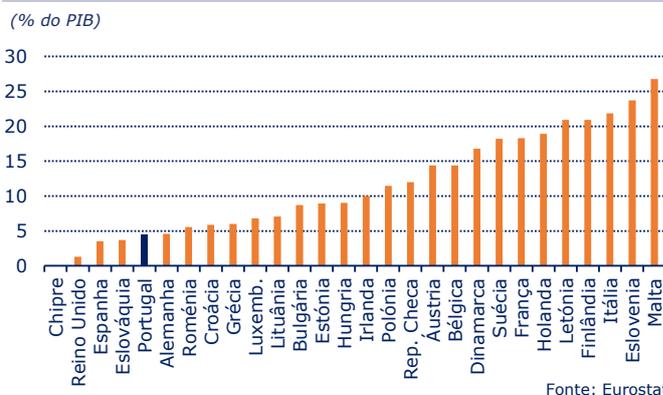
- **as garantias dificilmente serão consideradas como dívida pública pois tal seria duplicar os níveis de dívida, já afectos a outro sector; devem ser consideradas como informação adicional, no âmbito de uma análise de risco à situação financeira do sector público;**

TEMAS EM DESTAQUE

**DÍVIDA PÚBLICA & RESPONSABILIDADES CONTINGENTES - PORTUGAL DESTACA-SE PELA POSITIVA (cont.)**

• relativamente às responsabilidades de empresas não financeiras fora do perímetro, Portugal surge numa posição bastante favorável, pois estas representam menos de 5% do PIB, ao contrário de outros países como Itália, Holanda, França e Dinamarca onde ascendem a valores em torno de 20 p.p. do PIB. **O que significa que uma melhor avaliação destas responsabilidades poderá potencialmente traduzir-se em aumento do rácio da dívida pública em alguns países.** Em contrapartida, nos países que beneficiaram de assistência externa, esse trabalho de reavaliação já foi feito, justificando o bom posicionamento neste âmbito: a Irlanda é o pior classificado neste contexto, com as responsabilidades de entidades não financeiras fora do perímetro da AP a representar valores em torno de 10 p.p. do PIB.

**Responsab. de empresas fora do perímetro, não financ. (2014): Portugal destaca-se favoravelmente**



*Nota: as responsabilidades de EP's financeiras fora do perímetro, em Portugal, representam sobretudo as posições de depósitos/passivos do Novo Banco (desde 2014) e CGD.*

## PRINCIPAIS BANCOS CENTRAIS: PONTO DE SITUAÇÃO

### □ BCE: Detalhes do programa de compra de dívida diversa

Depois de em Março ter surpreendido o mercado com a redução das taxas de juro de referência e medidas não convencionais adicionais, em Abril o BCE revelou os detalhes do novo Programa de compra de dívida diversa, anunciado na anterior reunião de Política monetária e que se iniciará em Junho, cujos principais aspectos são:

- É elegível a dívida de todos os sectores de actividade, com excepção das instituições de crédito, cuja avaliação do risco por parte das agências de *rating* internacional se situe no nível inferior da denominada "classe de investimento", pelo menos numa dessas agências, ie BBB- ou equivalente;
- As compras serão realizadas por seis bancos centrais nacionais – Alemanha, França, Itália, Espanha, Bélgica e Finlândia – coordenados pelo BCE; cada um destes bancos centrais nacionais ficará responsável pelas compras numa determinada área da zona euro;
- O montante das compras não pode exceder 70% de cada emissão;
- O prazo dos títulos elegíveis varia entre os seis meses e os 30 anos;
- As compras podem ser efectuadas em mercado primário e secundário;
- O emitente deverá ser sediado na zona euro.

Em aberto ficou o montante das compras mensais que o BCE irá realizar de dívida diversa. Mas o programa surpreendeu positivamente, revelando-se bastante abrangente tanto ao nível dos montantes, como dos prazos, como do grau de elegibilidade.

Tendo presente que o BCE poderá encontrar algumas restrições em aumentar de forma significativa a quantidade de dívida pública que poderá comprar ao abrigo do programa<sup>1</sup>, **é possível que as compras mensais de dívida de empresas não financeiras represente uma fatia ainda significativa, do acréscimo do montante mensal das compras ao abrigo do programa de compra de activos: mais de 20 mil milhões de euros a partir de Abril. As estimativas apresentadas por algumas casas de *research* internacionais apresentam diferenças consideráveis, situando-se entre os 4 e os 15 mil milhões de euros mensais.**

Em Abril entrou em vigor o novo limite de compras ao abrigo do Programa de compra de activos de longo prazo, que em Março tinha sido aumentado de 60 para 80 mil milhões de euros, tendo o diferencial sido praticamente alocado à compra de títulos de dívida pública. Com efeito, em Abril o BCE comprou 85 mil milhões de euros de activos de longo prazo, sendo que 78.5 mme foram aplicados em títulos de dívida pública, 6.6 mme em *covered bonds* e apenas 0.01 mme em ABS's. Em Maio, é possível que se observe uma dinâmica idêntica, mas em Junho, com a entrada em vigor do Programa de compra de dívida diversa, o montante das compras de dívida pública deverá reduzir-se.

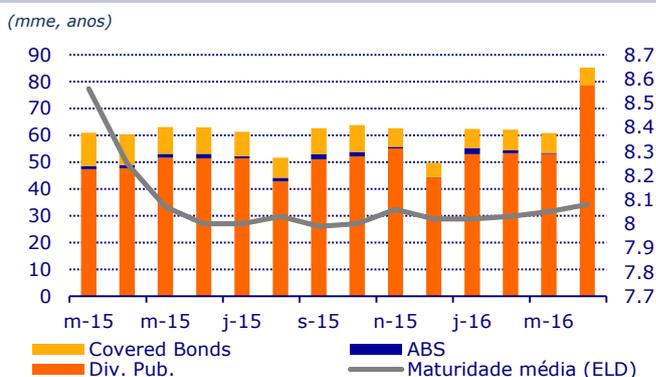
Para além do início das compras de dívida diversa, em Junho inicia-se também a nova série de quatro TLTRO's direccionadas para a dinamização do mercado de crédito, cuja principal característica reside no custo destas operações para os bancos: a taxa de juro das TLTRO's será igual à taxa refi, actualmente 0.0% mas poderá ser mais baixa, isto é negativa, caso o crédito concedido exceda o valor de referência para os empréstimos elegíveis (empréstimos a empresas não financeiras e a particulares que não crédito à habitação) da contraparte. Neste caso, o BCE irá "pagar" para que os bancos concedam crédito à economia; a taxa negativa pode chegar aos -0.4%, actual nível da taxa marginal dos depósitos. O BCE irá realizar 4 operações de cedência de liquidez, a primeira das quais em Junho deste ano e a última em Março de 2017.

### Estimativas para a dívida elegível e compras de dívida pública pelo BCE

País	Compras BCE	Emissões brutas	Amortizações	Emissões líquidas
Alemanha	111.1	159.0	168.2	-9.2
França	94.3	187.0	144.3	42.7
Itália	90.2	270.0	164.1	105.9
Espanha	63.8	140.0	90.0	50.0
Holanda	25.2	48.0	45.4	2.6
Bélgica	18.1	33.0	31.0	2.0
Áustria	14.5	17.0	16.1	0.9
Portugal	13.0	13.0	6.4	6.6
Finlândia	9.0	12.0	5.4	6.6
Irlanda	8.3	14.0	5.0	9.0
Outros	32.8	7.0	5.0	2.0
<b>Total</b>	<b>480.3</b>	<b>900.0</b>	<b>680.9</b>	<b>219.1</b>

Fonte: Bloomberg.

### BCE: compras mensais activos de longo prazo



<sup>1</sup> O cumprimento das estimativas apresentadas pela Bloomberg para o montante das compras de dívida pública pelo BCE – calculadas com base na "key capital" de cada um dos países no BCE - poderá implicar que alguns dos actuais detentores de dívida pública estejam na disposição de vender os títulos em carteira ao BCE, o que pode não acontecer na medida em que alguns dos detentores de dívida pública (seguradoras, fundos de pensões, por exemplo) têm que obedecer a determinados critérios de regulação e liquidez que os obrigam a deter uma determinada percentagem destes activos.

## TEMAS EM DESTAQUE

## PRINCIPAIS BANCOS CENTRAIS: PONTO DE SITUAÇÃO (cont.)

Na medida em que alguns dos instrumentos de política monetária só entrarão em vigor em Junho, **atribuímos uma considerável probabilidade a que o BCE não introduza no curto prazo alterações à sua política monetária**, optando por esperar qual será o comportamento futuro da inflação, que surpreendeu desfavoravelmente em Abril, e se o crescimento na zona euro, que surpreendeu positivamente no primeiro trimestre, é sustentável. **Todavia, a existência de algum sinal de enfraquecimento da actividade ou de agravamento de riscos deflacionistas, levará a autoridade monetária a acomodar ainda mais a sua política monetária**, nomeadamente através da redução das taxas de juro de referência que actualmente se encontram em 0.0% (taxa principal de refinanciamento), -0.4% (taxa da facilidade permanente de depósito) e 0.25% (taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez). Mas **mais tarde será necessário dar pistas adicionais relativamente ao que o BCE fará depois de Março de 2017**: continuar ou prolongar o programa, reduzir gradualmente ou abruptamente? A última hipótese parece improvável.

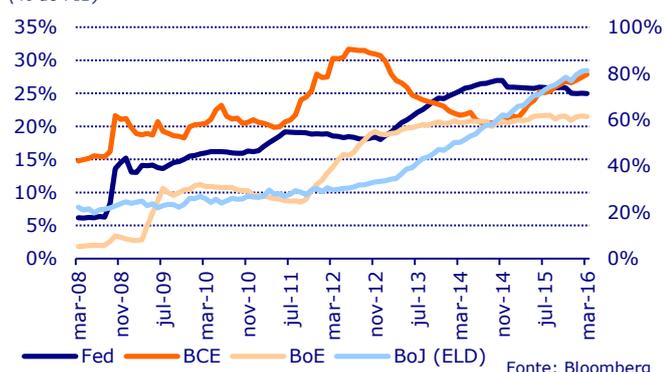
□ **Reserva Federal e Banco do Japão: à espera de novos dados**

**Nas reuniões de Abril, a Reserva Federal e o Banco do Japão mantiveram inalteradas as suas políticas monetárias. No primeiro caso, em linha com o esperado, mas no segundo decepcionando alguns dos participantes no mercado que antecipavam reforço de algumas medidas expansionistas, com destaque para a redução para terreno ainda mais negativo da taxa de juro dos depósitos.**

Começando pela Reserva Federal norte-americana, as declarações que se seguiram à realização da reunião de política monetária podem ser consideradas como mais agressivas do que o esperado na medida em que foi abandonada a referência de que a situação económica e financeira global coloca riscos à actividade tanto a nível global como nos EUA, passando apenas a haver uma menção de que os riscos globais continuam a ser acompanhados. Contudo, o comunicado final não foi claro quanto ao andamento das taxas de juro directoras, ainda que tenha mantido em aberto a possibilidade de subida na reunião de Junho. Da nossa leitura do comunicado salientamos que a Reserva Federal continua confortável quanto ao andamento do mercado de trabalho, mas avalia com cautela o avanço de alguns indicadores económicos que indicam abrandamento da actividade. Com efeito este abrandamento foi notório na evolução do PIB no primeiro trimestre que apenas cresceu 0.5% (anualizados) em cadeia, o ritmo mais fraco desde o primeiro trimestre de 2014, traduzindo um crescimento mais moderado do consumo privado, apesar do rendimento das famílias ter evoluído positivamente nos primeiros três meses do ano, e os efeitos da queda do investimento no sector energético na sequência do enfraquecimento do preço do petróleo desde meados de 2014. Relativamente ao comportamento da inflação foi deixada cair a referência ao movimento de subida observado nos primeiros meses do ano, possivelmente reflectindo um ligeiro retrocesso na inflação subjacente em Março, e foi reafirmada a perspectiva de que o ritmo de crescimento dos preços no consumidor manter-se-á abaixo de 2% no médio prazo. No capítulo da inflação chama-se a atenção para o facto de os indicadores que avaliam as expectativas inflacionistas terem melhorado ligeiramente em Abril, muito provavelmente reflectindo o movimento de correcção do preço do petróleo durante aquele mês. A consolidação desta tendência poderá traduzir-se em comportamentos mais positivos da inflação, reduzindo as preocupações da Reserva Federal neste campo. Por fim, a Reserva Federal referiu que na determinação do momento e da dimensão do ajustamento da política monetária está dependente da evolução da informação económica entretanto divulgada e do comportamento dos indicadores avançados, com especial enfoque no comportamento da inflação e do mercado de trabalho, considerando que o gradual ajustamento da orientação da política monetária permitirá que a economia continue a expandir de forma moderada e que o mercado de trabalho se fortaleça. Desta forma mantém-se em aberto a possibilidade de subida da taxa dos *fed-funds* na reunião de 14-15 de Junho, mas talvez se atribua maior probabilidade a que o movimento ocorra na reunião de 26-27 de Julho.

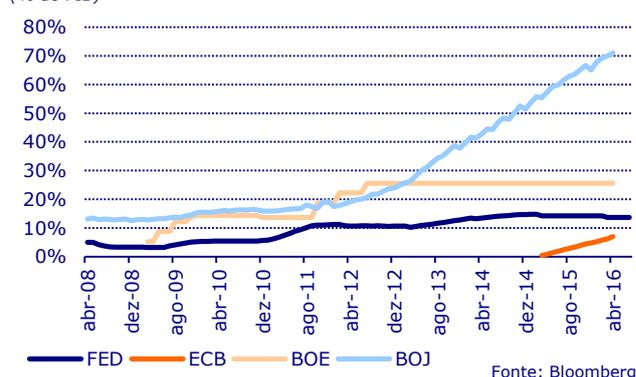
## Activos dos bancos centrais

(% do PIB)



## Dívida pública nos balancos dos bancos centrais

(% do PIB)



**PRINCIPAIS BANCOS CENTRAIS: PONTO DE SITUAÇÃO (cont.)**

Por seu turno, o resultado final da reunião de política monetária do Banco do Japão surpreendeu, na medida em que esta autoridade monetária decidiu manter inalteradas as principais medidas, introduzindo apenas uma linha de financiamento a custo zero para apoio à reconstrução das zonas afectadas pelo terramoto de Kumanto. A decisão deste banco central relacionar-se-á com a publicação de alguns indicadores mais positivos do que o esperado, evitando que entre os participantes no mercado aumente a especulação quanto à possibilidade de o Banco do Japão estar próximo de esgotar a eficácia das medidas de política monetária adoptadas. Adicionalmente, a não redução, como esperado pelo mercado, da taxa de juro das reservas, permitirá ao banco central avaliar de forma mais correcta os efeitos da colocação desse instrumento em terreno negativo. A decisão em manter inalterada a política monetária foi praticamente unanime, havendo apenas um voto contra, por considerar que a taxa de juros de remuneração das reservas junto do banco central prejudica o funcionamento dos mercados financeiros, considerando mais adequado o seu aumento para 0.1%. Relembramos que em Janeiro, o Banco do Japão surpreendeu o mercado, introduzindo o conceito de taxas de juro negativas. Com efeito, esta autoridade monetária reduziu para -0.1% a taxa de juro sobre os depósitos, com o objectivo de estimular o crescimento e combater a deflação num contexto de maior incerteza. E, posteriormente, em Março, anunciou o aumento dos montantes das compras de activos financeiros, reafirmando que os níveis das taxas de juro permanecerão em terreno negativo até que o objectivo de reinflacionar a economia – colocando o ritmo de crescimento dos preços em torno de 2.0% - seja cumprido. A percepção de que o ritmo de expansão dos preços estava a abrandar traduziu-se em expectativas de que a autoridade monetária optasse por reduzir novamente a taxa de juros das reservas, o que não aconteceu, apesar da revisão em baixa das previsões para o comportamento da inflação em 2016 e 2017. Com efeito, o Banco do Japão espera agora que a inflação subjacente se situe em 0.5% em 2015, menos 0.3 pontos percentuais do que o antecipado em Janeiro, e que em 2017 acelere para 1.7%, menos 0.1 pontos percentuais do que antes.

## TEMAS EM DESTAQUE

**PETRÓLEO - NÃO HOUVE ACORDO NA REUNIÃO DE DOHA, MAS OS PREÇOS CONTINUAM A RECUPERAR**

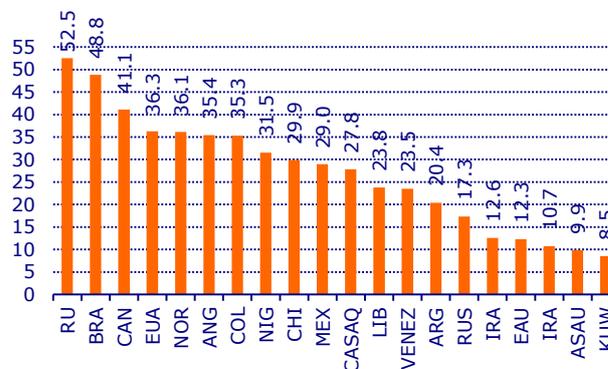
□ Ao longo das últimas semanas, o preço do petróleo tinha vindo a recuperar dos valores mínimos observados no início de 2016, reflectindo, em parte, a expectativa de um resultado favorável na reunião de Doha, que teve lugar no passado dia 17 de Abril. O objectivo desta reunião, que contou com a presença de países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e outros produtores não pertencentes ao cartel, era o de limitar a produção petrolífera e, desta forma, fazer com que os preços da matéria-prima recuperassem para níveis superiores. Face ao insucesso do encontro, o preço do petróleo chegou a cair 5%, reflectindo a expectativa de manutenção de um excesso de oferta no mercado, recuperando depois ao longo da semana. Uma das causas para a falta de acordo desta reunião terá sido a ausência do Irão (que tem vindo a aumentar a sua produção desde que foram levantadas as sanções aplicadas pelo Ocidente) e a vontade da Arábia Saudita de que todos os países pertencentes à OPEP estivessem presentes. Mas, apesar da falta de acordo, os preços estão aparentemente suportados, podendo sugerir um contexto de mercado tendencialmente mais positivo. Para tal contribuirá certamente o encerramento de mais de 100 plataformas petrolíferas nos EUA, nos primeiros três meses de 2016.

□ Desde meados de 2014 que o preço do petróleo tem vindo a cair, atingindo, no início deste ano, mínimos que não se verificavam desde 2003. Esta situação tem colocado problemas nos países exportadores da matéria-prima e fortemente dependentes das receitas fiscais e de exportação provenientes do sector petrolífero, o que os torna vulneráveis a choques petrolíferos semelhantes ao actual. A manutenção dos baixos preços tem levado a consecutivas revisões em baixa do crescimento económico dos países exportadores de petróleo, feitas por vários organismos internacionais. **Os problemas financeiros são ainda mais significativos no caso de países cujo custo de produção por barril de petróleo é mais elevado.** Nesta linha, verifica-se que os países do Médio Oriente beneficiam de despesas operacionais e de capital mais baixas, o que lhes permite cobrar um preço mais reduzido. O Kuwait e a Arábia Saudita registam os custos mais reduzidos, respectivamente de USD 9.9 e USD 8.5 (de acordo com a informação divulgada pela Rystad Energy). Esta estrutura de custos permitiu à Arábia Saudita tomar uma posição mais dura relativamente à produção da OPEP, afectando de forma negativa algumas economias, como a angolana. O objectivo por detrás da manutenção da produção da OPEP seria o de colocar o preço do petróleo em níveis reduzidos, tornando inviável a produção petrolífera através de outros mecanismos, nomeadamente o *shale oil* nos EUA.

□ Desde meados de Fevereiro deste ano que as cotações do Brent evidenciavam recuperação, tendo por base a expectativa de um acordo entre os principais produtores do petróleo em congelar a produção petrolífera e, desta forma, reduzir a oferta no mercado e elevar os preços. A falta de acordo já levou a Arábia Saudita e a Rússia a ameaçar inundar o mercado com mais petróleo, o que poderá colocar pressão sobre os preços. De facto, a Rússia tem surpreendido constantemente o mercado com aumentos da produção, tendo em conta que incrementou do mínimo de 6 milhões de barris diários (mbd) na viragem do milénio para quase 11 mbd em 2015. Recentemente, o país afirmou que a produção poderia atingir os 12/13 mbd. Do lado da Arábia Saudita é conhecido que existe capacidade de produção para aumentar dos actuais cerca de 10 mbd para 12 mbd, um nível nunca testado. A estes dois países junta-se o Irão, que tem reafirmado a sua intenção em aumentar a produção petrolífera e, assim, recuperar a sua quota de mercado, perdida aquando a aplicação de sanções por parte do Ocidente. **No entanto, a ameaça da Arábia Saudita e da Rússia não está a ser vista como credível pelos investidores, já que as duas economias estão a sofrer as consequências dos baixos preços do petróleo.** A Arábia Saudita irá levar a cabo uma emissão internacional de dívida, num montante de USD 10 mil milhões, o que já não acontecia há 25 anos. A Rússia, com um custo de produção superior ao da Arábia Saudita, enfrenta desafios maiores, o que já obrigou a cortes na despesa pública. O Irão, por seu lado, sofre de grandes deficiências ao nível das infra-estruturas, sendo que metade da produção de petróleo do país provém de poços que precisam urgentemente de reabilitação e de novas tecnologias, o que coloca algumas dúvidas quanto à sua capacidade em sustentar um nível de produção e exportação elevado.

**Custo de produção por barril de petróleo**

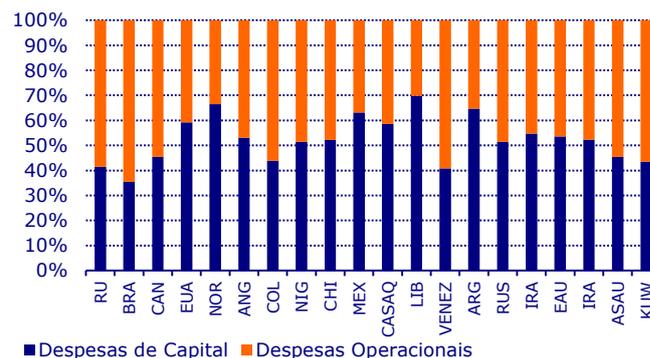
(USD por barril)



Fonte: Rystad Energy

**Custo de produção por barril de petróleo (despesas de capital e operacionais)**

(% do total do custo)



Fonte: Rystad Energy

**PETRÓLEO - NÃO HOUE ACORDO NA REUNIÃO DE DOHA, MAS OS PREÇOS CONTINUAM A RECUP. (cont.)**

□ De acordo com a *International Energy Agency (IEA)*, o crescimento da procura mundial de petróleo deverá atenuar para 1.2 mbd em 2016, inferior à expansão observada no ano transacto (1.8 mbd). Esta desaceleração deverá ter origem na China, EUA e grande parte da Europa. A agência informa ainda que os dados relativos aos primeiros três meses de 2016 revelam já essa tendência. A oferta mundial de petróleo também caiu em 0.3 mbd em Março, para um total de 96.1 mbd. A IEA espera que a oferta dos países não pertencentes à OPEP se fixe em 57 mbd em 2016, menos 710 mil barris diários do que a média registada em 2015. A produção petrolífera do cartel caiu em 90 mil barris diários para 32.47 mbd no mês anterior, sendo que a queda observada na Nigéria, Emirados Árabes Unidos e Iraque mais do que compensou o aumento observado no Irão e Angola.

□ A queda dos preços do petróleo tem reduzido o investimento na produção da matéria-prima. De acordo com a IEA, a redução do investimento nesta indústria aproxima-se de 40% nos dois últimos anos, registando-se quedas significativas nos EUA, Canadá, América Latina e Rússia. De acordo com a Agência Internacional de Energia, o reequilíbrio do mercado petrolífero deverá acontecer no próximo ano, na ausência de eventos económicos adversos. Ao mesmo tempo, a Rystad Energy estima que o investimento mundial na produção petrolífera caia 12% este ano para USD 522 mil milhões, depois de uma queda de 22% no ano transacto. Estes cortes na produção poderão permitir uma recuperação gradual dos preços do petróleo nos próximos anos, impulsionados ainda pelos menores receios quanto à desaceleração da economia chinesa e maior confiança dos investidores.

**Média Móvel 4 semanas das Importações Líq. de petróleo e outros produtos petrolíferos (EUA)**

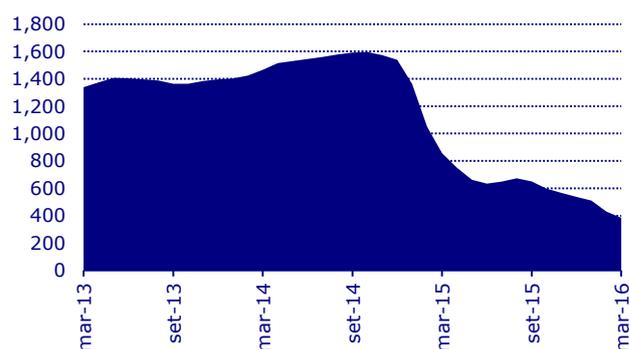
(1,000 barris diários USD)



Fonte: EIA

**Quantidade de plataformas petrolíferas de petróleo bruto em operação nos EUA**

(nº de plataformas)



Fonte: EIA

## TEMAS EM DESTAQUE

**FMI MAIS CAUTELOSO QUANTO AO ANDAMENTO ECONÓMICO**

□ No seu relatório da Primavera, o Fundo Monetário Internacional (FMI) lançou novas projecções macroeconómicas tendo, em geral, revisto em baixa as taxas de crescimento para os diferentes blocos económicos e países. Para a economia mundial, esta organização prevê uma taxa de crescimento de 3.2% em 2016 e de 3.5% em 2017 (depois de 3.1% em 2015), correspondendo a uma revisão de -0.2% e de -0.1%, respectivamente. Quanto ao grupo das economias avançadas, deverão crescer no mesmo período, 1.9% e 2.0%, respectivamente. Já nas economias emergentes, as previsões apontam para 4.1% e 4.6% (em ambos os blocos a revisão foi igualmente de -0.2% e de -0.1%). A China, depois de ter crescido 6.9% em 2015, deverá ter taxas de 6.5% e de 6.2% em 2016 e 2017, respectivamente. Segundo o FMI, nas economias avançadas as perspectivas são de um retrocesso do crescimento e da confiança devido ao elevado grau de incerteza, para o qual contribuíram as perturbações nos mercados mundiais de activos. Nos mercados emergentes, os riscos surgem via queda dos preços das *commodities*, especialmente o crude. A China tem igualmente imprimido alguma incerteza acerca da actual transição entre modelos de crescimento. Em todo este contexto, surgem condições de financiamento mais restritas, menor investimento e comércio e redução do apetite por risco. O FMI propõe uma combinação mais equilibrada de políticas, com vista a melhorar o crescimento e a inflação e assegurar a estabilidade financeira.

□ De facto, é previsível que maiores desequilíbrios macroeconómicos ocorram entre países e/ou blocos económicos, reflexo dos seguintes movimentos: menor crescimento e maior reequilíbrio da actividade económica chinesa; mais declínios dos preços das matérias-primas, especialmente do petróleo; relativo abrandamento do investimento e do comércio; igualmente, declínio dos fluxos de capitais para as economias emergentes e países em vias de desenvolvimento; algum grau de incerteza, que inclui possíveis tensões geoestratégicas.

□ Segundo o FMI, as economias emergentes e em vias de desenvolvimento ainda representam a maior parte do crescimento mundial em 2016, embora esteja projectada uma taxa de crescimento ligeiramente superior à verificada em 2015 (contudo, o actual nível de crescimento está 2% abaixo do valor médio da última década). Estão a penalizar o crescimento destes países: a queda de receitas provenientes da exportação de matérias-primas (a maior parte destes países está fortemente dependente da venda destes produtos – desde petróleo a produtos agrícolas); em contrapartida, os emergentes importadores de petróleo beneficiam de preços mais baixos (termos de troca mais vantajosos), mas enfrentam uma menor procura global e condições de financiamento mais gravosas (activos em desvalorização, moedas mais fracas e *spreads* de taxas de juro mais altos); o crescimento moderado na China, em resultado de menor produção e de menor investimento. Entretanto, a contida aceleração do crescimento nas economias avançadas tem sido suportada pelos baixos preços da energia, por políticas monetárias acomodaticias, não obstante os EUA terem iniciado o processo de normalização das taxas de juro (mas já se concluiu que o processo será muito gradual).

□ Para 2017, aguarda-se uma melhoria mais expressiva do crescimento, que deverá reflectir uma *performance* mais forte das economias emergentes. O FMI espera que países que enfrentaram condições macroeconómicas severas, como o Brasil, a Rússia, alguns países da América Latina e do Médio Oriente, voltem a uma situação mais confortável que permita o regresso ao crescimento. Está assim previsto que estes desenvolvimentos mais do que compensem o continuado processo de abrandamento da economia chinesa. Entre as economias avançadas, o crescimento deverá continuar a ser marginal. E, no Japão, espera-se uma contracção, se for introduzida a anunciada taxa sobre o consumo (tem sido adiada).

□ No futuro, o FMI espera a consolidação do crescimento, tanto nas economias avançadas como nas emergentes, assumindo que: irá ocorrer a gradual normalização das condições em inúmeros países que passaram por situações de *stress* económico e financeiro; sucesso na mudança de modelo económico na China, embora o padrão das taxas de crescimento seja inferior ao registado no ciclo anterior, permanecendo, ainda assim, alto; melhoria da actividade exportadora de *commodities*. Assume-se que tanto China como Índia irão crescer a taxas elevadas, tendo um contributo significativo para o crescimento global.

□ Para os EUA, os dados já conhecidos do crescimento no 4ºT2015 e 1ºT2016 reforçam a tendência de abrandamento do crescimento. As taxas anualizadas e ajustadas sazonalmente foram, respectivamente, de 1.4% e de 0.5%. Este comportamento reflecte o abrandamento do ritmo de expansão do consumo privado, que nos três primeiros meses do ano avançou 1.9%, menos 0.5 pontos percentuais do que no trimestre anterior, mas também a queda do investimento, em grande parte explicada pela forte contracção das despesas de capital no sector energético, reflexo do comportamento do preço do petróleo. O

FMI - Evolução do crescimento

	2015	2016 P	2017 P
<b>Mundo</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.5</b>
<b>Econ. avançadas</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>
EUA	2.4	2.4	2.5
Zona Euro	1.6	1.5	1.6
Alemanha	1.5	1.5	1.6
França	1.1	1.1	1.3
Itália	0.8	1.0	1.1
Espanha	3.2	2.6	2.3
Japão	0.5	0.5	-0.1
Reino Unido	2.2	1.9	2.2
<b>Econ. emergentes</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>	<b>4.6</b>
Rússia	-3.7	-1.8	0.8
China	6.9	6.5	6.2
Brasil	-3.8	-3.8	0.0

**FMI MAIS CAUTELOSO QUANTO AO ANDAMENTO ECONÓMICO (cont.)**

investimento não residencial caiu 10.7% e em equipamentos contraiu 8.6%. Adicionalmente, a procura externa também contribuiu desfavoravelmente para o crescimento no 1ºT2016, retirando 0.34 pontos percentuais ao crescimento do PIB. O ritmo de crescimento no 1ºT2016 foi o mais baixo desde o 1ºT2014, mas o comportamento dos inventários, que caíram nos três primeiros meses do ano, e a permanência de sinais de robustez no mercado de trabalho e imobiliário, sugerem que o comportamento da economia poderá ser mais forte no segundo trimestre do ano. De facto, apesar dos sinais de menor crescimento, o FMI reconhece que o crescimento do emprego tem sido bastante forte, tendo a taxa de desemprego vindo abaixo do valor psicológico dos 5%. Depois de um crescimento de 2.4% em 2015, o FMI acredita que a taxa se mantenha em 2.4% em 2016 e que registe um pequeno aumento para 2.5% em 2017 (mais uma vez a correcção padrão das previsões anteriores em -0.2% para 2016 e de -0.1% para 2017).

□ Segundo dados do Eurostat, a Zona Euro cresceu 1.6% no primeiro trimestre do ano, face ao período homólogo de 2015, mantendo o nível de crescimento do trimestre anterior. Em cadeia, o PIB aumentou 0.6% entre Janeiro e Março, que compara com os 0.3% verificados no quarto trimestre do ano passado. Este nível de crescimento de 0.6% foi o mais rápido desde o primeiro trimestre do ano passado e demonstra alguma reacção da actividade económica aos estímulos monetários que estão a decorrer ao longo dos últimos meses. Confirma, igualmente, que existe um maior impulso da procura doméstica, que anula o enfraquecimento do consumo externo, em linha com a análise efectuada pelo FMI. Para a Zona Euro foram anunciadas previsões de 1.5% para 2016 e de 1.6% para 2017 (1.6% em 2015). Também foi efectuada uma revisão em baixa de 0.2% em 2016 e de 0.1% em 2017.

□ A Alemanha irá crescer 1.5% em 2016 e 1.6% em 2017, enquanto a França, para o mesmo período, tem previstas taxas de 1.1% e de 1.3%, respectivamente. De acordo com o FMI, a Espanha poderá vir a reforçar o seu crescimento tendo, para já, previstos valores de 2.6% em 2016 e 2.3% em 2017 (+3.2% em 2015). Portugal, por seu turno, depois de uma taxa de crescimento de 1.5% em 2015, tem previstas taxas de 1.4% e de 1.3% para 2016 e 2017, respectivamente.

