

Análise Mensal

06 de Junho de 2016

Mercados Financeiros

EXPECTATIVA E VOLATILIDADE

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

- ▶ A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) admite que o PIB mundial possa expandir apenas cerca de 3% em 2016, o mesmo que em 2015, e 3.3% em 2017, considerando que o mundo está prisioneiro de uma armadilha de baixo crescimento que exige a utilização alargada de instrumentos de política fiscal, monetária e de reforma das economias. Nas economias desenvolvidas, o crescimento manter-se-á frágil, com os EUA a crescerem apenas 1.8% em 2016, acelerando para 2.2% em 2017. Paralelamente, as economias emergentes apresentam uma tendência de menor crescimento, destacando-se o caso da China que deverá avançar apenas 6.5% em 2016 e 6.2% em 2017. Neste cenário, a OCDE refere que a política monetária por si só não será capaz de impulsionar o crescimento, pelo que será necessário que os países com espaço para tal implementem políticas fiscais expansionistas através do aumento do investimento público.
- ▶ O aparente arrefecimento do mercado de trabalho dos EUA em Maio veio temperar as expectativas e reflectiu-se no enfraquecimento do dólar, no início de Junho, tendo o EUR/USD regressado à fasquia de 1.13 (antes aproximara-se de 1.08). Apesar deste movimento, acreditamos que a Reserva Federal tentará, a todo o custo, recolocar as expectativas do mercado no cenário de (pelo menos) um aumento dos juros até final do ano, sobretudo se o referendo no Reino Unido for ultrapassado sem percalços. Neste contexto, continuamos a admitir que a moeda norte-americana permanecerá suportada pelo diferencial favorável dos juros e expectativa do seu alargamento a prazo.
- ▶ Nos próximos meses, o Banco Central Europeu permanecerá focado na implementação da nova fase do seu programa de política monetária, não sendo expectável a introdução de alterações adicionais tão cedo. Recordamos que em Junho terão início as primeiras compras de obrigações de empresas, mas os impactos já se têm feito sentir no estreitamento de *spreads* em mercado secundário e respectiva diminuição do custo de financiamento para empresas. Ocorrerá também o primeiro leilão da segunda fase de TLTRO's – operações de cedência de liquidez direccionadas por prazo alargado (4 anos), as quais pretendem estimular a concessão de crédito a empresas não financeiras e a particulares (com excepção de crédito à habitação). Atendendo aos contornos destes instrumentos, existe uma expectativa favorável relativamente ao seu resultado potencial, embora os habituais condicionantes permaneçam presentes, designadamente alguns constrangimentos nos balanços das famílias e empresas (endividamento excessivo em alguns casos, poupança muito baixa), pouca apetência pela realização de investimentos e pela procura de financiamento.
- ▶ Os preços dos títulos de dívida pública nos mercados de referência continuam próximos de máximos históricos, o que se traduz em taxas de rentabilidade muito reduzidas. Nos EUA, o UST a 10 anos situa-se em torno de 1.8%, pouco acima do mínimo histórico observado em Fevereiro deste ano (1.6%). Na zona euro, o *benchmark* alemão com igual maturidade situa-se em torno de 0.1%, não muito longe do mínimo de 0.08% observado em Abril de 2015. Os factores que justificam este comportamento continuam a ser políticas monetárias expansionistas, ausência de pressões inflacionistas e também riscos de ordem política que se traduzem em maior procura de títulos com melhor qualidade de risco. A diluição dos riscos políticos poderá reflectir-se em menor apetência pela busca de qualidade, mas os outros factores continuarão a limitar o movimento de inversão das *yields* nos principais mercados.
- ▶ Nos mercados de maior risco implícito, as acções prosseguem um movimento de correcção, depois dos máximos alcançados pelos índices norte-americanos, num processo que contagia a Europa. Na ausência de fortes convicções relativamente à melhoria dos fundamentos económicos, estes mercados tenderão a registar uma volatilidade acrescida e possíveis correcções face à proximidade de factores políticos relevantes.
- ▶ Entre os vários temas que analisamos nesta publicação, destacamos uma reflexão relativamente ao potencial impacto em Portugal decorrente do programa de compra de obrigações de dívida diversa pelo BCE; uma breve análise sob as exportações portuguesas no primeiro trimestre do ano; uma nota relativa ao terceiro programa de intervenção externa da República Helénica, com referência à análise de sustentabilidade de dívida realizada pelo FMI; finalmente, uma análise ao mercado de trabalho na Alemanha *versus* andamento do consumo privado: apesar de um mercado de trabalho sem folga (salários crescem acima de 3%), o consumo teima em manter-se contido, reflectindo uma taxa de poupança das famílias superior a 16% do rendimento disponível (cerca de 4% em Portugal).

EXPECTATIVA E VOLATILIDADE

O referendo à possibilidade de saída do Reino Unido da União Europeia, as eleições em Espanha e ainda a reunião da Reserva Federal, em meados de Junho, condicionarão o sentimento de mercado ao longo do próximo mês, podendo gerar volatilidade e reforçar alguns movimentos de refúgio. Mas a possibilidade de Brexit constitui, sem dúvida, o elemento potencialmente mais perturbador dada a incerteza implícita no processo, o empate visível nas sondagens, e o impacto negativo imediato, caso a opção de saída seja a escolhida, relativamente à apreciação de todo o projecto europeu. Entretanto, nos EUA, o teor do relatório do mercado de trabalho relativo a Maio, dadas as informações mistas que contém, veio de novo lançar dúvidas acerca da robustez da retoma, contribuindo para o adiar da decisão de mais um aumento das taxas de juro directoras da Reserva Federal. Setembro surge agora como a data mais provável para o próximo movimento dos juros, embora Julho mantenha ainda algumas probabilidades. Finalmente, a revisão de cenários pela OCDE veio recordar que, para reanimar de forma sustentada a actividade económica, são necessários mais esforços reformistas e a ajuda da política orçamental via investimento público.

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 www.bancobpi.pt www.bpiinvestimentos.pt/Research

ÍNDICE

	Pág.
Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	04
Principais Recomendações e Factores de Risco	05
TEMAS EM DESTAQUE	
A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO	07
ALEMANHA - MERCADO DE TRABALHO	13
EUA - A CRIAÇÃO DE EMPREGO ESTÁ NO LIMITE?	17
ECONOMIAS	
GLOBAL - CRESCIMENTO PRISIONEIRO DE DESEQUILÍBRIOS	19
ZONA EURO – ACTIVIDADE ECONÓMICA MANTÉM DINÂMICA	20
PORTUGAL – LUGAR PARA ALGUM OPTIMISMO, EMBORA COM CAUTEL	21
ESPAÑA - CRESCIMENTO SUPORTADO	24
ANGOLA – PREÇOS MAIS ALTOS DO PETRÓLEO ESTANCAM QUEDA DE RECEITAS PETROLÍFERAS	25
MOÇAMBIQUE – CONTEXTO POLÍTICO E ECONÓMICO DESAFIANTE	26
ÁFRICA DO SUL – CRESCIMENTO ECONÓMICO DEVERÁ DESACELERAR	27
MERCADOS	
MERCADO CAMBIAL	
A FED, O BREXIT, O BOJ E UMA PITADA DE INCERTEZA	29
FED PÕE À PROVA VULNERABILIDADE DAS MOEDAS	30
MERCADO MONETÁRIO	
FED POSICIONA-SE PARA AUMENTAR TAXAS BREVEMENTE	31
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA	
SEM TRACÇÃO	32
MERCADOS ACCIONISTAS	
JUNHO SERÁ MERCADO POR VÁRIOS EVENTOS DE RISCO	33
MERCADOS DE COMMODITIES	
BRENT, DE \$27 A \$50 EM 4 MESES	34
PREVISÕES	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas BPI - EUA&UEM	
Previsões Económicas BPI - Portugal	35
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	36
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	37
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e <i>Spreads</i> dos Mercados Emergentes	38
OPINIÃO	
IMPACTO DAS NOVAS MEDIDAS DO BCE NO MERCADO PORTUGUÊS	39
PORTUGAL – AS EXPORTAÇÕES NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2016	43
BASES DE DADOS	51

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
Global	<p>. A OCDE estima que o crescimento mundial seja de 3.0% em 2016, o mesmo que em 2015, e 3.3% em 2017, considerando que o mundo está prisioneiro de uma armadilha de baixo crescimento que exige a utilização alargada de instrumentos de política fiscal, monetária e de reforma das economias. Nas economias desenvolvidas, o crescimento manter-se-á frágil, com os EUA a crescerem apenas 1.8% em 2016, acelerando para 2.2% em 2017.</p> <p>. Paralelamente, as economias emergentes apresentam uma tendência de menor crescimento, destacando-se o caso da China que deverá avançar apenas 6.5% em 2016 e 6.2% em 2017.</p> <p>. Neste cenário, a OCDE refere que a política monetária por si só não será capaz de impulsionar o crescimento, pelo que será necessário que os países com espaço para tal implementem políticas fiscais expansionistas através do aumento do investimento público.</p>	<p>. O cenário traçado está sujeito a um considerável número de factores de risco, sendo o mais imediato o resultado do referendo no Reino Unido. Um voto a favor da saída do Reino Unido da União Europeia terá impacto não só neste país, mas também noutras economias da UE.</p>
EUA	<p>. A OCDE estima que o Produto Interno Bruto dos EUA expandirá 1.8% este ano e 2.2% no próximo, suportado pela melhoria das condições no mercado de trabalho e incremento da despesa das famílias. Neste cenário, a OCDE estima que a Reserva Federal prossiga de forma muito gradual o processo de normalização da política monetária, antecipando que no final de 2017, a taxa de juro dos <i>fed-funds</i> se situará em 1.5%.</p>	<p>. Potencial instabilidade associada à alteração do ciclo de política monetária poderá gerar incerteza nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e actividade. O risco de fortalecimento do dólar é agora menor. Ainda assim, se este cenário se verificar, poderá prejudicar igualmente o desempenho das exportações americanas.</p>
Japão	<p>. A OCDE estima que o Japão apresente uma taxa de crescimento de 0.7% este ano e de 0.4% no próximo, depois de em 2015 ter avançado 0.6%. O cenário ligeiramente mais positivo para o crescimento em 2016 assenta na robustez do mercado de trabalho e em boas perspectivas para o investimento.</p> <p>. A OCDE chama a atenção para a necessidade de implementação de reformas estruturais que permitam impulsionar o crescimento potencial do produto, importante para a sustentabilidade da dívida pública. Note-se que, neste país, a dívida pública representa 234% do PIB. No campo das reformas, a OCDE refere ser importante o aprofundamento das relações comerciais internacionais através do acordo Transpacífico e outros acordos no âmbito do comércio internacional, bem como a necessidade de melhorar a gestão corporativa de forma a incrementar o sector empresarial.</p>	<p>. Os principais riscos para o cenário traçado pela OCDE assentam internamente no comportamento dos preços, com destaque para a evolução dos salários; externamente, o principal factor de risco advém da incerteza quanto ao andamento da economia chinesa e potencial efeito no sector exportador nipónico. O elevado nível de dívida pública é também apontado como um importante factor de risco, na medida em que ausência de medidas claras de combate ao desequilíbrio orçamental poderá traduzir-se em deterioração da confiança dos investidores.</p>
Z. Euro	<p>. A recuperação económica deverá manter-se em 2016, sendo a nossa previsão de crescimento 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 noutras economias 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, nomeadamente em Espanha; referendo sobre Brexit.</p> <p>. Intensificação de actividades extremistas (ex: terrorismo).</p> <p>. Movimentos abruptos dos preços do petróleo e volatilidade financeira.</p> <p>. Pela positiva: baixos preços do petróleo; efeitos do programa do QE; aumento da confiança dos agentes económicos.</p>

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

Perspectivas Globais	Factores de Risco
<p>R. Unido</p> <p>. A OCDE estima que a economia cresça 1.7% em 2016 e 2.0% em 2017. Este cenário assenta na hipótese de que o Reino Unido permanecerá na União Europeia após a realização do referendo de 23 de Junho; contudo, o aumento da incerteza teve já efeitos negativos no andamento da actividade na primeira metade do ano, justificando que o crescimento em 2016 fique 0.6 pontos percentuais abaixo do registado em 2015.</p>	<p>. O principal factor de risco para a economia britânica é o resultado do referendo de 23 de Junho. Caso o resultado seja a saída do Reino Unido da União Europeia, a OCDE estima que o crescimento será 0.5 pontos percentuais mais baixo do que o estimado no cenário central em 2017 e 2018 e menos 1.5 pontos percentuais em 2019.</p>
<p>Portugal</p> <p>. No 1T16, o PIB avançou 0.2% qoq, expandindo 0.9% 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 continuar negativa para a economia portuguesa. O investimento, por sua vez, desceu 0.6% yoy, a primeira queda desde meados de 2013.</p> <p>. Ainda assim, o PIB no início do ano foi afetado por vários factores temporários, na sua maioria negativos (em particular uma incerteza interna causada pela ausência de Orçamento de Estado e externa devido à volatilidade sentida nos mercados financeiros em Fevereiro-Março que seguramente afectaram o investimento, e também uma paragem de produção numa refinaria da Galp, que puxou para baixo as exportações nos primeiros 3 meses do ano). Assim, é expectável que o crescimento acelere nos próximos trimestres, embora seja bastante difícil cumprir a meta do executivo de 1.8% de crescimento 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 que tem vindo a desacelerar e chegou a diminuir no último trimestre (-0.6% yoy).</p> <p>. Há também riscos associados à possível necessidade de medidas adicionais de consolidação orçamental, que podem pôr em risco a recuperação económica durante o ano.</p>
<p>América Latina</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 estrangulamentos internos no Brasil. De acordo com a OCDE, o Brasil deverá contrair 4.3% em 2016 e 1.7% em 2017, na medida em que o ambiente de elevada incerteza no campo político deverá continuar a minar a confiança dos agentes económicos. Um factor crucial para esta economia no curto prazo é a capacidade que o novo governo terá de implementar uma política de consolidação orçamental contribuindo para a recuperação da confiança.</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>África Sub-sariana</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 (+3.4%, de acordo com o FMI) e que continue a desacelerar em 2016 para +3.0%.</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 líquidos 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>. Ritmo e implicações do ajustamento do modelo de crescimento económico chinês; lento crescimento económico em economias avançadas.</p> <p>. O possível agravamento das condições de financiamento a nível global, decorrentes de novo ajustamento das taxas de juro nos EUA.</p> <p>. Volatilidade nos mercados financeiros mundiais.</p> <p>. Ajustamento lento das reformas necessárias ao crescimento económico.</p> <p>. Ameaça de actividades extremistas, como o terrorismo.</p>

Principais Recomendações e Factores de Risco

Recomendações	Factores de Risco
<p>M. Cambial</p> <p>. Um conjunto de factores importantes estão a condicionar/conduzir a evolução dos principais câmbios. De imediato surgem focos de atenção em relação à Fed e ao processo de normalização dos juros e as implicações no dólar; ao BoJ que, para além de poder acrescentar medidas adicionais aos programas de ajuda económica em curso, tem sido interventor contra a pressão de apreciação do iene; à possibilidade de "Brexit", com consequências imediatas na GBP e no equilíbrio macroeconómico do Reino Unido, pois os reflexos a longo prazo são de difícil quantificação a todos os níveis; perante os últimos desenvolvimentos, não se pode ainda dizer que a Grécia é factor enterrado no espaço do euro. Acrescentam-se todas informações que inundam permanentemente os mercados e que confirmam uma economia norte-americana a prosseguir o ciclo de crescimento; uma Zona Euro melhor do que no início do ano; algum desalento em relação a duas economias de topo a nível mundial e regional, China e Japão. Neste importante caldo, USD e CHF podem fazer ressurgir o seu papel de moeda refúgio, já que GBP e JPY comportam riscos.</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>. A questão do Brexit pode ter consequências mais vastas, para além do espaço do Reino Unido.</p>
<p>M. Monetário</p> <p>. A política monetária nas principais economias desenvolvidas mantém-se acomodaticia. Nos EUA, a Reserva Federal prepara-se para em breve aumentar o intervalo da taxa de juro dos <i>fed-funds</i>; na zona euro e no Japão as perspectivas são de manutenção dos actuais níveis por um período longo de tempo, não sendo para já de excluir a possibilidade de introdução de novas medidas. O BCE iniciará no dia 8 de Junho o programa de compra de dívida diversa e no dia 22 realiza a primeira TLTRO. As taxas de juro implícitas nos futuros da Euribor a 3 meses apontam para que as taxas Euribor mantenham a actual tendência de queda, sendo preferível a obtenção de financiamento nos prazos mais curtos, até 3 meses. 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, antecipando-se que a tendência de queda se mantenha. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido.</p> <p>. Nos EUA, a possibilidade de que a Reserva Federal altere (aumente) por duas vezes este ano o intervalo da taxa dos <i>fed-funds</i> poderá traduzir-se em aumentos das taxas de juro de curto-prazo de referência, mas este é um cenário muito incerto.</p>
<p>Dív. Pública</p> <p>. Os movimentos observados no mercado de dívida pública continuam a reflectir o cariz acomodaticio das políticas monetárias das principais autoridades monetárias. A permanência da taxa de inflação em níveis reduzidos e expectativas de crescimento global moderado continua a reflectir-se em <i>yields</i> muito reduzidas. No médio prazo, as perspectivas são de permanência das actuais tendências, não sendo expectável aumentos significativos das taxas de rentabilidade dos principais <i>benchmarks</i>.</p> <p>. A dívida dos países da periferia do euro continuará a beneficiar do suporte do BCE, mas maior incerteza interna reflecte-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 incerteza tanto a nível macroeconómico como financeiro.</p> <p>. 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>Div. Diversa</p> <p>. A decisão do BCE de incluir compra de dívida diversa já se reflectiu na redução dos <i>spreads</i> e também no montante de dívida emitida, o que tem dado algum fôlego às empresas europeias, em especial no sector das pequenas e médias emitentes.</p> <p>. Está a verificar-se um aumento do número de incumprimentos de empresas com notação especulativa, em particular no sector energético dos EUA, indicação de um provável fim de ciclo de crédito.</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>Acções</p> <p>. Deverão registar-se valorizações nos mercados europeus ao longo de 2016, dada a elevada liquidez. No entanto, os receios quanto à desaceleração económica na China e crescimento económico mundial poderão gerar novas correcções (assim como nas restantes bolsas mundiais).</p> <p>. A <i>performance</i> americana poderá 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>. No caso americano, a possibilidade de aumento das taxas de juro até ao final do ano poderá afastar os investidores. Ao mesmo tempo, uma valorização do dólar, preços baixos do petróleo (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, Brexit e eventuais manifestações de actividades extremistas.</p> <p>. Desaceleração económica na China.</p> <p>. Novos estímulos monetários.</p>
<p>Commodities</p> <p>. Em termos globais, permanece o cenário de oferta sem constrangimentos e uma procura globalmente estável, com tendência para aumentar. No mercado energético, a oferta continua superior à procura, embora nos EUA a produção tenha diminuído. Por seu turno, a produção do Irão e do Iraque já flui para o mercado. Entretanto, em recentes reuniões entre países produtores de crude têm falhado acordos para a redução da produção. Contudo, a visibilidade de 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>

A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO

□ **A primeira avaliação do 3º programa de assistência à Grécia foi concluída com sucesso junto do Eurogrupo, possibilitando o desembolso da segunda tranche, de montante total de €10.3 mil milhões, desbloqueando já em Junho uma parcela e ficando o restante dependente do cumprimento de algumas condições pelos responsáveis helénicos. Nesta nota fazemos uma breve resenha dos vários pacotes de assistência e do que esteve em causa no recente processo negocial entre o Eurogrupo e as autoridades helénicas, para além da inclusão de uma descrição sucinta do plano de desembolsos e das medidas incluídas no Memorando de Entendimento. A propósito do braço de ferro FMI-CE que ainda decorre (a participação do Fundo no 3º Programa ainda é condicional), destacamos algumas das conclusões que o Fundo inclui numa nota recente sobre a sustentabilidade da dívida pública (DSA Debt Sustainability Analysis) da República da Grécia. Neste contexto, salientam-se algumas das questões abordadas pelo Fundo nesta análise e que colocam em perspectiva a dificuldade da Grécia tornar a sua dívida sustentável, num processo que diferencia o país dos seus congéneres do espaço da União Económica e Monetária.**

1. O historical recente do programa de assistência financeira à Grécia

A primeira avaliação do 3º programa de assistência à Grécia foi concluída com sucesso junto do Eurogrupo, possibilitando o desembolso da segunda tranche, de montante total de €10.3 mil milhões, dividida em duas parcelas distintas: €7.5 mil milhões a ser entregue em Junho, destinada a cobrir as necessidades de financiamento e saldar dívidas a fornecedores, visando impulsionar a economia grega (estão incluídos os €748 milhões devidos ao FMI e os €2.3 mil milhões devidos ao BCE até Julho); os subsequentes desembolsos, correspondendo ao remanescente, serão entregues depois do Verão e terão o mesmo objectivo de cobrir as necessidades de serviço da dívida e cumprir responsabilidades assumidas pelo Estado helénico. Contudo, o desembolso desta segunda parcela estará dependente do cumprimento de algumas condições e será monitorizado pela Comissão Europeia, nomeadamente o avanço do programa de privatizações e o comportamento do novo Fundo de Privatizações e de Investimento, a gestão dos bancos gregos, para além da eficácia da colecta de imposto por parte da nova agência e a reestruturação do sector da energia.

Depois das dúvidas acerca da participação do FMI nesta terceira assistência financeira à Grécia, como era desejo do Eurogrupo, dado o pessimismo desta organização acerca da situação grega e das exigências relativas aos empréstimos oficiais já garantidos à Grécia (o Fundo propõe um misto de alargamento de prazos, redução e fixação de custos), o FMI decidiu participar, mas só depois do Verão, depois da análise à sustentabilidade da dívida incorporar as novas medidas de austeridade, aprovadas pelo Parlamento grego, bem como algumas alterações dos empréstimos concedidos à Grécia. Relativamente à exigência do FMI de medidas imediatas em relação à dívida grega, ficou definido que "(...) o possível alívio da dívida será reconhecido no final do programa, em meados de 2018 (depois das eleições para o Parlamento alemão), e o grau de alívio será determinado pelo Eurogrupo na base de uma nova avaliação à sustentabilidade da dívida feita em cooperação com as instituições financeiras e sujeito ao cumprimento pleno do programa (...)". Para o sucesso de todo este processo será fundamental, nos próximos meses, pelo lado da Grécia a implementação das medidas acordadas e a verificação de resultados, designadamente ao nível da execução orçamental; pelo lado das instituições credoras, o avanço com algumas medidas de suavização de encargos, cujos contornos não estão totalmente definidos, de forma a permitir que as condições de sustentabilidade sejam gradualmente garantidas, na perspectiva do FMI.

...As características do terceiro pacote

O terceiro programa de ajustamento económico da Grécia teve início a 19 de Agosto de 2015 e deverá terminar em Agosto de 2018. Neste âmbito, o **Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) acordou um programa de assistência financeira de EUR 86 mil milhões à Grécia, durante o referido período de três anos.** Os fundos serão usados pelo governo grego no serviço da dívida, na recapitalização do sistema bancário, na liquidação de pagamentos atrasados e no financiamento orçamental. De forma a que a economia regresse à trajectória de crescimento e que a dívida pública regresse a um nível sustentado, o governo grego comprometeu-se com um conjunto de reformas económicas de longo período temporal.

No dia 8 de Julho de 2015, o governo grego fez o pedido oficial de assistência financeira ao conselho de governadores do MEE, seguindo-se uma avaliação efectuada pela Comissão Europeia em articulação com o BCE emitida a 10 de Julho (existência de riscos para a estabilidade financeira da área do euro, a sustentabilidade da dívida da Grécia e as suas potenciais necessidades de financiamento). A análise de sustentabilidade da dívida grega concluiu que esta poderia ser alcançada através de um ambicioso e credível programa de reformas e de medidas adicionais relacionadas com a dívida. No dia 13 de Julho foi acordado entre os países do euro e a Grécia um conjunto de acções a implementar com urgência e iniciadas negociações sobre uma agenda abrangente de reformas. **De entre as acções prévias a executar para que pudessem começar as negociações destacam-se: medidas em matéria da reforma do IVA e das pensões; transposição da directiva relativa à recuperação e resolução bancárias (regras da união bancária); salvaguarda da independência da autoridade estatística grega; adopção de um Código de Processo Civil.**

No dia 19 de Agosto o conselho de governadores do MEE aprova o Memorando de Entendimento, que tem o foco direccionado para quatro áreas: **restaurar a sustentabilidade fiscal; salvaguardar a estabilidade financeira; impulsionar o crescimento,**

TEMAS EM DESTAQUE

A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO (cont.)

a competitividade e o investimento através da aplicação de reformas; modernizar o sector da administração pública. De entre as medidas ficou contemplado o eventual alargamento dos períodos de carência e dos prazos de pagamento, dependentes da aplicação integral das medidas acordadas no programa.

Programas de Financiamento da GRÉCIA

Novo programa do MEE ⁽¹⁾	Programa do FEEF (terminado 30.06.2015) ⁽²⁾														
<p>Montante total do empréstimo do MEE: até €86 mil milhões</p> <p>Para ser usado da seguinte forma:</p> <ul style="list-style-type: none"> -serviço da dívida -recapitalização bancária (até €25 mil milhões) -liquidações em atraso -financiamento orçamental <p>Período de duração: Agosto de 2015-Agosto de 2018</p> <p>Maturidade média ponderada máxima do empréstimo: 32.5 anos</p> <p>Taxa de juro: custos de financiamento mais outras pequenas taxas; correntemente à volta de 1%</p>	<p>Montante total desembolsado pelo FEEF: €141.8 mil milhões (€130.9 mil milhões em dívida)</p> <p>Período de duração: Março 2012-Junho 2015</p> <p>Inclui €48.2 mil milhões em Obrigações para a recapitalização dos bancos, dos quais €37. mil milhões foram usados, e os restantes €10.9 mil milhões tiveram como destino o Fundo Helénico de Estabilidade Financeira (FHEF).</p>														
<p>A primeira tranche totaliza €26 mil milhões</p> <ul style="list-style-type: none"> €13 mil milhões desembolsado a 20 de Agosto de 2015 €2 mil milhões desembolsado a 24 de Novembro de 2015 €1 mil milhão desembolsado a 23 de Dezembro de 2015 €10 mil milhões preventivos (composta por Obrigações do MEE) para a recapitalização bancária, dos quais já foram desembolsados €5.4 mil milhões 	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Distribuição</th> <th>Montante (€ mil milhões)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Financiamento orçamental</td> <td>47.7</td> </tr> <tr> <td>Recapitalização bancária</td> <td>48.2</td> </tr> <tr> <td>Sector privado</td> <td>29.7</td> </tr> <tr> <td>Juros de títulos</td> <td>4.9</td> </tr> <tr> <td>Recompra de dívida</td> <td>11.3</td> </tr> <tr> <td>Total desembolsado</td> <td>141.8</td> </tr> </tbody> </table>	Distribuição	Montante (€ mil milhões)	Financiamento orçamental	47.7	Recapitalização bancária	48.2	Sector privado	29.7	Juros de títulos	4.9	Recompra de dívida	11.3	Total desembolsado	141.8
Distribuição	Montante (€ mil milhões)														
Financiamento orçamental	47.7														
Recapitalização bancária	48.2														
Sector privado	29.7														
Juros de títulos	4.9														
Recompra de dívida	11.3														
Total desembolsado	141.8														
<p>Será criado um fundo de privatizações; valor total dos activos a serem vendidos: €50 mil milhões</p> <ul style="list-style-type: none"> -a venda de activos será usada para pagar o MEE; para diminuir a dívida; e para financiar investimentos -o fundo será gerido pelas autoridades gregas com a supervisão das instituições europeias 	<p>Maturidade média ponderada máxima dos empréstimos FHEF: 32.5 anos</p> <ul style="list-style-type: none"> Pagamento do empréstimo a efectuar entre 2023 e 2054 O FEEF não participou no 1º programa de resgate (os empréstimos provieram dos governos da Zona Euro e do FMI) 														
<p>O FMI espera poder contribuir para o programa de empréstimo à Grécia de €86 mil milhões, depois dos credores europeus adoptar em medidas de alívio da dívida</p>	<p>Em Março de 2012, 97% da dívida grega detida por privados (cerca de €197 mil milhões) teve de admitir uma perda de 53.5% do valor nominal</p> <p>O FEEF ofereceu um pacote de dívida para troca de dívida grega para incentivar a participação de investidores do mercado obrigacionista.</p>														
<p>Contrapartidas: a agenda das reformas encontra-se focada em quatro áreas:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Restaurar a sustentabilidade fiscal 2. Salvaguardar a estabilidade financeira 3. Melhorar o crescimento, a competitividade e o investimento 4. Modernização do Estado e da Administração Pública 															
<p>O alívio da dívida, na forma de períodos de carência e de pagamentos mais longos, poderá ser considerado depois da primeira revisão do novo programa</p>															
<p>⁽¹⁾ Mecanismo Europeu de Estabilidade vs. ⁽²⁾ Fundo Europeu de Estabilidade Financeira: o FEEF foi criado como um mecanismo de resgate temporário e, desde Julho de 2013, deixou de participar nos novos programas de financiamento. O MEE é o mecanismo único e permanente que responde a novos pedidos de assistência financeira por parte de estados-membros que integram a moeda única europeia.</p>															

Fonte: European Stability Mechanism (MEE).

O contrato de empréstimo (o Acordo de Assistência Financeira) foi também aprovado pelo conselho de governadores do MEE no dia 19 de Agosto. O montante preciso da assistência financeira fornecido pelo MEE esteve/está dependente do FMI, ou seja, da sua decisão em participar no programa de financiamento, assim como do sucesso das reformas introduzidas na Grécia, incluindo a privatização de activos do Estado.

Desembolsos da assistência financeira do MEE à Grécia ⁽¹⁾

(valor máximo total acordado: €86 mil milhões; disponível até ao dia 20 de Agosto de 2018)

Data do desembolso	Montante (€)	Tipo de desembolso	Maturidade	Montante acumulado desembolsado (€)
20/08/2015	13 MM	numerário	amortização de 2034 a 2059	13 MM
24/11/2015	2 MM	numerário	amortização de 2034 a 2059	15 MM
01/12/2015	2.7 MM	troca de dívida (escritural)	coincidência entre maturidades de dívida antiga com Obrig. do MEE	17.7 MM
08/12/2015	2.7 MM	troca de dívida (escritural)	coincidência entre maturidades de dívida antiga com Obrig. do MEE	20.4 MM
23/12/2015	1 MM	numerário	amortização de 2034 a 2059	21.4 MM

Fonte: European Stability Mechanism (MEE)

Notas: maturidade média ponderada dos empréstimos (excluindo desembolsos em moeda escritural): 32.34 anos.

⁽¹⁾ O MME emitiu obrigações a taxa variável de modo a financiar a recapitalização/resolução da banca; foram desembolsadas obrigações no montante de €5.4 MM; os restantes €4.6 MM não foram usados e, por conseguinte, foram canceladas as obrigações.

A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO (cont.)

2. O que pede o Memorando de Entendimento?

Quanto a restabelecer a **sustentabilidade orçamental**, a Grécia deverá atingir um excedente primário¹ a médio prazo de 3.5% do PIB (-0.25% em 2015, 0.5% em 2016, 1.75% em 2017 e 3.5% em 2018). Esse excedente deverá ser alcançado através da seguinte actuação:

Reformas orçamentais: incluindo as reformas do IVA (imposto sobre valor acrescentado) e dos sistemas de pensões, apoiadas por um programa ambicioso de reforço do cumprimento das obrigações fiscais (combate à fuga e fraude fiscal) e da gestão das finanças públicas (uma gestão mais moderna e adequada).

No combate à evasão fiscal assegura-se igualmente a protecção cabal de grupos considerados mais vulneráveis.

Para **salvaguardar a estabilidade financeira**, a Grécia deverá igualmente adoptar medidas de consolidação do sector financeiro. As condições acordadas no Memorando de Entendimento incluem: dar resposta ao crédito malparado no sector bancário, recapitalizar os bancos, assim como reforçar a governação do Fundo Helénico de Estabilidade Financeira (FHEF) e dos bancos.

Quanto à **recapitalização dos bancos**, foi efectuada uma avaliação geral e dos activos dos principais bancos gregos pelo BCE no Outono de 2015. Em resultado, os bancos afectados foram recapitalizados tal como acordado na declaração do Eurogrupo de 14 de Agosto de 2015. Para o efeito, o MEE disponibilizou €5.4 mil milhões de euros ao FHEF para completar o capital privado dos bancos, na sequência das decisões da Comissão Europeia em relação aos auxílios estatais.

No que respeita ao **crescimento, competitividade e investimento**, a Grécia foi instada a pôr em prática um conjunto de reformas que deverão abranger, em especial, **o mercado de trabalho e os mercados de produtos**, nomeadamente o mercado da energia. Tudo isto com o objectivo de convergência com os requisitos e as boas práticas europeias. As reformas **do mercado de trabalho** incluem novos enquadramentos para a negociação colectiva, fixação salarial e despedimentos, para além de uma solução para o trabalho não declarado.

Deverá ser implementado um **programa de privatizações**, em que as autoridades gregas se comprometeram a adoptar legislação de modo a assegurar processos transparentes. No total, está previsto que as privatizações rendam €50 mil milhões, dos quais €6.4 mil milhões nos primeiros 3 anos do programa do MEE. Neste âmbito, deverá ser criado um fundo independente, gerido pelas autoridades gregas mas sob supervisão da UE, que terá como função privatizar os activos estatais gregos avaliados de forma independente.

A **modernização do Estado e da administração pública** é igualmente uma das principais prioridades do programa (administração fiscal, sistema judiciário, autoridade estatística, etc.). O objectivo é aumentar a eficiência no fornecimento de bens e na prestação de serviços públicos essenciais.

A par do programa do MEE, é habitualmente solicitado um programa ao FMI. No caso do terceiro programa de ajuda à Grécia, a decisão do FMI de prestar apoio financeiro adicional tem-se revestido de grande dificuldade já que esta organização exigia a avaliação dos seguintes aspectos: conclusão de todas as reformas orçamentais, estruturais e do sector financeiro, de acordo com a 1ª avaliação da execução do programa do MEE; ponderação da necessidade de medidas adicionais; eventual acordo quanto ao alívio da dívida de modo a assegurar a sua sustentabilidade. Depois da inflexibilidade mostrada, o FMI aceitou, grosso modo, que a questão da sustentabilidade da dívida grega não seja abordada de imediato, permitindo que seja prorrogado para 2018. Por outro lado, o Eurogrupo reconhece que, num horizonte temporal mais longo, não é possível ter uma estimativa exacta sobre a sustentabilidade da dívida, apenas pressupostos, dado o elevado grau de incerteza quanto à evolução macroeconómica.

A Grécia foi sujeita a dois programas de ajustamento no período 2010-2015. Durante o **1º programa de ajustamento** (anunciado em Maio de 2010), o financiamento foi disponibilizado de acordo com empréstimos bilaterais dos estados-membros do euro à Grécia, através do mecanismo de concessão de crédito. A Grécia recebeu um total de €52.9 mil milhões de assistência financeira europeia. O FMI disponibilizou um montante adicional de €20 mil milhões.

Em Março de 2012 e até Junho de 2015, foi aprovado pelo Eurogrupo o **2º programa de ajustamento**, que substituiu o primeiro. O financiamento foi disponibilizado pelos estados-membros do euro através do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF). Neste período, o FEEF disponibilizou €141.8 mil milhões e o FMI aproximadamente €12 mil milhões.

¹ Considera-se que um Estado alcançou um excedente primário quando a sua receita corrente ultrapassa a sua despesa corrente (com excepção dos juros da dívida). Alcançar excentos primários a médio prazo permite reduzir a dívida pública e restabelecer a sustentabilidade orçamental, essencial para que a economia regresse a um crescimento sustentável.

TEMAS EM DESTAQUE

A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO (cont.)

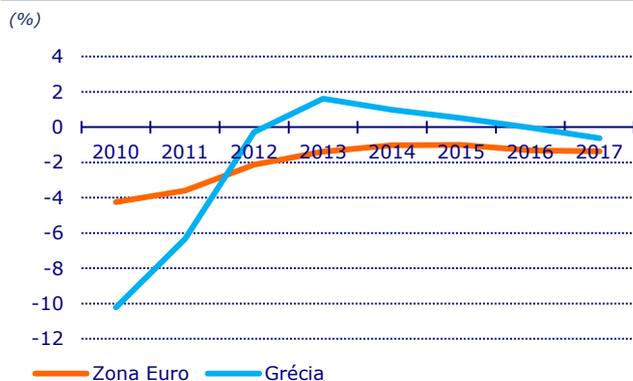
3. O que está a ser alcançado?

Em Maio de 2016, no âmbito da 1ª avaliação do 3º programa, o Eurogrupo congratulou-se com o fecho do programa de medidas acordadas. Contudo, será necessário um esforço na adopção de acções prioritárias já acordadas:

- primeiro pacote fiscal num montante superior a 3% do PIB até 2018; este pacote inclui a reforma das pensões, a reforma do imposto sobre o rendimento, para além da reforma do IVA e dos salários da função pública;
- a existência de um mecanismo de contingência adicional, que será legislado para assegurar um pacote de medidas (temporárias) que seria automaticamente aplicado perante uma situação de incumprimento das metas anuais de superavit primário no programa (3.5% a médio prazo). Por exemplo, actuação rápida do lado das receitas. Não deixa de ser um mecanismo limitado pelo impacto económico imprevisível que poderá ter. Por isso, estas excepções deverão ter o acordo das instituições;
- reforço dos balanços dos bancos de modo a permitir o retorno do crédito interno à economia grega; o programa de privatizações reforça o programa de ajuda; o Conselho Fiscal do Fundo criado (que gerirá os activos estatais) será nomeado em Junho de 2016, e o Fundo irá tornar-se totalmente operacional o mais tardar em Setembro;
- serão consideradas medidas ao nível da dívida, dada a necessidade de manter a sua sustentabilidade (não se avança com prazos).

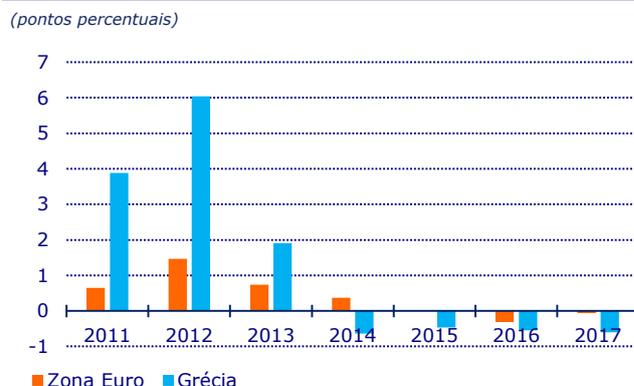
Tudo dependerá do sucesso da implementação das medidas. **Para já, poderá assumir-se como possível a fixação de objectivos para o excedente primário ao longo dos próximos anos (0.5% em 2016, 1.75% em 2017 e 3.5% em 2018), ainda que a sua razoabilidade não seja consensual.** Analisando o passado recente em termos do esforço de consolidação orçamental – variação do saldo orçamental estrutural (ajustado pelo PIB potencial e excluindo medidas extraordinárias) - verifica-se o esforço muito significativo realizado pela Grécia (de 2011 a 2013 o saldo estrutural melhorou cerca de 12 pontos percentuais do PIB potencial), mas em 2014 e 2015 registou-se já um ligeiro alívio. O gráfico infra, com base na informação recolhida da AMECO, inclui as estimativas da Comissão Europeia para o período 2016-17, no sentido do relaxamento das políticas e não de avanço na consolidação, como pretendem o Eurogrupo e o FMI.

Saldo estrutural em % do PIB (ajustado pelo PIB potencial)



Fonte: Comissão Europeia

Variação do saldo estrutural em % do PIB (ajustado pelo PIB potencial)



Fonte: Comissão Europeia

Após aplicação integral das medidas acordadas e seguindo os procedimentos nacionais, o Eurogrupo mostra-se pronto a apoiar o desembolso da segunda parcela do programa do MEE. Para tal, o Parlamento grego aprovou algumas das medidas exigidas no programa acordado, de modo a ver aprovada, com sucesso, a primeira avaliação trimestral ao cumprimento do Memorando de Entendimento e receber uma nova parcela do terceiro programa de resgate. Esse montante será de €10.3 mil milhões e deverá cobrir as necessidades de financiamento do país até Novembro: €7.5 mil milhões para cobrir custos relacionados com o serviço da dívida; o remanescente será para saldar dívidas a fornecedores, visando impulsionar a economia grega.

Os principais pontos aprovados pelos deputados (153 em 300) foram:

- **Impostos** – no imposto sobre o rendimento, o objectivo é aumentar mais €1.8 mil milhões até 2018. Neste âmbito, é reduzido o limite máximo de rendimento médio anual livre de impostos de 9500 para 8800 euros. Os escalões de rendimento são estreitados e os coeficientes de tributação aplicados aumentados – o escalão mais baixo, que paga 22% de imposto, baixa de um rendimento bruto anual de 25 mil euros para 20 mil euros; já o escalão mais alto, que paga uma taxa de 45%, passa a contemplar rendimentos brutos anuais acima de 40 mil euros (antes era 42% para rendimentos acima de 42 mil euros).

A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO (cont.)

Foi igualmente aprovada uma nova tabela referente à taxa de solidariedade (introduzida em 2012): rendimentos anuais entre 12 a 20 mil euros têm uma taxa de 2.2%; até 30 mil 5%; até 40 mil 6.5%; ...; acima de 220 mil a taxa é de 10% (anteriormente a taxa máxima era de 8% e incidia sobre rendimentos anuais acima dos 500 mil euros).

Aumento da taxa normal de imposto sobre o valor acrescentado (IVA) de 23% para 24%; o imposto sobre os dividendos aumentou de 10% para 15%; introdução da tributação sobre o café, cigarros electrónicos, telecomunicações fixas, TV paga e estadias em hotéis; extensão da taxa de propriedade (ENFIA); a taxa sobre o rendimento bruto dos jogos de sorte passa de 5% para 35%.

- **Crédito malparado** – embora não haja restrições à resolução e transacção de crédito malparado dos bancos, existe a garantia de protecção das famílias com empréstimos abaixo de 140 mil euros associados à aquisição de habitação própria permanente.

- **Fundo de privatização** – é estabelecido um novo fundo que incorpora os resultados das privatizações, que estará operacional a partir de 2016 e com prazo de duração de 99 anos. Metade das receitas do fundo será usado para pagar a dívida pública e o resto vai para investimento no desenvolvimento económico do país.

- **Mecanismo de contingência** – será activado no caso de a Grécia falhar as metas definidas no programa de resgate. Automaticamente será imposto um corte nas despesas do Estado no montante de 2% do PIB, dependendo do défice fiscal previsto. Será a partir dos dados do Eurostat que o mecanismo será accionado. Recordar que a Grécia acordou um excedente primário de 3.5% em 2018 (excluindo o custo do serviço da dívida).

- **Pensões** – introduz um só sistema de regras de aposentação e uma pensão nacional de 384 euros; corte nas prestações sociais mais altas para pensionistas de baixo rendimento e novo cálculo na sua atribuição; aperto nas regras de obtenção de pensões de viuvez e pensões hereditárias, para além de maior contenção na utilização do mecanismo de reformas antecipadas. O objectivo é reduzir as despesas com pensões entre 2% e 15% do PIB até 2019.

- **Segurança Social** – definição das contribuições para a segurança social dos trabalhadores por conta de outrem. Classes de trabalhadores por conta própria (advogados, agricultores, etc.) são instados a contribuir para um fundo de pensões.

4. Algumas notas acerca da análise de sustentabilidade da dívida grega efectuada pelo FMI

A publicação da nota relativa à sustentabilidade da dívida da Grécia pelo FMI² constitui o facto mais recente num braço de ferro entre as instituições europeias e o Fundo, que se arrasta desde o desenho do último pacote de financiamento. A sua publicação foi imediatamente anterior à reunião de finais de Maio, que abriu a porta à participação do Fundo, e que estipulou já algumas medidas a adoptar pelas instituições europeias no curto prazo, com vista ao redesenho de algumas maturidades e redução de custos de financiamento.

O documento escarpeliza os vários factores subjacentes a qualquer cenário de sustentabilidade de dívida e vai afastando, de forma fundamentada, a probabilidade de melhorias significativas em variáveis fundamentais nesta análise, chegando à conclusão que a única forma de garantir a sustentabilidade é procurando alcançar necessidades brutas de financiamento entre 10%-20% do PIB num horizonte até 2040 (o Eurogrupo menciona objectivo de 15% no período de monitorização pós-programa e 20% depois). Para tal, o Fundo conclui que seria necessário uma reformulação dos empréstimos da Europa à Grécia, de forma a garantir um perfil descendente

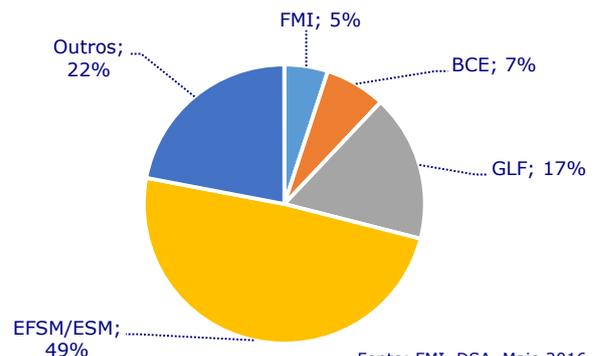
FMI - Dados para a sustentabilidade da dívida pública grega (estudo)

(em percentagem do PIB, a não ser que esteja indicada outra forma)

	Actual			Projeções				
	2005/2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dívida Pública nominal bruta	134.0	180.1	176.9	183.7	185.3	184.9	178.7	173.1
Necessidades de financiamento brutas	11.9	24.9	22.5	17.9	19.1	16.3	13.0	8.2
Crescimento do PIB real (%)	-2.2	0.7	-0.2	0.0	2.9	3.2	2.8	2.4
Inflação (deflador do PIB, %)	1.6	-2.2	-0.6	-0.2	0.7	1.3	1.5	1.7
Crescimento do PIB nominal (%)	-0.6	-1.6	-0.9	-0.2	3.7	4.5	4.3	4.1
Taxa de juro efectiva (%)	4.2	2.2	2.1	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1

Fonte: FMI.

Grécia - Composição da Dívida Pública



² <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43915.0>
Greece : Preliminary Debt Sustainability Analysis-Updated Estimates and Further Considerations.

TEMAS EM DESTAQUE

A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO (cont.)

de dívida no longo prazo, que deveria incluir uma combinação dos seguintes aspectos:

- **Extensão das maturidades** – A dívida dos credores oficiais representa cerca de 78% do total da dívida helénica, segundo o FMI. A extensão das maturidades dos vários empréstimos (FEEF, MEEF e GLF – Greek Loan Facility, empréstimo inicial, em 2010) entre 10 e 30 anos reduziria as necessidades brutas de financiamento entre 7% e 25% em 2016, respectivamente. Todavia, o Fundo afirma que de forma isolada esta alteração não garantiria uma trajetória sustentável.
- **Períodos de carência de juros** – Alargamento para além do que já foi concedido. A extensão dos períodos de graça já concedidos permitiria à Grécia beneficiar de taxas muito baixas durante mais tempo e poderia reduzir o rácio de dívida para 84% do PIB em 2060.
- **Taxa de juro fixa** – As taxas de juro oficiais deveriam ser fixadas num valor não superior a 1.5% pelo menos até 2040. Esta medida acrescida às duas anteriores, ajudaria a reduzir o rácio da dívida em 53% em 2040 e em 151% em 2060.

O FMI afirma que as propostas que sugere relativamente à alteração das condições dos empréstimos permitiriam alcançar uma poupança (para a Grécia) equivalente a 50% do PIB em termos de valor actual dos seus encargos (e utilizando uma taxa de desconto entre 3-5% no horizonte de projecção de 2016-60 para os cálculos do VAL). Significando que a contrapartida seria uma perda de igual valor a repartir entre os restantes estados-membros.

Importa ainda destacar algumas das questões abordadas pelo Fundo nesta análise e que colocam em perspectiva a dificuldade da Grécia tornar a sua dívida sustentável, num processo que diferencia o país dos seus congéneres na UEM. Destacamos os seguintes:

- **O nível/patamar já alcançado pela sua dívida pública**, 321 mil milhões de euros em finais de 2015, cerca de 176.9% do PIB segundo o FMI.
- **Dificuldades de alcançar saldo primário expressivo** – pretende-se alcançar 3.5% de forma sustentada; o Fundo argumenta que a experiência nos últimos anos demonstra essa impossibilidade; afirma ainda que poucos países foram capazes de sustentar saldos primários excedentários expressivos durante uma década ou mais, e no caso da Grécia essa possibilidade ainda parece menos provável dada a ainda elevada fragilidade das instituições e pelo facto de as projecções sugerirem que o desemprego permanecerá em dois dígitos durante várias décadas. Sugere saldo primário objectivo máximo de 1.5% (recorde-se que o Eurogrupo manteve 3.5%).
- **Tendências demográficas adversas e sistema de pensões insustentável** - o rácio de dependência dos mais velhos é dos mais elevados da UE; o peso da despesa com pagamento de pensões é a mais elevada da UE, representando cerca de 17% do PIB (em Portugal, o mesmo rácio era de cerca de 3% do PIB em 2013) e as transferências regulares para o sistema ascendem a cerca de 10% do PIB (2.5% na UEM).
- **Fragilidades no sector financeiro** significam que o sector não estará apto tão cedo a fornecer o crédito que a economia precisará para sustentar taxas de crescimento elevadas: o Fundo destaca o elevado nível de incumprimento (44% do total dos empréstimos, em final de 2015, segundo o FMI) e o facto de o capital dos bancos poder estar artificialmente empolado pela consideração de uma proporção anormalmente elevada de DTA – Deferred Tax Assets (créditos fiscais sobre impostos que serão pagos futuramente) no capital dos bancos (representam cerca de 20 mil milhões de euros, cerca de 50% do capital da banca em termos médios, o valor mais alto da UEM).
- **Dificuldade de sustentar crescimento potencial mais robusto** - desenvolvimentos adversos no mercado laboral (população activa a encolher velozmente); pouca possibilidade de reforço significativo do capital/investimento; dúvidas quanto à capacidade de reforçar significativamente a Produtividade Total dos Factores, dependente da realização de reformas estruturais consistentes.

No quadro ao lado evidenciamos algumas das características da dívida da República Helénica, designadamente o facto de 69% ter associada taxa de juro variável e a reduzida proporção de dívida transaccionável – apenas 23%, o que reflecte o elevado peso dos empréstimos oficiais. Acresce que o Tesouro helénico tinha uma posição de cash de cerca de 2 mil milhões de euros no final de Março, que compara com 7 mil milhões de euros de necessidades líquidas de financiamento (a título de referência, as de 2015).

Grécia - Dívida Pública directa do Estado

	2015
A. Taxa Fixa	30.9%
Taxa Variável	69.1%
B. Transaccionável	23.2%
Não Transaccionável	76.8%
C. Euro	96.5%
Outras moedas	3.5%
Posição de <i>cash</i> (31/Março/2016)	2,080
<i>Milhões de euros</i>	
Por memória	
Necessidades Líquidas de financiamento estimadas em 2015 (FMI) - Milhões de euros	7,400

Fonte: PDMA - Agência de Gestão da Dívida Pública da República da Grécia.

ALEMANHA - MERCADO DE TRABALHO

□ **As perspectivas para a actividade económica na Alemanha continuam favoráveis, impulsionadas, em larga medida, pelo consumo doméstico.** De facto, a procura externa débil, em linha com a desaceleração das economias emergentes, deverá fomentar uma contribuição externa negativa para o crescimento do PIB este ano e no próximo, de acordo com as previsões da Comissão Europeia. Do lado da procura doméstica destaca-se o consumo das famílias, que deverá manter-se como um importante factor de crescimento económico da Alemanha. Em 2015, esta componente teve um contributo de 1.1 ponto percentual (p.p.) para o crescimento económico, depois de, nos anos anteriores, ter registado um contributo substancialmente inferior. Para além dos baixos preços do petróleo e taxa de inflação reduzida, que potenciam o aumento dos salários reais, e de condições financeiras mais favoráveis no actual contexto de baixas taxas de juro, o consumo privado beneficia ainda de um mercado de trabalho robusto.

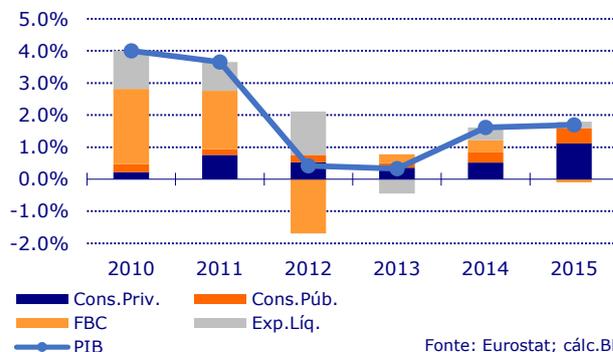
□ **Em 2003, Gerhard Schröder decidiu implementar um conjunto de reformas (“Hartz”), numa altura em que a taxa de desemprego na Alemanha seguia uma tendência ascendente e se aproximava dos dois dígitos.** De facto, na década terminada em 2003, o país registava uma elevada taxa de desemprego (média de 8.5% no período) e um fraco crescimento económico. O desemprego de longa duração assumia valores substanciais (quase metade da população desempregada), reflexo não só do desajustamento entre as aptidões dos desempregados e as necessidades do sector produtivo, como também do sistema de protecção social que desincentivava o regresso ao trabalho. Enquanto os benefícios para os desempregados de curta duração estavam em linha com a média dos países da OCDE, o sistema de benefícios era bem mais generoso no caso dos desempregados de longa duração. Adicionalmente, se atentarmos nos dados sobre a população empregada, verifica-se que, em 2002, embora a população empregada atingisse 65% da população do país, o valor ficava abaixo do observado no caso de outros países, como o Reino Unido, Suécia, Holanda ou os EUA, onde o rácio superava os 70% no mesmo período.

O pacote de medidas foi aplicado em três fases, entre Janeiro de 2003 e Janeiro de 2005: os pacotes Hartz I-III incluíam medidas destinadas a promover o regresso mais rápido ao mercado de trabalho (agências de emprego temporário, promoção de empregos destinados a pessoal menos especializado e com salários mais baixos e apoio a novas iniciativas empresariais) e reestruturação do Instituto de Emprego, no sentido de o tornar mais flexível e eficiente; o pacote Hartz IV englobava o corte de benefícios aos desempregados e a implementação de medidas destinadas a reduzir o desemprego de longa duração.

Os efeitos da aplicação destas reformas parecem, ainda hoje, sustentar a robustez do mercado de trabalho alemão. De facto, três anos após a aplicação das medidas, a taxa de desemprego tinha reduzido um terço, acompanhada por um incremento da população empregada numa dimensão semelhante. A contribuir para o bom desempenho do mercado laboral alemão estiveram também negociações salariais responsáveis e flexíveis

Contributos das várias componentes para o crescimento do PIB

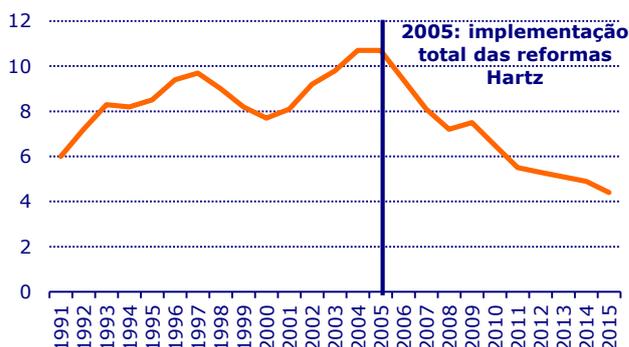
(pontos percentuais; taxa de crescimento real do PIB y/y%)



Fonte: Eurostat; cálç.BPI

Taxa de desemprego - final do período

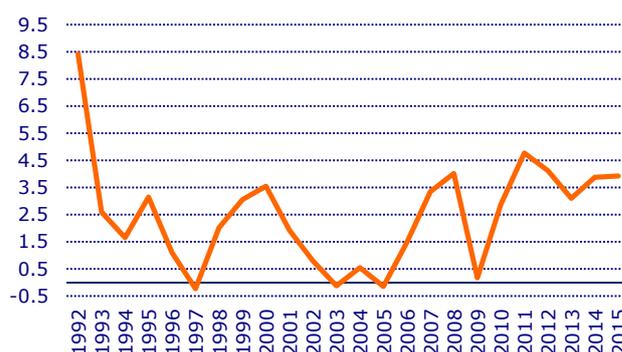
(percentagem)



Fonte: Bloomberg

Taxa de crescimento média dos salários

(yoy%)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI

TEMAS EM DESTAQUE

ALEMANHA - MERCADO DE TRABALHO (cont.)

por parte dos parceiros sociais. Nota para o papel distinto que os sindicatos e comissões de trabalhadores têm na Alemanha, comparativamente a outros países. De facto, para além da negociação colectiva dos salários e outras condições de trabalho, os elementos representativos dos trabalhadores alemães têm também um papel na gestão da empresa, fazendo parte do Conselho de Administração, com os mesmos direitos e deveres dos restantes membros. A sua representatividade depende da dimensão da própria empresa, mas pode ir de um terço a metade do respectivo Conselho.

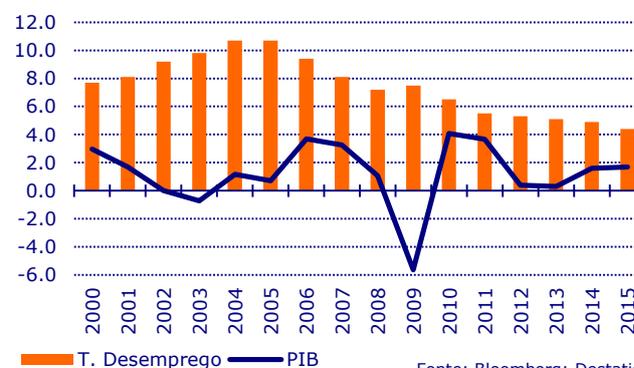
Este contexto permitiu ao país passar pela crise financeira de 2008/09 sem as consequências consideráveis no mercado laboral que outros Estados-Membros enfrentaram. O aumento da taxa de desemprego fixou-se em 0.3 pontos percentuais (p.p.) entre 2008 e 2009, que compara com um aumento de 2.2 p.p. no caso do conjunto dos países da OCDE. Este desempenho é ainda mais surpreendente quando comparado com a queda registada na taxa de crescimento real do PIB em comparação com os países da OCDE: queda de 5.6% do produto interno na Alemanha, face a -3.4% na OCDE. Em causa, estiveram factores como as reformas do mercado de trabalho anteriormente aplicadas e a flexibilidade do horário de trabalho. Outra razão prende-se com os impactos distintos da crise nos vários sectores de actividade, tendo em conta que a recessão na Alemanha afectou essencialmente o sector transaccionável, especialmente a indústria transformadora. No entanto, o sector não transaccionável é mais intensivo em mão-de-obra, pelo que as crises neste sector tendem a ter um impacto mais considerável no emprego do que no sector transaccionável.

Em Janeiro de 2015, a Alemanha introduziu um salário mínimo, fixado em EUR 8.50 por hora, perto da média registada nos países da OCDE. Antes disso, as associações patronais e sindicatos negociavam os salários para cada um dos sectores em que se inseriam. No entanto, a cobertura da negociação colectiva começou a diminuir gradualmente nas últimas duas décadas e a desigualdade salarial a aumentar, nascendo, por esta via, a necessidade de definição de um salário mínimo, até ao momento apenas existente para alguns sectores. Aquando a sua aplicação, os líderes empresariais consideravam que isso poderia resultar em menos empregos ou na deslocalização da produção de algumas empresas para outros países, onde o trabalho é relativamente mais barato, tornando o país menos competitivo. De acordo com o FMI, a introdução de um salário mínimo nacional pode levar a uma redução da desigualdade salarial, mas também aumentar o nível do desemprego em algumas regiões e sub grupos de trabalhadores. Apesar disso, os dados do mercado laboral alemão não revelam impactos adversos: a taxa de desemprego manteve a tendência descendente, o número de vagas de emprego incrementou e a taxa de participação continuou a aumentar.

Os salários em 2015 cresceram em linha com o ano anterior. Ainda assim, face aos dados do primeiro trimestre de 2016, assistiu-se a um aumento de 4.3% y/y dos salários, enquanto no primeiro trimestre do ano anterior, o crescimento dos salários tinha ficado abaixo (+3.5% y/y). **De facto,**

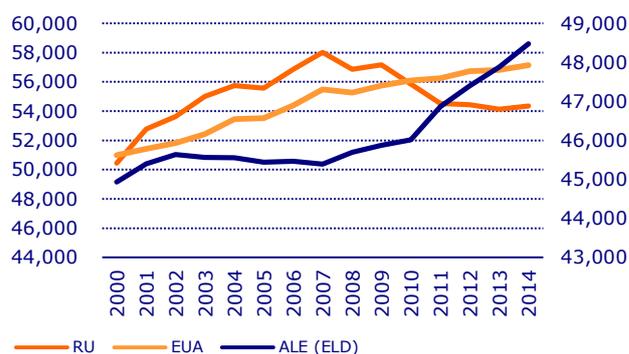
Taxa de crescimento real do PIB vs taxa de desemprego

(yoy%; percentagem)



Salário Anual Médio, a preços constantes de 2014

(preços constantes de 2014, à taxa de câmbio do USD em 2014)



Taxa de Desemprego na Zona Euro e Alemanha

(percentagem)



ALEMANHA - MERCADO DE TRABALHO (cont.)

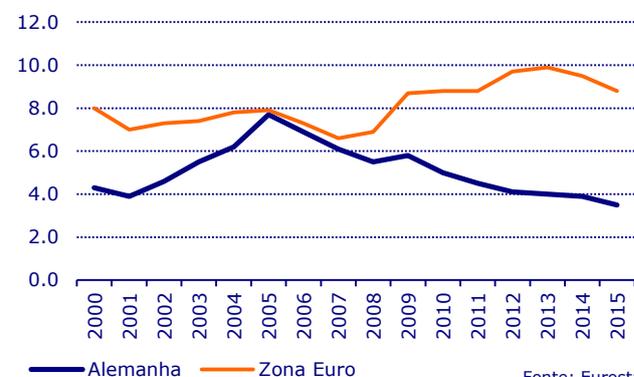
alguns indicadores revelam pressão para o aumento dos salários. A UBS destaca, por exemplo, o facto de as rondas negociais serem acompanhadas por ameaças de greve, reflexo de que o poder negocial dos sindicatos tem aumentado nos últimos anos, o que poderá colocar alguma pressão sobre os salários. **Entretanto, já se desenrolaram as negociações colectivas dos salários para alguns sectores.** O sindicato dos trabalhadores da siderurgia conseguiu aumentos de 4.8% para 700,000 trabalhadores para os próximos 21 meses, enquanto o maior sindicato do sector dos químicos exigiu um aumento de 5% para 550,000 trabalhadores. Relativamente ao sector público, o governo local e federal chegaram a acordo para um aumento de 4.8% dos salários dos funcionários do sector para os próximos dois anos. Adicionalmente, à medida que a taxa de desemprego atinge mínimos, a percentagem de postos de trabalho vagos atinge máximos de 16 anos. Tipicamente, as pressões salariais aumentam quando esta taxa amplia, em linha com a concorrência entre as empresas por trabalho cada vez mais escasso.

De acordo com os dados preliminares do gabinete de estatísticas alemão, em 2015 assistiu-se a um aumento substancial do saldo migratório, reflexo do recente fluxo de refugiados que chegou ao país. **Ainda que se possa assistir a um aumento substancial da força de trabalho, não se espera que os salários venham a cair.** De acordo com a UBS, este facto é explicado pelas barreiras linguísticas, desajustamento das competências, e existência do salário mínimo. **Ainda assim, e dado o desafio demográfico do envelhecimento da população, o sucesso da integração dos refugiados é crucial para o país.** No entanto, de acordo com um estudo do FMI, os imigrantes empregados na Alemanha ganham menos 20% do que os trabalhadores nativos com características semelhantes. Ainda que este gap diminua ao longo do tempo, a convergência dos salários nunca chega a ser atingida. Outro aspecto importante é o conhecimento da língua, que gera um fosso de 30% entre os salários. Embora não se conheça com rigor a nova onda de refugiados, a informação disponível aponta para pessoas com características que se aproximam de uma maior probabilidade de uma situação de desemprego, comparativamente aos imigrantes que chegavam à Alemanha no passado.

Com um mercado de trabalho robusto e crescimento dos salários, porque não cresce mais o consumo privado? Em causa poderá estar a elevada taxa de poupança das famílias alemãs. De facto, contrariamente ao que acontece noutros países europeus, as famílias na Alemanha poupam uma parte muito relevante do seu rendimento disponível, atingindo, no último ano, uma taxa superior a 16%. Esta forte preocupação com a poupança tem já vários anos, impulsionada mesmo por campanhas públicas que chamam à atenção para a necessidade da poupança. O Governo alemão promove, a título de exemplo, incentivos fiscais para planos privados de reformas. Outras razões que podem estar por trás destas elevadas taxas de poupança têm a ver com o facto de as famílias aproveitarem o recente aumento do rendimento disponível, promovido pela queda abrupta dos preços do petróleo e baixa taxa de inflação, para constituir poupanças e lidar com o ambiente de incerteza

Taxa de desemprego jovem - 15 aos 24 anos

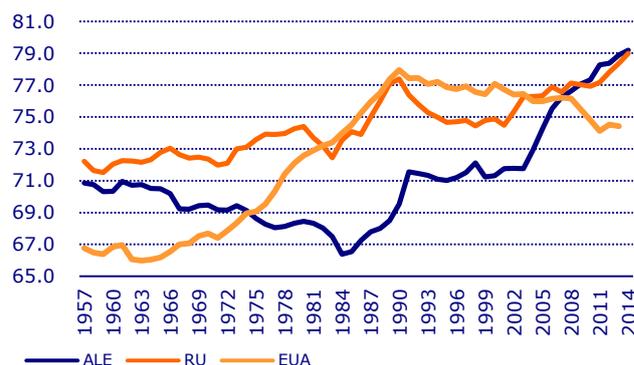
(percentagem)



Fonte: Eurostat

Taxa de participação da força de trabalho

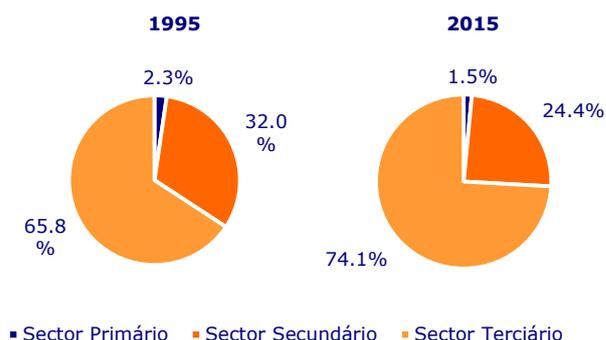
(força de trabalho em % do total da pop.entre os 15 e os 24 anos)



Fonte: OCDE

Emprego por sector de actividade

(% do total da população empregada)



Fonte: Destatis

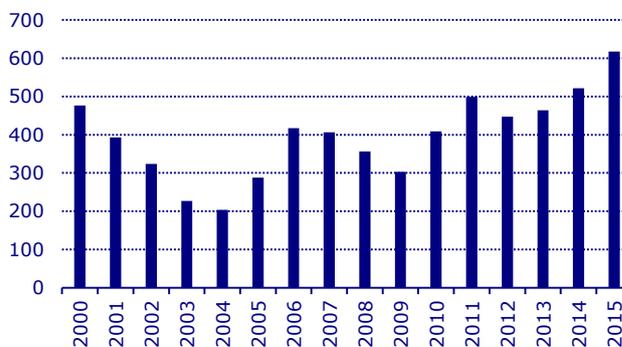
TEMAS EM DESTAQUE

ALEMANHA - MERCADO DE TRABALHO (cont.)

que ainda prevalece relativamente ao contexto económico mundial. Ainda que o actual contexto seja de baixas taxas de juro, que poderiam incentivar o consumo actual em detrimento do consumo futuro, a relação entre taxas de juro e o nível de poupança tende a ser baixa na Alemanha, de acordo com o Bundesbank. Adicionalmente, nota final para o facto de os alemães não deterem apenas depósitos bancários, mas também activos financeiros que geram retornos mais satisfatórios, e pela influência de outros factores no nível de poupança das famílias, nomeadamente, mudanças no enquadramento institucional (sistemas fiscais e de segurança social), demografia, níveis de riqueza e preferências e atitudes face ao risco por parte das famílias.

Número de vagas de emprego existentes na economia, no final do período

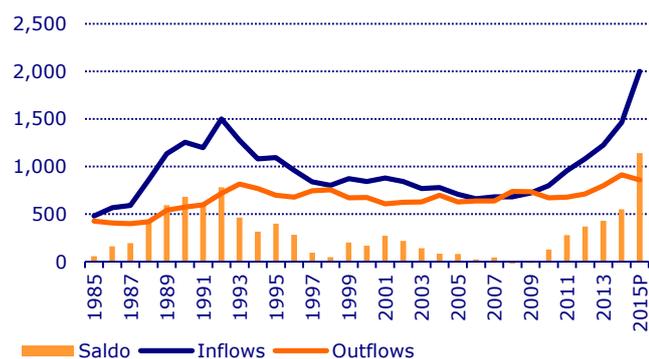
(número de vagas)



Fonte: Bloomberg

Saldo Migratório

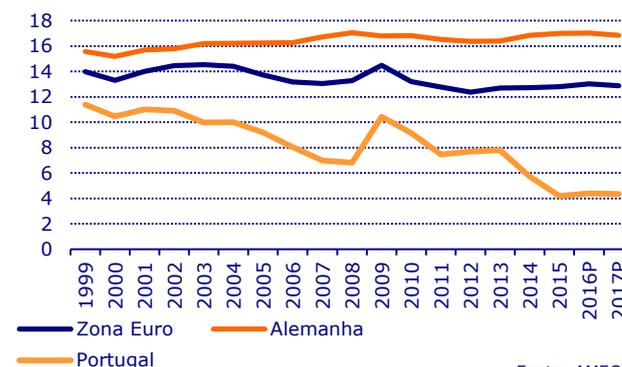
(‘000 indivíduos)



Fonte: Destatis

Taxa de Poupança Bruta das Famílias

(percentagem)



Fonte: AMECO

EUA - A CRIAÇÃO DE EMPREGO ESTÁ NO LIMITE?

Os números relativos ao mercado de trabalho norte-americano dos meses de Abril e Maio mostram que os sinais de ligeiro abrandamento económico podem já estar a ter reflexos na criação de novos postos de trabalho. Mas também o facto de que na actual situação do emprego, próximo do pleno emprego (contando que há uma bolsa de desencorajados que desistiu de procurar trabalho ou porque não têm qualificações adequadas e/ou porque têm um alto nível de qualificações a que corresponde um alto nível de exigência e, por isso, rejeitam propostas inadequadas), existe dificuldade em responder à maior ou menor dinâmica económica. De facto, embora a taxa de desemprego tenha caído para 4.7% em Maio (valor mais baixo desde Novembro de 2007, exactamente quando se iniciou a crise do *subprime*), a força de trabalho mostra um decréscimo após vários meses de expansão. A população está a envelhecer e os trabalhos oferecidos são pouco atractivos (empregos menores e mal pagos) para determinada mão-de-obra altamente qualificada. Assim, parece difícil manter no curto/médio prazo uma criação de emprego mensal acima da fasquia dos 200 mil (em termos de média de três meses o valor está já bem abaixo desse valor padrão), quando é consensual entre as principais organizações internacionais de que está a acontecer um abrandamento da actividade económica nos EUA, seja por contágio externo e/ou por inércia interna.

De facto, os dados já conhecidos do crescimento norte-americano no 4ºT2015 e 1ºT2016 reforçam a tendência de menor crescimento. As taxas anualizadas e ajustadas sazonalmente foram, respectivamente, de 1.4% e de 0.5%. 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.

De referir que os relatórios do emprego de Abril e de Maio foram decepcionantes já que, em termos médios, os economistas esperavam emprego adicional nos dois meses entre 200 mil (em Abril) e 160 mil (em Maio). Surpreendeu a queda da taxa de desemprego para 4.9% em Abril e 4.7% em Maio, valores que só se encontram na pré-crise de finais de 2007, nos EUA. Pode-se concluir que esta evolução é possível não só com a criação de emprego, mas também é reflexo da diminuição da força de trabalho (envelhecimento da população e indivíduos que desistiram de procurar emprego e saíram das estatísticas). Este nível de taxa de desemprego é o mais baixo dos últimos oito anos e, como já se referiu anteriormente, será difícil que o valor baixe muito mais no futuro, perante as especificidades do mercado de trabalho norte-americano (na prática e de acordo com algumas análises, a taxa de pleno emprego nos EUA situa-se à volta dos 4%). Em Maio existiam 7 436 mil desempregados (menos 484 mil face aos 7 920 mil existentes em Abril), que compara com o valor de 8 619 mil existentes em Maio de 2015 (menos 1 183 mil).

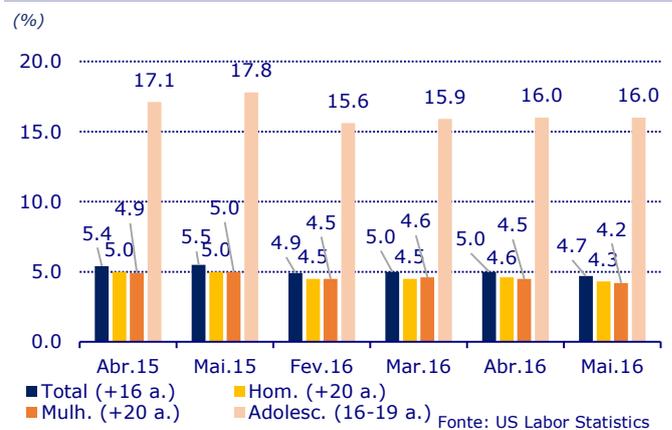
Relevante foi o facto de o número de desempregados de longa duração (na situação de desemprego acima das 27 semanas) ter diminuído em 178 mil (para 1.9 milhões) em Maio. Essa diferença ainda é mais expressiva se compararmos com os valores de Maio de 2015: verificou-se um decréscimo de 606 mil desempregados. Refira-se que este grupo representa 25.1% do total de desempregados.

Dentro do grupo de desempregados, o maior número, 3.6 milhões (perto de 48% do total), terminaram empregos temporários e acabaram por ficar sem trabalho, seguindo-se o grupo dos reincidentes, 2.2 milhões ou 30%, que regressam com frequência ao grupo dos desempregados (instabilidade e precariedade; ou por inadequação; ou por opção do próprio).

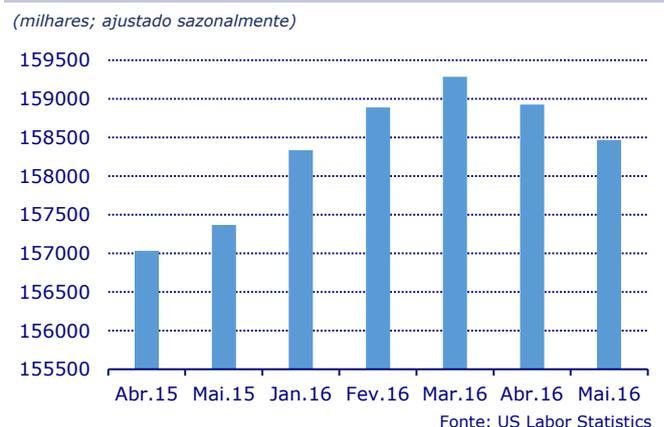
Marginalmente fora da força de trabalho encontravam-se 1.7 milhões de pessoas, menos 149 mil do que há um ano atrás (não estão incluídas nos desempregados porque não procuraram emprego nas 4 semanas anteriores ao inquérito). Dentro deste grupo encontram-se os desencorajados (não procuram emprego porque não acreditam haver postos de trabalho adequados). Em Maio representavam 538 mil, menos 25 mil do que no mesmo mês no ano anterior.

Em relação à evolução da força de trabalho, o rácio do emprego versus população residente manteve-se nos 59.7% de Abril a Maio, sendo uma taxa elevada. Em Maio de 2015 era de 59.4%.

Evolução da taxa de desemprego e sua composição



Evolução da força de trabalho



TEMAS EM DESTAQUE

EUA - A CRIAÇÃO DE EMPREGO ESTÁ NO LIMITE? (cont.)

Assim, em Maio surgiram 38 mil novos empregos (excluindo o sector agrícola), que compara com os 123 mil criados em Abril (houve uma revisão em baixa de 37 mil já que o valor referido no relatório de Abril era de 160 mil). Os analistas de mercado apontavam para um valor à volta exactamente dos 160 mil, por isso a enorme decepção. Se referirmos que em Março foram gerados 186 mil empregos e em Maio de 2015 273 mil, é fácil constatar que estamos perante uma tendência de diminuição consecutiva deste valor. Mesmo considerando os valores médios trimestrais das variações, pode-se retirar a ideia de já ter havido um pico em Fevereiro, a partir do qual se iniciou uma diminuição dos empregos criados. Evolução idêntica verifica-se no sector privado (mais de 90% do emprego norte-americano).

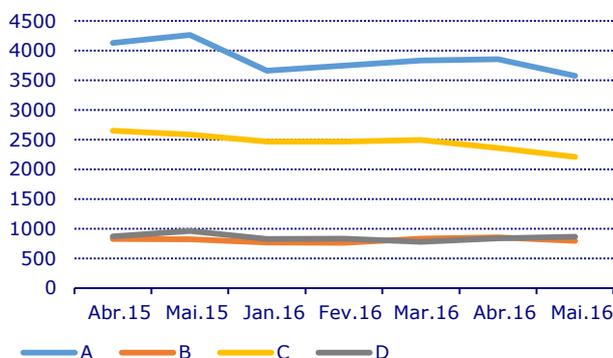
Para estes valores contribuiu a diminuição do emprego nos serviços do Estado, na produção industrial, no sector das minas e na exploração madeireira. No sector da exploração mineira assiste-se à sua diminuição e/ou fecho de algumas empresas, dada a queda abrupta dos preços das matérias-primas. No abate das árvores, para além da estagnação em geral da procura, o mau tempo limitou algumas actividades, nomeadamente o da construção de novas casas. Também o sector retalhista por grosso viu diminuir o número de empregos. Por seu turno, no total, os serviços geraram bastantes empregos (144 mil em Abril e 61 mil em Maio), nomeadamente nas áreas da saúde e da educação. Também as actividades financeiras foram geradoras de emprego.

Em Abril, o rendimento médio por hora para todos os empregados no sector privado (excluindo a agricultura) subiu 9 cêntimos, para \$25.54, depois do aumento de 6 cêntimos em Março. Em Maio esta tendência acentuou-se. O rendimento médio neste último mês foi de \$25.59, mais 5 cêntimos, o que não deixa de ser um sinal de ligeira e continuada pressão ao nível do trabalho e dos salários, quando o grupo dos desempregados começa a ser curto.

Todo este cenário será tido em conta pelos governadores da Reserva Federal, quando decidirem manter ou alterar a política monetária, iniciado que está o processo de normalização das taxas de juro (por mais lento que possa ser). O facto é que a Fed terá que aproveitar o momento de expansão económica para poder colocar as taxas de juro de referência num nível mais adequado, para garantir que a política monetária tenha espaço de actuação no futuro, perante choques exógenos adversos.

Razões para o desemprego

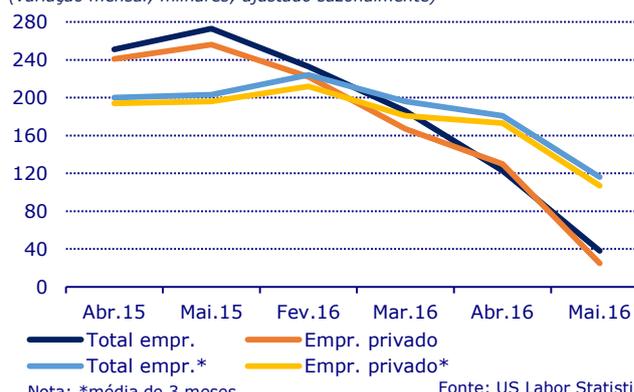
(milhares; ajustado sazonalmente)



Fonte: US Labor Statistics
Nota: A - completaram empregos temporários e perderam o emprego; B - abandono do emprego; C - reincidentes; D - entradas novas

Emprego criado (excluindo agricultura)

(variação mensal; milhares; ajustado sazonalmente)



Nota: *média de 3 meses

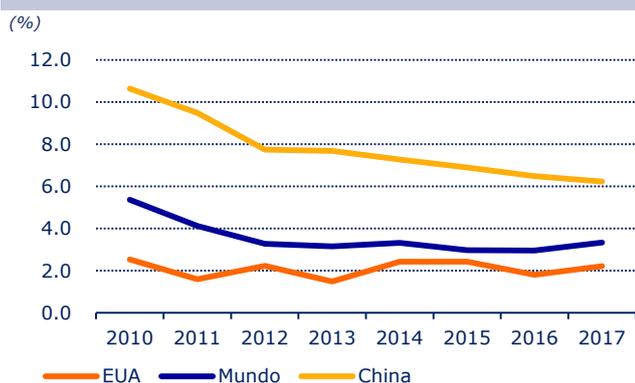
Fonte: US Labor Statistics

GLOBAL - CRESCIMENTO PRISIONEIRO DE DESEQUILÍBRIOS

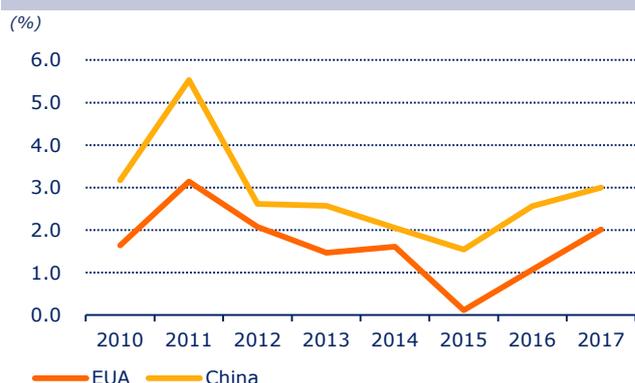
□ **As previsões da OCDE:** A OCDE reviu em baixa as previsões para o crescimento mundial em 2016 e 2017 para 3.0% e 3.3%, respectivamente, ou seja menos 0.3 pontos percentuais do que o estimado em Novembro. Estas previsões reflectem a fragilidade do crescimento nas economias desenvolvidas e o abrandamento nas emergentes. Nestas últimas é de salientar o caso da China, cujo reequilíbrio estrutural da economia mais direccionado para a procura interna tenderá a traduzir-se em menor crescimento no médio prazo. Assim, a OCDE espera que este país avance 6.5% este ano e 6.2% em 2017. A crescer ao abrandamento chinês há a recessão da economia brasileira, que, segundo este organismo, deverá contrair 4.3% em 2016 e 1.7% em 2017. Este cenário pouco promissor para a economia mundial resulta, segundo a OCDE, do facto de o mundo ter caído numa armadilha de baixo crescimento resultante da ausência de reformas estruturais em diversas economias e de implementação de políticas fiscais expansionistas por parte dos países com folga para tal. Com efeito, este organismo considera que a adopção de medidas nestes âmbitos é fundamental para que o suporte dado pela política monetária nas diversas economias possa ter efeito no fortalecimento do crescimento.

□ **EUA 2016-17:** Entre as economias desenvolvidas destacam-se as previsões para os EUA de uma expansão do produto de 1.8% este ano e de 2.2% no próximo, suportado pela melhoria das condições no mercado de trabalho e incremento da despesa das famílias. Neste cenário, a OCDE estima que a Reserva Federal prossiga de forma muito gradual o processo de normalização da política monetária, antecipando que no final de 2017, a taxa de juro dos *fed-funds* se situará em 1.5%. Todavia este é um cenário sujeito a alguns riscos principalmente relacionados com o mercado de trabalho. Com efeito, a OCDE considera que a melhoria do emprego poderá traduzir-se em crescimento mais forte dos salários, criando-se pressões inflacionistas (o que poderá traduzir-se em incremento mais rápido das taxas de juro de referência), mas não exclui a possibilidade de que a folga no mercado de trabalho seja afinal maior do que o estimado actualmente, com implicações no enfraquecimento do ritmo de crescimento dos preços.

Previsões para o crescimento do PIB



Previsões para a taxa de inflação



Previsões OCDE

	2015	2016	2017		2015	2016	2017
PIB real				Balança corrente			
EUA	2.4	1.8	2.2	EUA	-2.7	-2.5	-2.5
Zona euro	1.6	1.6	1.7	Zona euro	3.8	3.8	3.6
Japão	0.6	0.7	0.4	Japão	2.9	3.4	3.7
China	6.9	6.5	6.2	China	3.1	2.8	2.6
Taxa de inflação				Saldo orçamental			
EUA	0.3	1.0	1.8	EUA	-4.4	-4.3	-3.7
Zona euro	0.0	0.2	1.2	Zona euro	-2.1	-1.8	-1.4
Japão	0.8	0.1	2.1	Japão	-5.4	-5.1	-4.0
China	1.5	2.6	3.0	China	-1.3	-1.8	-2.0
Taxa de desemprego				Taxas directoras			
EUA	5.3	5.0	4.7	EUA	0.5	1.0	1.5
Zona euro	10.8	10.2	9.8	Zona euro	0.1	0.0	0.0
Japão	3.4	3.2	3.1	Japão	0.1	0.1	0.1
China	-	-	-	China	-	-	-

ECONOMIAS

ZONA EURO – ACTIVIDADE ECONÓMICA MANTÉM DINÂMICA

▫ **A segunda estimativa do PIB reviu ligeiramente em baixa a expansão económica no 1T.** De acordo com a informação divulgada pelo Eurostat, a actividade económica acelerou para 0.5% q/q nos primeiros três meses do ano, comparativamente a +0.3% q/q no trimestre precedente. A dinâmica económica no 1T beneficiou de alguns factores temporários, como a antecipação das celebrações da Páscoa, e acabou por superar a desaceleração dos mercados emergentes e a volatilidade nos mercados financeiros internacionais no início do ano. Em termos homólogos, o PIB deverá ter crescido 1.5% (1.6% y/y no 4T 2015). No entanto, o crescimento económico no 2T não deverá registar a mesma dinâmica, face ao enfraquecimento dos efeitos temporários, nomeadamente a recuperação dos preços do petróleo e de outras *commodities* nos mercados internacionais e a apreciação do euro. A contribuir positivamente deverá continuar a procura doméstica, destacando-se o impulso da política fiscal, em linha com a crise de migração.

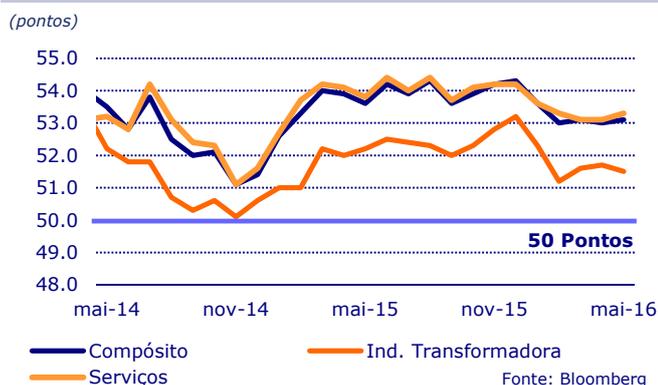
▫ **A OCDE mantém a perspectiva de uma recuperação modesta da actividade económica na área do euro este ano, com taxas de crescimento que igualam as esperadas pelo BCE.** O PIB deverá expandir em 1.6% em 2016, suportado pela procura doméstica, que deverá continuar a beneficiar dos estímulos monetários e dos preços relativamente baixos do petróleo. Em sentido contrário deverá comportar-se a procura externa, face à desaceleração das economias emergentes e impacto adverso nas exportações da Zona Euro. A melhoria do mercado laboral deverá manter-se ao longo deste ano e do próximo, mas a recuperação deverá manter um ritmo lento, em linha com a modesta dinâmica económica. Para impulsionar o crescimento económico na região, a organização internacional aconselha a uma completa união bancária, no sentido de melhorar o canal de transmissão da política monetária. Adicionalmente, aconselha os países com espaço orçamental para usar os estímulos fiscais como um instrumento do crescimento económico, promovendo o investimento em infra-estruturas e reformas na tributação dos rendimentos do trabalho, principalmente no caso de indivíduos com baixos rendimentos.

▫ **A taxa de inflação anual deverá manter-se em terreno negativo em Maio (-0.1%, primeira estimativa), ainda que registre uma ligeira recuperação face ao mês precedente.** Os preços da energia, que têm exercido pressão descendente para a variação do nível geral de preços do consumidor, atenuaram novamente a queda, registando, em Maio, uma diminuição de 8.1% y/y, que compara com -8.7% y/y no mês precedente. Espera-se que a taxa de inflação continue muito baixa nos próximos meses, melhorando posteriormente na segunda metade do ano, em linha com a recuperação dos preços do petróleo e de outras matérias-primas. O BCE antecipa uma taxa de 0.2% para este ano e de 1.3% para 2017.

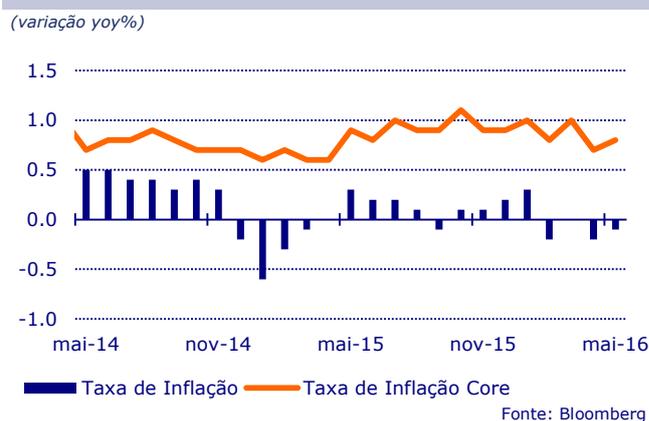
Indicadores Macroeconómicos

	2015	2016	2017
	Var. percentual, volume (preços de 2011)		
PIB (preços de mercado)	1.6	1.6	1.7
Consumo Privado	1.6	1.8	1.7
Consumo Público	1.3	1.7	1.1
FBCF	2.6	3.3	3.2
Total da procura doméstica	1.7	2.2	1.9
Exportações Líq. (contributo, em p.p.)	-0.1	-0.4	-0.1
Saldo Orçamental (% PIB)	-2.1	-1.8	-1.4
Dívida pública bruta (% PIB)	110.5	109.6	108.5
Tx. de Desemp. (% da força de trab.)	10.8	10.2	9.8
Balança Corrente (% PIB)	3.8	3.8	3.6

Fonte: OCDE (previsões económicas Junho 2016).

Crescimento económico favorável, em linha com factores temporários**Actividade económica revela ligeiros sinais de desaceleração no 2T (índ. PMI*)**

*Valores inferiores a 50 pontos revelam uma contracção da activ. económ.

Inflação mantém-se em terreno negativo em Maio

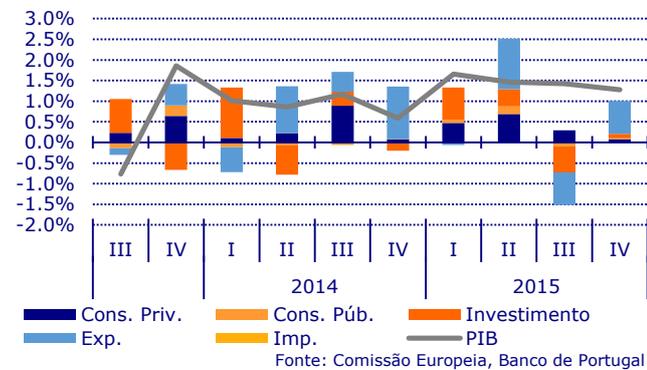
PORTUGAL – LUGAR PARA ALGUM OPTIMISMO, EMBORA COM CAUTELA

□ Um olhar atento para os dados da economia portuguesa no 1º trimestre torna razoável um optimismo cauteloso. Apesar da significativa desaceleração do PIB para 0.9% yoy (1.3% no trimestre anterior), esta foi condicionada por vários factores temporários, que poderão revelar-se menos negativos durante o ano. Todavia, os riscos permanecem descendentes, nomeadamente no que toca ao investimento, às exportações e ao efeito da aceleração do consumo nas importações. A subida do desemprego nos primeiros 3 meses do ano é coerente com a sazonalidade do período, embora não deixe de ser preocupante tendo em conta a ainda alta taxa vigente (12.4%).

□ O PIB português desacelerou no 1º trimestre de 2016, passando de um crescimento homólogo de 1.3% nos últimos três meses de 2015 para uma expansão de 0.9% de Janeiro a Março. A recuperação económica estava já a perder ritmo gradualmente desde o início de 2015, com perdas ligeiras no crescimento homólogo de trimestre a trimestre, mas o início de 2016 sofreu uma travagem particularmente brusca, com bastantes factores temporários a condicionarem a performance da economia portuguesa. O contributo para o crescimento homólogo por parte da procura interna desacelerou para 2.0 pontos percentuais (p.p.) (2.4 p.p. no 4Q2015), embora continue a ser um sustento relativamente firme do aumento do PIB. Por sua vez, a procura externa retirou os mesmos 1.1 p.p. que no final de 2015. Foi um trimestre relativamente atípico, suportado por um maior crescimento do consumo, em particular o consumo de bens mais duradouros e outros em antecipação de um aumento de impostos com a entrada em vigor do OE2016, como por exemplo a compra de veículos (aumento de 33.4% nas vendas de automóveis no trimestre), factor que levou também a maiores importações. Por outro lado, assistiu-se porém a uma estagnação do investimento em relação ao trimestre anterior, e diminuição homóloga, muito provavelmente devido a factores também maioritariamente temporários: internamente, a incerteza relativamente ao orçamento e as políticas a serem aplicadas durante o ano; externamente, o ambiente de volatilidade e pessimismo sentido nos mercados financeiros no início do ano. Ainda assim, não é de excluir uma continuação desta tendência. Finalmente, as exportações desaceleraram, em continuação de uma tendência assistida durante todo o ano passado; todavia, as mesmas foram também afectadas por alguns factores temporários: nomeadamente, uma paragem de alguns dias na Autoeuropa em Março, a continuação da greve dos estivadores no Porto de Lisboa e, mais importante ainda, uma paragem numa das refinarias do país.

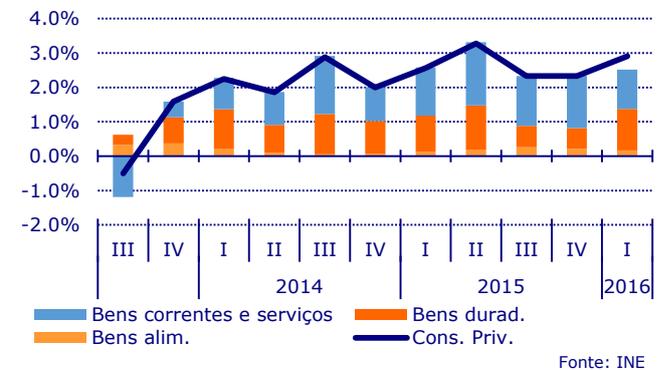
PIB e componentes

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



Consumo privado

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



□ Em relação ao consumo, este trimestre mostrou uma aceleração do crescimento homólogo, de 2.3% (valor dos últimos dois trimestres em 2015) para 2.9%. Por um lado está-se a verificar a consolidação do crescimento no consumo de bens correntes não alimentares e serviços (que representam mais de 70% do consumo), que têm registado aumentos à volta dos 2% desde o início de 2015 (2.2% no 1Q2016). Os bens alimentares seguem também uma tendência parecida, com o aumento neste trimestre de 1.5% a configurar 9 meses com aumentos homólogos acima dos 1%. É expectável que estes componentes possam acelerar o seu aumento durante o ano, com a reversão gradual dos cortes nos salários dos funcionários públicos e a diminuição do IVA para a restauração na segunda metade do ano; porém, essa aceleração não poderá ser muito significativa, em face da situação actual dos balanços das famílias (taxa de poupança em mínimos históricos). Todavia, o crescimento mais significativo registou-se no consumo de bens duradouros, que subiram 12.8%, depois de dois trimestres a crescer à volta de 7.5%. Grande parte deste crescimento deveu-se à antecipação de compras de automóveis, antes do anunciado aumento do Imposto sobre Veículos (ISV). Assim, mais de 1/3 do crescimento homólogo do consumo deveu-se à compra de bens duradouros, quando estes representam menos de 10% do consumo final, o que, prevendo-se uma diluição deste aumento temporário, pode retirar algum fôlego à possível aceleração do consumo durante 2016.

□ O investimento registou a primeira contracção homóloga desde o segundo trimestre de 2013, diminuindo 0.6%. Também como no consumo, são notados aqui alguns factores que seguem uma tendência de alguns trimestres, enquanto outros parecem ser manifestamente temporários. O investimento em equipamento de transporte esteve em contraste com o resto da formação bruta de capital, ao aumentar 21.0% yoy. Esta componente do investimento tem vindo a registar

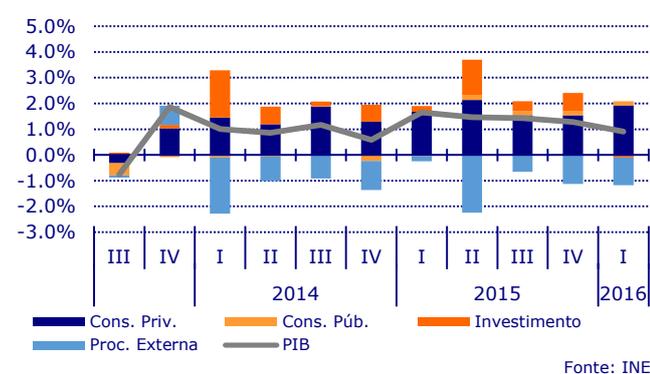
ECONOMIAS

PORTUGAL – LUGAR PARA ALGUM OPTIMISMO, EMBORA COM CAUTELA (cont.)

subidas homólogas desde o primeiro trimestre de 2013, tendo aumentado sempre entre os 20% e os 30% desde o meio de 2014 até ao último trimestre do ano passado, altura em que subiu 9.7%. Será interessante também nesta componente verificar a sua evolução nos próximos trimestres, já que este aumento pode também ter sido provocado por alguma antecipação devido ao já referido aumento do ISV. **O decréscimo de 3.9% yoy na construção parece também revelar uma interrupção temporária no investimento**, já que havia crescido durante todo o ano de 2015, e a aproximação temporal das eleições autárquicas de 2017 deverá a levar a aumentos de encomendas de obras públicas. **Mais preocupante é o continuado declínio na categoria de Máquinas e Equipamento (um quarto do investimento)**, que, no seu 3º trimestre consecutivo de quedas, diminuiu 4.2% em relação ao primeiro trimestre de 2015. A acompanhar esta tendência está o investimento em propriedade intelectual (mais de 15% do investimento total), que tem vindo progressivamente a cair mais desde o início de 2015, baixando 4.4% no último trimestre.

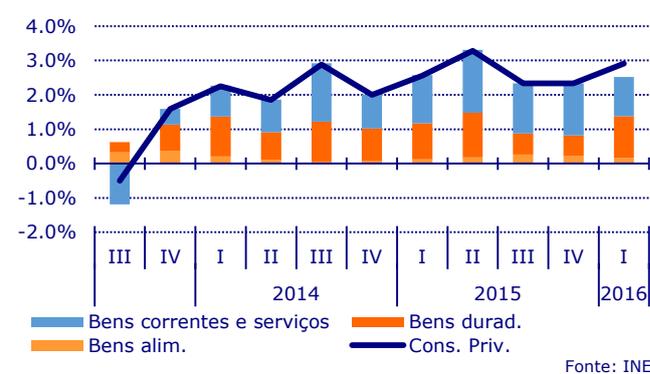
PIB e componentes

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



Consumo privado

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



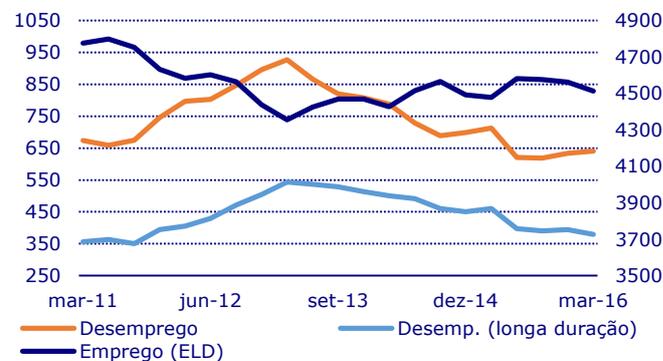
□ **Finalmente, o comércio internacional mostrou-se igualmente desfavorável em comparação com o trimestre anterior, retirando 1.1 p.p. ao crescimento homólogo.** As exportações de bens em volume desaceleraram, crescendo 2.6% (2.8% no trimestre anterior). Também o crescimento das exportações de serviços abrandou, passando de 2.7% para 1.1% nos primeiros 3 meses do ano (isto apesar de um significativo crescimento do turismo no mesmo período). As exportações de bens em valor no primeiro trimestre foram particularmente afectadas por dois factores: a contracção em Angola, destino para onde as exportações de bens no primeiro trimestre caíram 45%, e paragem temporária de uma refinaria, que fez a exportação de produtos minerais descer 29% no mesmo período. Por sua vez, as importações de bens em volume desaceleraram também, em 1.2 p.p. para um aumento de 5.0%, enquanto as importações de serviços ganharam ritmo, aumentando 1.7% (0.1% no trimestre anterior). **Registou-se ainda um saldo externo de bens e serviços positivo de 1.0%, menor em 0.2 p.p. em comparação com os últimos 3 meses de 2015.**

□ **Os dados do mercado de trabalho no mesmo período mostraram um aumento da população empregada em termos homólogos, de 0.8%, e uma diminuição de 1.1% em comparação com o trimestre anterior. A taxa de desemprego (sem correcção de sazonalidade) aumentou de 12.2% nos últimos 3 meses de 2015 para 12.4% neste trimestre.** O cenário de degradação trimestral do mercado de trabalho não é preocupante, dada a sazonalidade do 1º trimestre, que implica sempre um pior desempenho do emprego.

□ Além disso, os dados trimestrais permitem focar uma tendência positiva na composição do desemprego. **O número de desempregados de longa duração continua a diminuir**, com particular enfoque nos desempregados há 25 meses ou mais, que decresceram 17% em termos homólogos e 11% em termos trimestrais. No mesmo sentido, os desempregados que procuram emprego há 12-24 meses viram igualmente uma diminuição homóloga (-18.8%), embora tenham aumentado face ao trimestre anterior (15.9%). Esta tendência é particularmente positiva tendo em conta que está a ser acompanhada de **um decréscimo no número de inactivos disponíveis que não**

Emprego e desemprego

(milhares)



PORTUGAL – LUGAR PARA ALGUM OPTIMISMO, EMBORA COM CAUTELA (cont.)

procuram emprego: os chamados desencorajados sofreram uma quebra homóloga de 12.3% e uma descida trimestral de 8.2%. Entre o 1º trimestre de 2015 e os primeiros 3 meses deste ano, respectivamente os desencorajados, desempregados há 25 meses ou mais e desempregados há 12-24 meses, contaram menos 31.7 mil, 53.0 mil e 27.8 mil pessoas, ou seja, no total 112 mil pessoas. **Porém, devido às características destes desempregados, não é expectável que prossigam diminuições tão acentuadas nos próximos trimestres.**

□ O reverso da moeda é um **aumento bastante significativo dos desempregados de mais curta duração**, especialmente verificado neste último trimestre. O número de desempregados há menos de 1 mês aumentou 43.9% e 43.4%, respectivamente, em termos homólogos e trimestrais. Ao mesmo tempo observou-se um aumento homólogo nos desempregados entre 7 a 11 meses (6.5%) e ligeira diminuição entre 1 a 6 meses (-1.9%), enquanto a análise trimestral mostra ao contrário uma ligeira queda (-0.9%) no desemprego entre 7-11 meses, com um aumento significativo (8.7%) no desemprego entre 1-6 meses. Não sendo indicadores definitivos, **estes números podem apontar para um início de aumento de rotatividade no mercado de trabalho português**, algo desejável. Pode também significar uma inversão de tendência, com o desemprego a piorar no futuro, contrariando a actual tendência de redução ligeira, mas não parece ser esse o caso. De qualquer forma, este é um indicador a monitorar no futuro.

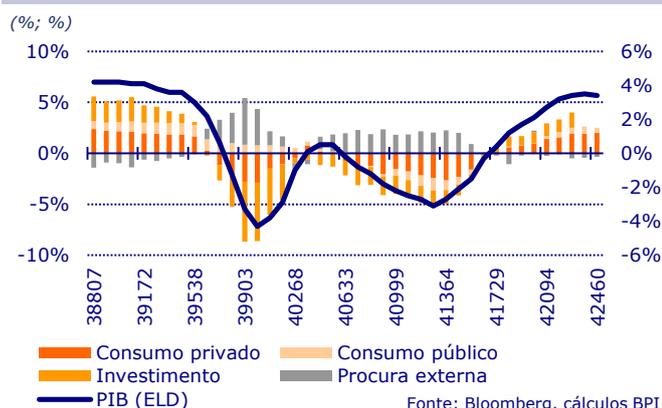
ECONOMIAS

ESPAÑA - CRESCIMENTO SUPORTADO

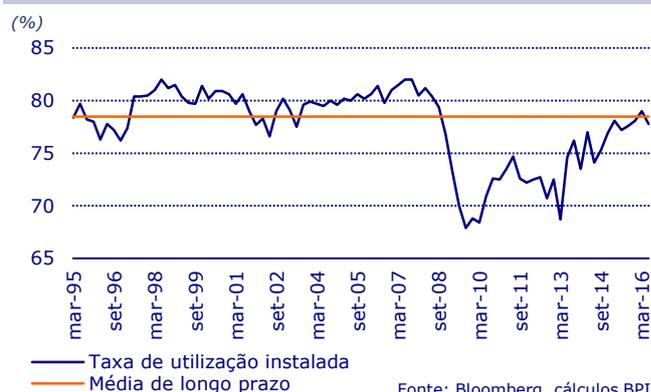
□ **Crescimento no 1T16:** a economia espanhola avançou 0.8% em cadeia e 3.4% em termos homólogos nos primeiros três meses do ano, tendo a procura interna contribuído com 3.8 pontos percentuais (p.p.) e a procura externa retirado 0.4 p.p. ao crescimento homólogo. Face ao trimestre anterior, o contributo da procura interna para o crescimento reduziu-se em 0.3 p.p., em resultado de uma expansão mais moderada do investimento. Com efeito esta variável avançou 5.2% yoy no trimestre, menos 0.8 p.p. do que no trimestre anterior, traduzindo abrandamento em todas as suas componentes. Embora as despesas de capital continuem a evoluir de forma positiva - mais 5.2% yoy -, a evolução do investimento em bens de equipamento mostra um abrandamento, diminuindo o ritmo de crescimento para 5.5% o que compara com 7.8% nos últimos três meses de 2015. Este comportamento reflectirá a recuperação da taxa de utilização da capacidade instalada para níveis próximos da sua média de longo prazo, podendo nos próximos trimestres manter uma tendência de desaceleração. Por seu turno, o consumo privado acelerou 0.2 pontos percentuais face ao quarto trimestre de 2015, avançando 3.7%. A redução do desemprego e a evolução favorável do rendimento privado associado a alterações fiscais e taxa de inflação negativa justificam esta evolução e dão suporte à manutenção de um comportamento dinâmico. O contributo menos negativo da procura externa para o PIB no período em análise resulta de um abrandamento mais acentuado das importações do que das exportações.

□ **Crescimento em 2016-17:** recentemente a OCDE publicou as previsões económicas para 2016-17, destacando no caso de Espanha que o processo de recuperação está suportado pelo crescimento do emprego, por baixos preços do petróleo e pela política monetária expansionista do BCE, considerando que o PIB avançará 2.8% este ano e 2.3% no próximo, depois de em 2015 ter avançado 3.2%. Todavia este organismo chama a atenção para a necessidade do país prosseguir com a realização de reformas estruturais, que permitam a redução do nível de dívida pública e que incrementem a produtividade, nomeadamente através da redução do grau de integração vertical no sector eléctrico e na redução das barreiras em profissões em que há restrições à entrada. Como principal factor de risco surge a incerteza política, que se pode manter após as eleições de 26 de Junho.

Contributos para o crescimento homólogo



Taxa de utilização da capacidade instalada



Previsões macroeconómicas

	2014	2015	2016P	2017P	2016P	2017P	2016P	2017P
	BPI				OCDE		CE	
PIB	1.3	3.2	2.7	2.3	2.8	2.3	2.6	2.5
Consumo privado	1.2	3.1	2.8	2.0	3.1	2.1	3.0	2.3
Consumo público	0.0	2.7	2.4	1.5	1.5	1.2	1.0	1.0
Investimento	3.5	6.4	3.5	2.0	4.6	3.8	4.7	5.0
Exportações	5.1	5.4	3.3	4.5	4.8	5.0	4.5	5.2
Importações	6.3	7.5	3.8	3.5	5.5	5.2	5.8	5.8
Taxa de inflação	-0.1	-0.6	-0.1	1.0	-0.5	1.0	-0.1	1.4
Taxa de desemprego	24.5	22.1	-	-	19.8	18.4	20.0	18.1
Saldo orçamental	-5.9	-5.1	-	-	-3.7	-2.7	2.3	2.1
Rácio de dívida pública	99.3	99.2	-	-	100.3	100.1	100.3	99.6
Saldo da conta corrente	1.0	1.4	-	-	1.1	0.9	1.5	1.3

ANGOLA – PREÇOS MAIS ALTOS DO PETRÓLEO ESTANCAM QUEDA DE RECEITAS PETROLÍFERAS

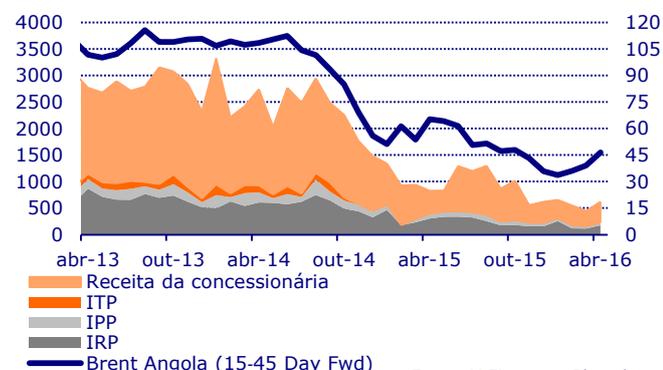
Os últimos dados da exportação de petróleo revelam desenvolvimentos favoráveis em Abril, tornando possível um desagravamento gradual da situação económica. O preço do petróleo exportado por Angola aumentou 19% face a Março, com as receitas de exportação em dólares a aumentarem também de forma substancial nesse mês (39% mom) e a produção petrolífera a subir para 1.88 milhões de barris diários (mbd), próxima objectivo do executivo (1.89 mbd no OGE2016). Em resultado desta melhoria, as receitas fiscais petrolíferas aumentaram igualmente 39% mom e chegaram aos USD 619.6 milhões, o melhor resultado desde Outubro de 2015. No total acumulado do ano até Abril, o preço médio está ainda a cair cerca de 37% em comparação com o mesmo período de 2015, sendo apenas em parte compensado pelo aumento de 2.9% no número de barris exportados. Consequentemente, as receitas de exportação estão agora a diminuir 34.3% yoy, enquanto as receitas fiscais petrolíferas sofrem uma quebra de 44.4%. **Apesar da ausência de tomada de decisões na reunião da OPEP, o equilíbrio da procura e oferta parece estar a dar um maior suporte aos preços do petróleo, que seguem agora num intervalo entre os USD 45-50.** Este facto deverá ajudar os preços de exportação de barris de petróleo angolano a evoluir favoravelmente nos próximos meses (o preço foi USD 36 para o mês de Abril).

A inflação voltou a aumentar em Abril, passando a variação anual do IPC de Luanda dos 23.6% em Março para 26.4% no mês passado. As subidas sucessivas da variação homóloga em 2016 têm sido sempre cerca de 300 pontos base. A variação mensal foi, no entanto, menos acentuada do que no mês anterior, registando 3.14%, menos 0.29 pontos percentuais (p.p.). A classe de alimentação e bebidas não alcoólicas continua a ser a principal responsável pelo aumento dos preços, contribuindo com 1.38 p.p., 44% da variação, o que é justificado pelo efeito conjunto da actual seca na África austral com a desvalorização do kwanza. É provável que a inflação se mantenha em valores relativamente altos ainda durante este ano pelos efeitos de segunda ordem da desvalorização cambial, sendo expectável alguma moderação na variação dos preços no final do ano. **As reservas internacionais líquidas em Abril aumentaram para os USD 24.8 mil milhões, acima dos USD 24.3 mil milhões registados em Março.**

O FMI encontra-se em Angola entre 1-14 de Junho, no âmbito das negociações do EFF (Programa de Financiamento Ampliado), não havendo ainda informação completa sobre o montante e medidas incluídas.

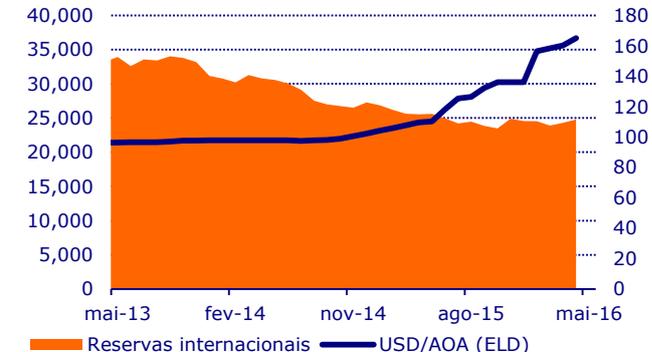
Receitas fiscais petrolíferas subiram em Abril

(milhões de USD; USD)



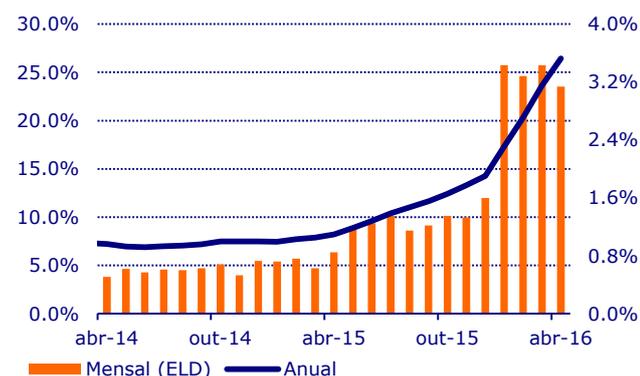
Reservas subiram em Abril, contrariando a tendência recente

(milhões USD; x kwanzas por USD)



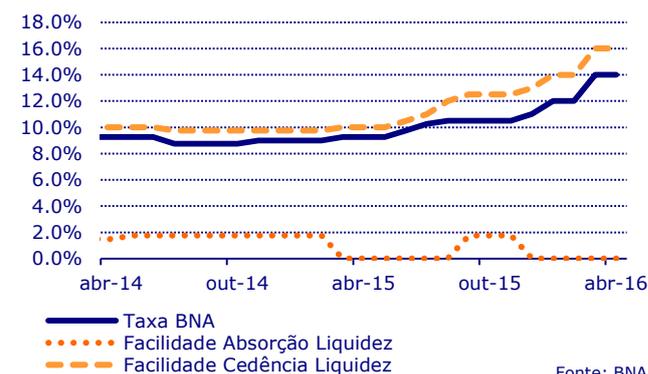
Inflação homóloga subiu novamente em Abril

(yoy%; mom%)



O CPM do BNA manteve as taxas de juro no final de Abril

(percentagem)



ECONOMIAS

MOÇAMBIQUE – CONTEXTO POLÍTICO E ECONÓMICO DESAFIANTE

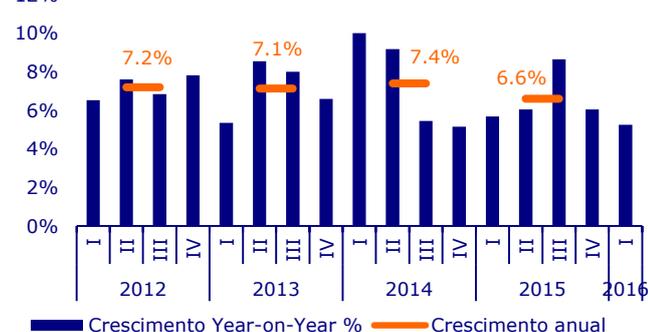
▫ **A actividade económica em Moçambique continua a expandir, ainda que tenha desacelerado nos primeiros três meses do ano.** De acordo com os dados do INE, o produto interno bruto aumentou 5.3%, o que representa uma desaceleração face ao crescimento de 6.1% registado no último trimestre de 2015 (valor revisto em alta), reflectindo o declínio da confiança dos empresários observado em Fevereiro e Março. No caso do sector primário (+2.7% y/y no 1T 2016) destaca-se a aceleração da indústria extractiva, que acabou por contrabalançar parte da desaceleração registada na agricultura. Este último sector tem sido afectado por condições climatéricas extremas (seca e cheias), que tem limitado a produção agrícola. O sector secundário registou o ritmo de expansão mais significativo dos três sectores (+10% y/y), ainda que também tenha abrandado face ao último trimestre de 2015. Neste caso, destaca-se o desempenho positivo da construção e o facto de a indústria transformadora ter desacelerado em 6 pontos percentuais (p.p.) nos primeiros três meses deste ano para 9.9%. Por fim, o sector terciário, com uma representatividade de mais de 50% no produto interno bruto, desacelerou de 6.1% para 5.3%, ainda que o sector dos serviços financeiros tenha expandido substancialmente para níveis próximos dos verificados em 2014. A desaceleração do sector dos serviços poderá estar relacionada com o adiamento das decisões finais relativamente aos projectos na bacia do Rovuma, retardando, deste modo, a implementação de serviços de apoio a estes projectos.

▫ **As pressões inflacionistas continuam a acentuar em Moçambique.** Neste sentido, a taxa de inflação anual de Moçambique aumentou em 3.7 p.p. em Abril, totalizando 17.3%, enquanto a variação mensal dos preços foi de 2.2%. As pressões inflacionistas que se têm acentuado nos últimos meses reflectem o comportamento dos preços dos bens alimentares, em linha com as condições climatéricas adversas à produção agrícola, e agravado pela circulação condicionada de bens e serviços associada à tensão político-militar e depreciação da moeda nacional (queda de 47% entre Abril de 2015 e o mesmo período de 2016).

▫ **No último mês, as agências de rating reviram em baixa a avaliação de Moçambique, em linha com a divulgação de montantes adicionais de dívida pública, anteriormente ocultados dos dados oficiais.** A Moody's colocou a dívida do país sob revisão para *downgrade*, no sentido de avaliar o impacto para os detentores de dívida dos novos valores de dívida pública externa, num montante de USD 1.4 mil milhões. A agência pondera, ainda, analisar o impacto que esta situação terá na probabilidade de uma reestruturação da dívida detida ou garantida pelo Governo moçambicano. A Fitch também reviu em baixa o *rating* atribuído à dívida de longo prazo, anteriormente em CCC para CC. A agência chama a atenção para os efeitos na economia da suspensão das ajudas financeiras que alguns parceiros levaram a cabo, como o FMI, num contexto de queda das reservas internacionais. A S&P reviu de B- para CCC, a dívida de longo prazo denominada em moeda estrangeira, com perspectiva negativa, reforçando que a divulgação destes novos montantes de dívida aumenta o risco de um incumprimento.

Actividade económica continua a desacelerar nos primeiros três meses de 2016

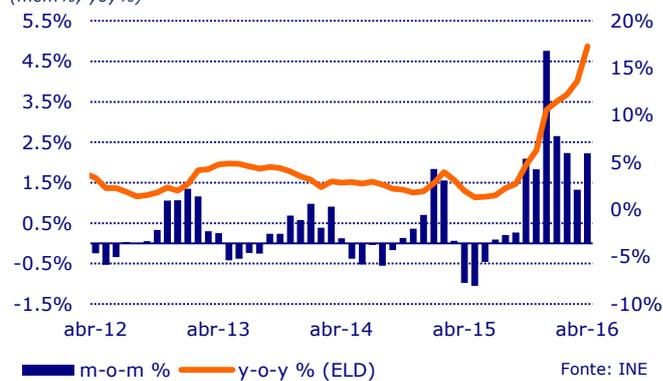
(variação homóloga)



Fonte: INE

Pressões inflacionistas acentuam-se em Abril

(mom%; yoy%)



Fonte: INE

Recentes descobertas sobre novos montantes de dívida pública exercem pressão na moeda nacional

(x meticais por USD; x meticais por EUR)



Fonte: Bloomberg

Utilização das reservas tem permitido atenuar a pressão na taxa de câmbio

(reservas internacionais líquidas em milhões USD)



Fonte: Banco de Moçambique

Vânia Patrícia Duarte

ÁFRICA DO SUL – CRESCIMENTO ECONÓMICO DEVERÁ DESACELERAR

□ **A OCDE publicou as previsões de Junho, revelando um menor optimismo para a actividade económica na África do Sul.** Em Novembro do ano passado, a instituição esperava um aumento do produto interno bruto de 1.5% para 2016, mas, nas recentes previsões, a OCDE antecipa uma expansão de 0.7% (dados do PIB para o 1T de 2016 serão publicados no dia 8 de Junho). A contribuir para a forte desaceleração comparativamente com o verificado em 2015 (1.3%) está o significativo abrandamento esperado para a procura doméstica. Em causa poderá estar o aumento dos preços, potenciado pela depreciação da moeda doméstica e impacto das condições climatéricas adversas na oferta e nos preços dos bens alimentares, e o elevado nível de desemprego. Em sentido contrário, a OCDE espera que a componente externa tenha um efeito favorável no PIB, em linha com a recuperação dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, ainda que se mantenham longe dos valores observados em anos anteriores. Adicionalmente, a organização espera que as melhorias na produção de electricidade apenas comecem a surtir efeitos no final deste ano, ao mesmo tempo que a confiança dos agentes económicos deverá permanecer baixa, dissuadindo o investimento e o consumo. Os riscos que podem obrigar a uma revisão em baixa do ritmo de crescimento da actividade económica na África do Sul incluem *downgrades* por parte das agências de *rating* com impacto na queda da confiança, atrasos na melhoria da oferta de electricidade ou novas quedas dos preços das *commodities*. Em 2017, a economia deverá voltar a acelerar, assente nos efeitos decorrentes das melhorias na capacidade de geração de electricidade e da estabilização dos preços das matérias-primas.

□ **A taxa de inflação anual voltou a cair pelo segundo mês consecutivo.** Em Abril, a inflação homóloga caiu de 6.3% para 6.2%. Os preços dos bens alimentares continuaram a aumentar, reflectindo o impacto das condições de seca na produção de bens agrícolas, cujos impactos deverão continuar a fazer-se sentir na oferta doméstica de bens alimentares. Outra rubrica com forte contributo para a variação homóloga dos preços foi a habitação e serviços de utilidade pública, influenciada pelo forte aumento registado nos serviços de água e electricidade. De facto, era já esperado que o aumento das tarifas de electricidade em 9.4% por parte da Eskom, com efeitos a partir de 1 de Abril, tivesse reflexos no nível de preços. A contribuir para a desaceleração do crescimento dos preços estiveram os efeitos de base da rubrica dos transportes face às elevadas taxas aplicadas aos combustíveis em Abril do ano anterior. Em termos mensais, a variação dos preços fixou-se em 0.8%, com o contributo expressivo dos transportes para a variação mensal, fazendo reflectir a recuperação dos preços do petróleo nos mercados internacionais.

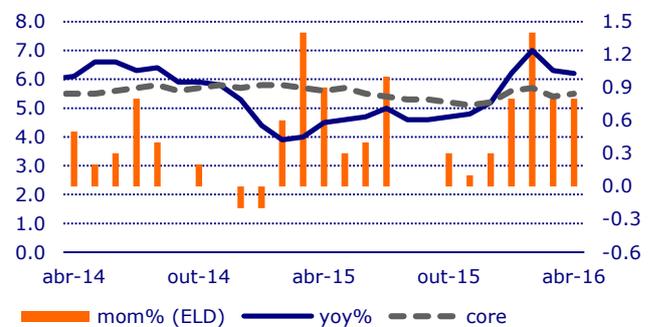
Indicadores Macroeconómicos

	2014	2015	2016	2017
	Var. percentual, volume (preços de 2010)			
PIB (preços de mercado)	1.7	1.3	0.7	1.4
Consumo Privado	0.7	1.8	0.9	1.2
Consumo Público	1.8	0.2	1.0	0.7
FBCF	1.5	2.5	1.0	1.4
Total da procura doméstica	0.5	1.8	0.4	1.1
Exportações	3.3	3.8	3.9	4.0
Importações	-0.5	5.3	2.5	3.1
Exportações Líquidas (contrib., em p.p.)	1.1	-0.5	0.4	0.2
Deflator PIB	5.8	3.9	5.7	5.4
IPC	6.1	4.6	6.5	6.3
Saldo Orçamental (% PIB)	-4.1	-3.9	-3.3	-3.0
Balança Corrente (% PIB)	-5.4	-4.3	-4.4	-4.0

Fonte: OCDE (previsões económicas Junho 2016)

Ritmo de crescimento dos preços atenuou pelo segundo mês consecutivo

(yoy%, mom%)



Fonte: Bloomberg

PMI inverte tendência dos meses anteriores, mas mantém-se acima da marca dos 50 pontos

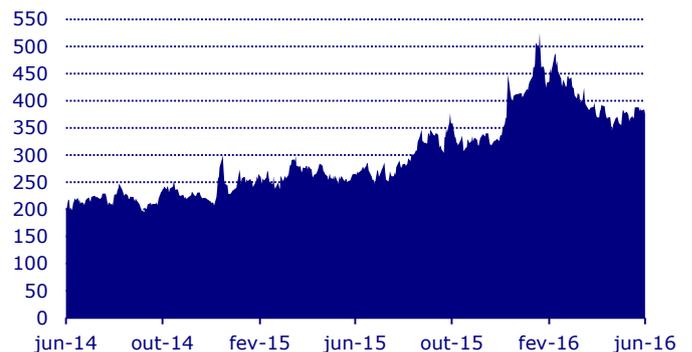
(pontos)



Fonte: Bloomberg

Spread tem reflectido a incerteza política no país

(Emerging Market Bond Index-JP Morgan, em pontos base)



Fonte: Bloomberg

MERCADO CAMBIAL

MERCADOS

A FED, O BREXIT, O BOJ E UMA PITADA DE INCERTEZA

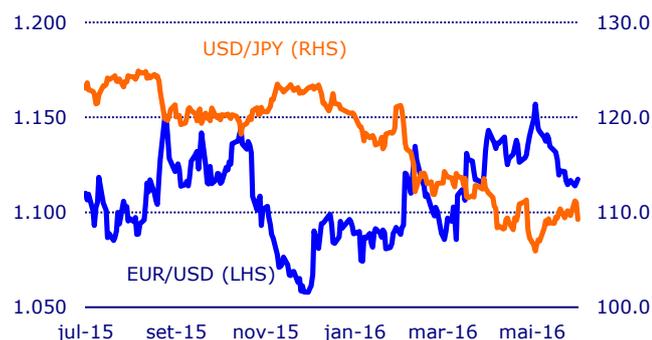
□ **Factores de mercado não faltam e existem para todos os gostos e para todo o tipo de variações em termos de volatilidade dos principais câmbios. Contudo, o contexto não deixa de ser incerto e arriscado.** Do lado dos EUA, as expectativas focam-se no próximo movimento de subida das taxas de juro, de acordo com o processo de normalização iniciado em Dezembro do ano passado. As expectativas são fortes e especula-se e questiona-se se ocorrerá em Junho ou se em Julho. A possibilidade de Brexit (saída do Reino Unido da União Europeia), com o referendo a 23 de Junho, poderá levar a Reserva Federal norte-americana a aguardar e ponderar uma alteração da sua política monetária só em Julho. O cenário macroeconómico dos EUA mostra-se melhorado, depois de um primeiro trimestre vacilante, com o mercado de trabalho no melhor nível dos últimos anos, para além de já se sentir pressão de subida do lado dos salários. Espera-se, por isso, um gradual aumento da inflação (a inflação *core* já bateu os 2%, objectivo da autoridade monetária para todo o cabaz dos preços, que ainda vai a metade do caminho). Entretanto, e ainda com as actuais condições monetárias nos dois lados do Atlântico, existe um diferencial de juros em toda a extensão da curva de rendimentos bastante favorável ao dólar. Este facto, mais a atracção que as bolsas norte-americanas ainda exercem (embora os índices voltem a estar muito próximo dos valores máximos) são responsáveis pelo actual fluxo de capitais que entram nos EUA. Uma palavra para o final do ano (Novembro), em que as eleições Presidenciais podem ganhar importância a nível de condicionamento dos mercados (face aos candidatos em disputa), nomeadamente da evolução do dólar no mercado cambial. Para já, o mercado colocou o EUR/USD numa posição defensiva: no meio do intervalo largo construído nos últimos meses compreendido entre 1.08 e 1.16.

□ **Na Europa, a situação económica aparenta estar melhor do que se antecipava (recentemente a OCDE confirmou isso mesmo), mas o referendo de dia 23 de Junho no Reino Unido poderá gerar momentos de grande volatilidade antes e depois** (entretanto, as sondagens e os estudos acerca dos efeitos económico-financeiros, tanto para o Reino Unido como para a UE28, multiplicam-se e baralham o resultado final). No caso de Brexit, não temos dúvidas que a libra perderá de forma quase imediata 10% a 20% do seu valor. O EUR/GBP passaria para 0.85 e logo para 0.95, num curto espaço de tempo. E a turbulência poderá contaminar a generalidade dos mercados, gerando-se fugas de capitais de mercados que lidam com maior risco. **O próprio franco suíço poderia sofrer fortes pressões de apreciação, contra o que as autoridades helvéticas têm feito para contrariar esse tipo de tendência.**

□ **Também é com base na divergência de políticas monetárias que deveria evoluir o USD/JPY.** Contudo, o USD/JPY tem vindo a cair, quando permanece adiada a introdução do agravamento do IVA no Japão, numa altura que estão a ser equacionadas novas medidas de apoio ao relançamento económico nipónico. O iene tem mostrado ter interesse para alguns investidores/especuladores e o BoJ tem vindo a evitar movimentos de forte apreciação da moeda, fazendo intervenções directas e discretas no mercado cambial contra essa pressão. Notoriamente, o BOJ não deseja transacções do USD/JPY abaixo dos 105 ienes por dólar.

Dólar recupera com antecipação da Fed e BoJ "segura" iene, evitando mais apreciações

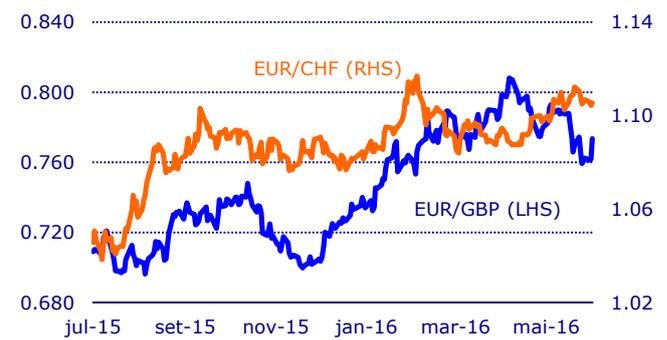
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

EUR/GBP corrige tendência de subida; EUR/CHF estabilizado pelo banco central

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



Fonte: Reuters, BPI

EUR/USD em equilíbrio; JPY sobrevalorizado; GBP e CHF subavaliados

31.Mai.16

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.1075	1.1174	0.89%
EUR/JPY	135.52	122.07	-9.92%
EUR/GBP	0.7221	0.7736	7.12%
EUR/CHF	1.0331	1.1055	7.01%

Fonte: BPI.

Recente diminuição da volatilidade

31.Mai.16

Moedas	Mai	Últimos 6 meses	Último ano
EUR/USD	6.1489	10.1989	10.1633
USD/JPY	9.8461	11.8584	10.2958
EUR/JPY	8.0423	10.9972	9.8832
EUR/CHF	3.8209	4.7202	5.1970

Fonte: BPI.

MERCADOS

MERCADO CAMBIAL (MOEDAS EMERGENTES)

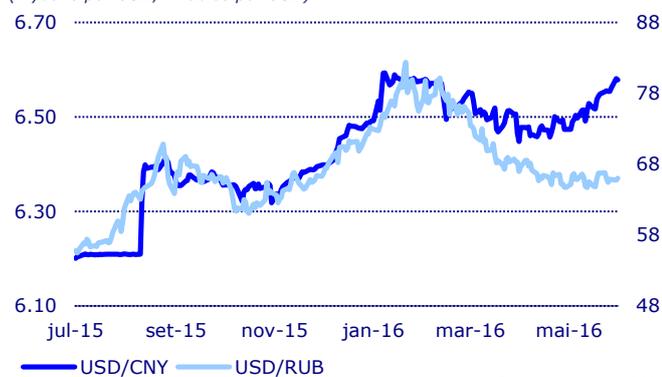
FED PÕE À PROVA VULNERABILIDADE DAS MOEDAS

□ O passado recente mostrou-nos a vulnerabilidade da maioria das moedas dos emergentes quando se especulou, e de facto se iniciou, o ciclo de normalização das taxas de juro nos EUA (em Dezembro de 2015 ocorreu a primeira subida, aguardando-se para breve a segunda), pois a possibilidade de agravamento dos custos do crédito a economias emergentes financeiramente desequilibradas mostrava-se terrífico. E de facto, no final de 2015, as moedas desses países alcançaram o valor mais baixo face ao dólar e ao euro, em consequência de um forte movimento de fuga de capitais. Será que estaremos perante uma “segunda onda”? Parece-nos que a Reserva Federal tem vindo a preparar os mercados para um próximo movimento (diga-se que, entretanto, as expectativas são de subidas dos juros mais contidas e graduais), de modo a não existir excessiva volatilidade. Mas existem outras percepções: os movimentos anteriores de depreciação foram significativos, estando já descontada a contida normalização dos juros do dólar; as economias têm vindo a preparar-se para diminuir a sua vulnerabilidade perante choques externos; um melhor ciclo de preços das *commodities* poderá fazer melhorar a situação financeira de muitos dos emergentes, significativamente dependentes da venda destes produtos. **No entanto, existem moedas que podem permanecer sob a atenção sobretudo de especuladores, dada a persistência de fragilidades económico-financeiras e políticas: o BRL (real do Brasil), ZAR (rand da África do Sul), TRY (lira turca).** Também o CNY (yuan da China), embora mais pela perda de pujança da sua máquina económica com a alteração do modelo seguido, persistindo o processo de reafirmação da sua importância regional e mundial.

□ De facto, estamos a assistir a uma continuada depreciação do yuan em relação ao dólar, mas acreditamos que será do interesse das autoridades chinesas a manutenção desta situação de forma controlada (é provável que dentro da possibilidade diária de variação no actual sistema cambial semi-fixado, o banco central controle o gradual movimento de desvalorização contra as moedas rivais, usando as reservas). No período de Abril e Maio, o CNY perdeu mais de 2% do seu valor para o USD, de acordo com a formação de uma tendência. Segundo os cálculos do IIF (Institute of International Finance), o Banco Popular da China usou cerca de \$7 mil milhões (mm) em Abril no mercado cambial (\$26 mm em Março e \$37 mm em Fevereiro). Entretanto, a saída de capitais tem vindo a diminuir, ainda assim foi de \$25 mm tanto em Março como em Abril. Por outro lado, os dados confirmam menor dinamismo da actividade económica. Apesar das taxas de crescimento, acima do padrão europeu ou norte-americano, a produção industrial e o investimento têm vindo a registar taxas sucessivamente inferiores, tanto mensais como anuais.

Yuan (CNY) acentua tendência de perda; Rublo (RUB) recupera e estabiliza

(x yuans por USD; x rublos por USD)



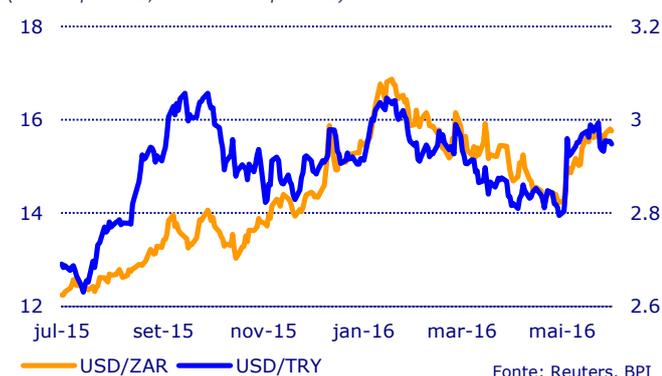
Real do Brasil (BRL) estabilizou após depreciação; peso mexicano (MXN) mais volátil e frágil

(x pesos por USD; x reais por USD)



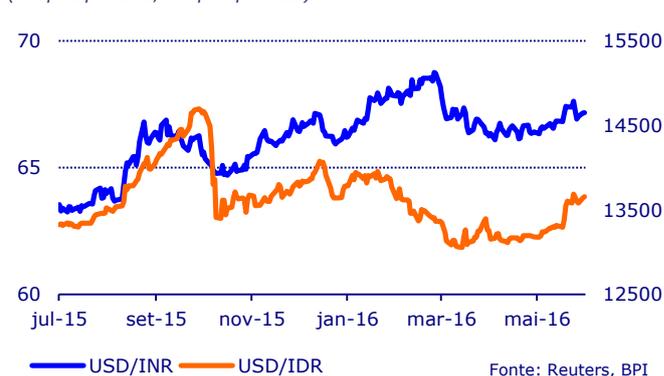
Lira turca (TRY) e rand da África do Sul (ZAR) voltam a estar sob pressão de depreciação

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



A rupia da Índia (INR) e rupia da Indonésia (IDR) mostram aparente estabilidade contra o dólar

(x rupias por USD; x rupias por USD)



MERCADO MONETÁRIO

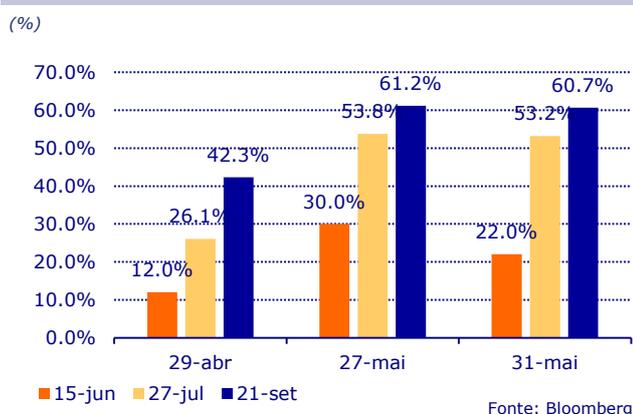
MERCADOS

FED POSICIONA-SE PARA AUMENTAR TAXAS BREVEMENTE

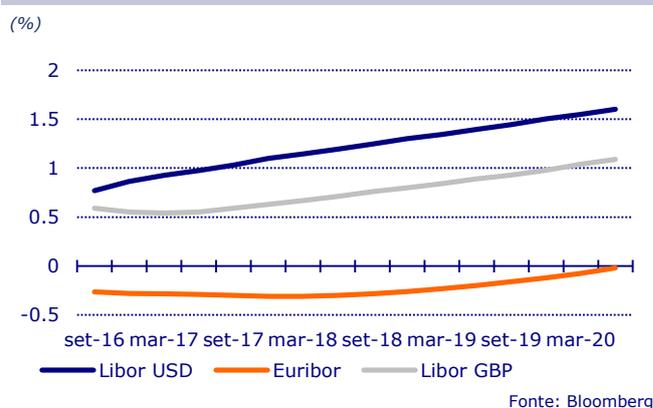
□ A publicação das actas do último comité de política monetária da Reserva Federal e as recentes declarações de Janet Yellen revelaram alguma apetência para que a autoridade monetária norte-americana modifique brevemente o intervalo da taxa de juro dos *fed-funds*. Estes dois factos reflectiram-se na alteração das probabilidades atribuídas pelos analistas de mercado a que tal movimento ocorra em Junho de 12% antes do conhecimento das actas, para 22% no último dia de Maio. A alteração do sentimento resulta principalmente do facto das actas referirem que a maioria dos participantes no comité considera adequado aumentar a taxa de juro de referência caso sejam evidentes os sinais de que o ritmo de crescimento do PIB no segundo trimestre for superior ao observado nos primeiros três meses do ano (0.8% em cadeia, anualizados), se o mercado laboral mantiver um dinamismo positivo e se a evolução dos preços confirmar um cenário mais benigno para a inflação. Adicionalmente, a Presidente da Reserva Federal indicou que perante a evolução recente da economia e dadas as perspectivas mais positivas para o comportamento dos preços por via dos sinais de estabilização do preço do petróleo e do dólar é possível que a Reserva Federal eleve a sua taxa directora num dos próximos meses. Todavia, o mercado continua a atribuir uma probabilidade inferior a 30% a que tal evento ocorra em Junho; já para a reunião de 27 de Julho, a probabilidade atribuída ao aumento da taxa dos *fed-funds* é de 53%. **Para além do comportamento dos indicadores económicos, importa ter presente que a Reserva Federal também mostra alguma preocupação por o nível actual da taxa directora ser muito baixo, reduzindo a capacidade de intervenção da autoridade monetária em caso de ocorrência de um cenário adverso.**

□ Neste cenário não é de descartar a possibilidade de subida de taxas nos EUA na reunião de Junho, contudo atribuímos uma maior probabilidade a que tal movimento ocorra apenas em Julho, pois uma semana após o FOMC de Junho decorrerá o referendo quanto à permanência ou não do Reino Unido na União Europeia, sendo por isso, provável que, perante este factor potencialmente perturbador dos mercados financeiros, a Fed evite alterações na política monetária em Junho (à data em que escrevemos este texto os resultados das sondagens efectuadas para o Brexit apresentam resultados idênticos para o sim e para o não, mas as apostas efectuadas são mais conclusivas quanto à permanência do Reino Unido na UE).

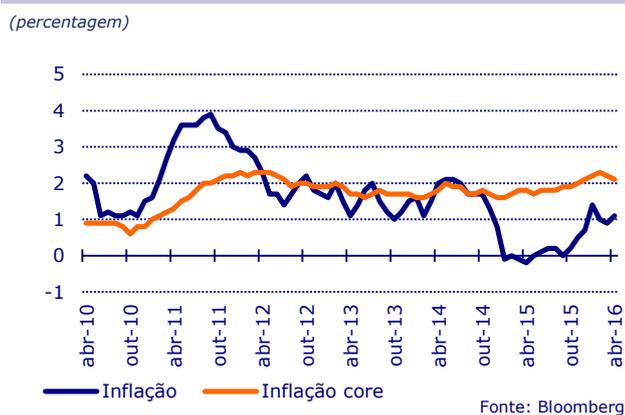
Probabilidade atribuída à subida de taxas nos EUA nas reuniões de:



Futuros de taxas a 3 meses



Inflação e inflação core nos EUA



Expectativas inflacionistas implícitas no swap a 5 anos nos EUA



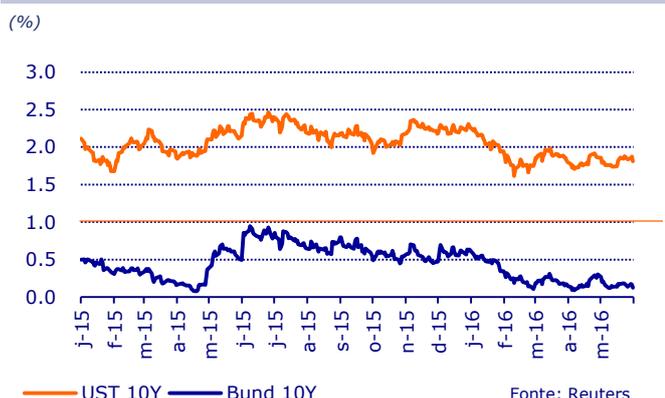
MERCADOS

SEM TRACÇÃO

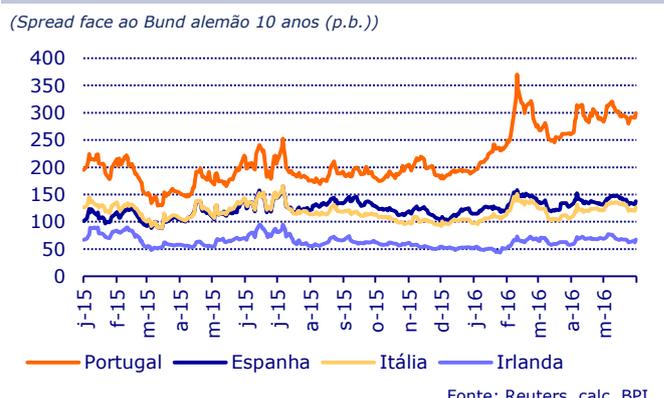
› MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

- **Mercados desenvolvidos:** os preços dos principais títulos de dívida pública nos principais mercados continuam próximos de máximos históricos, o que se traduz em taxas de rentabilidade muito reduzidas. Nos EUA, o UST a 10 anos situa-se em torno de 1.8%, pouco acima do mínimo histórico observado em Fevereiro deste ano (1.6%). Na zona euro, o *benchmark* alemão com igual maturidade situa-se em torno de 0.1%, não muito longe do mínimo de 0.08% observado em Abril de 2015. Os factores que justificam este comportamento continuam a ser políticas monetárias expansionistas, ausência de pressões inflacionistas e também riscos de ordem política que se traduzem em maior procura de títulos com melhor qualidade de risco. A diluição dos riscos políticos poderá reflectir-se em menor apetência pela busca de qualidade, mas os outros factores continuarão a limitar o movimento de inversão das *yields* nos principais mercados.
- **O Programa de compra de activos do BCE:** até Abril, o BCE comprou 917.8 mil milhões de euros (mme) ao abrigo do programa de compra de activos de longo prazo, dos quais 726.5 mme foram aplicados na compra de títulos de dívida pública, pouco mais de metade da dívida elegível para o programa de aquisição de dívida pública (1335 mme de acordo com cálculos da Bloomberg) e cerca de 7.5% da dívida pública bruta consolidada da zona euro.
- **Mercados periféricos:** Os prémios de risco exigidos à dívida dos países da zona euro com risco mais elevado continuam razoavelmente contidos, beneficiando do suporte dado pela política do BCE. Entre estes – Portugal, Espanha, Itália e Irlanda – o primeiro é aquele que apresenta uma tendência mais desfavorável.

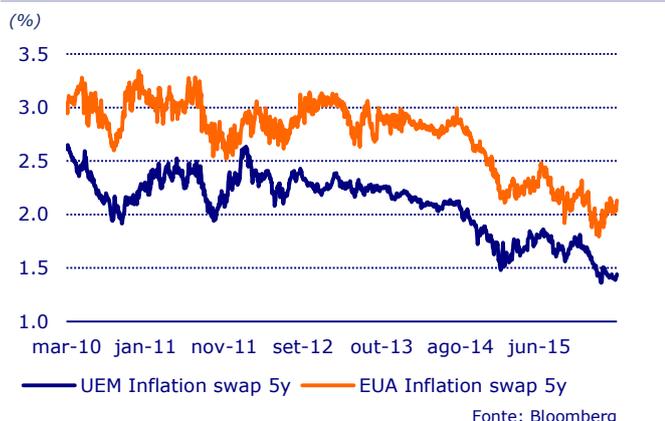
Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais continuam em mínimos



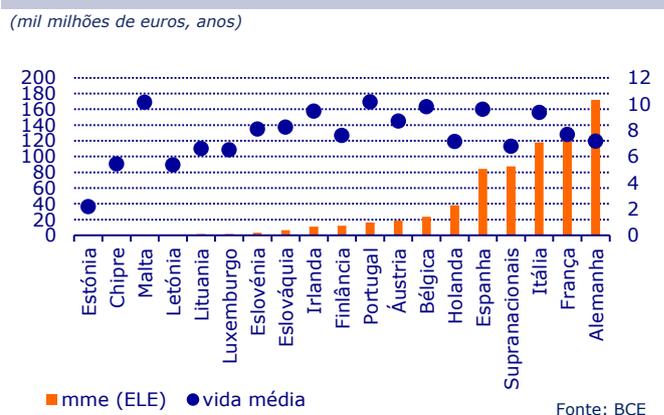
UEM: Spreads merc. perif. continuam suport., mas a avaliação do risco da dív. port. dist. da dos seus pares



Expectat. inflac. implícitas nos swaps melhoram, mas continuam a apontar para ausência de pressões inflac.



Compras de dívida pública pelo BCE



› MERCADOS ACCIONISTAS

MERCADOS

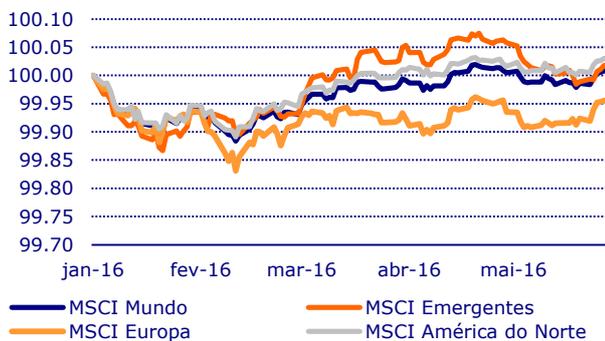
JUNHO SERÁ MERCADO POR VÁRIOS EVENTOS DE RISCO

▫ **Nas últimas sessões, o S&P 500 aproximou-se dos máximos de 2015, em linha com a evolução dos preços do petróleo nos mercados financeiros internacionais.** De facto, a cotação do Brent tem vindo a recuperar, aproximando-se de USD 50, o que deverá ter influenciado as acções do sector energético. **Desempenho distinto é observado nas acções europeias.** Se atentarmos no Stoxx 600, o índice continua longe dos máximos do ano anterior, havendo dificuldade no regresso dos investidores aos activos de maior risco.

▫ **O corrente mês ficará marcado por um conjunto substancial de eventos de risco para os mercados financeiros, nomeadamente para os mercados accionistas mundiais.** Assim sendo, destaca-se a possibilidade (embora de reduzida probabilidade) de a Reserva Federal dos EUA poder proceder com uma nova subida das taxas de juro este mês (reunião será em 15 de Junho), levando a uma apreciação do dólar e ao consequente impacto negativo que isso terá nas vendas ao exterior por parte das empresas americanas. Adicionalmente, há que considerar ainda o impacto do aumento das taxas de juro norte-americanas nas economias emergentes. Ainda que não se esperem grandes decisões, importa destacar a reunião do Banco Central do Japão, que terá lugar a 16 de Junho. A par de eventuais desenvolvimentos de política monetária, haverá ainda o referendo no Reino Unido sobre o "Brexit" (23 de Junho) e as eleições em Espanha (26 de Junho). Apesar da eventual saída do Reino Unido da União Europeia ser considerado um evento de risco relevante, denota-se que a volatilidade do índice FTSE 100 é significativamente mais baixa do que a volatilidade associada à libra esterlina. Associado a este fenómeno estão factores como o impulso conseguido pelo mercado accionista face à recuperação dos preços das *commodities* e a depreciação da libra, que impulsiona as acções das cotadas exportadoras. Estes dois factores explicam alguma da calma relativa a que se assiste no mercado accionista do Reino Unido, ainda que não esteja completamente imune. **Dada a afluência de eventos de risco, os mercados bolsistas deverão estar muito voláteis e sensíveis a desenvolvimentos do ambiente económico e político. Espera-se, deste modo, um incremento da volatilidade nas principais bolsas mundiais.**

Desempenho bolsista na Europa afasta-se de outras regiões do mundo

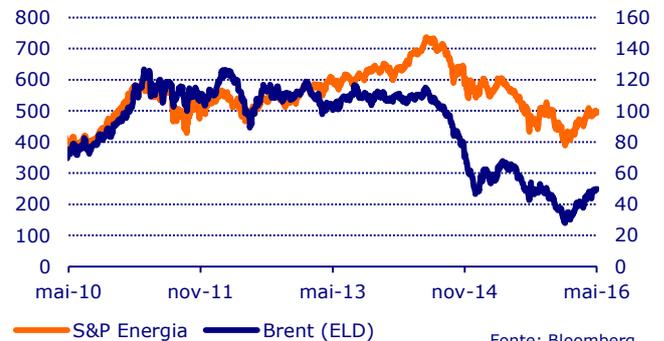
(base 100=Jan.2016)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI

Acções do sector petrolífero começam a recuperar, em linha com os preços do petróleo

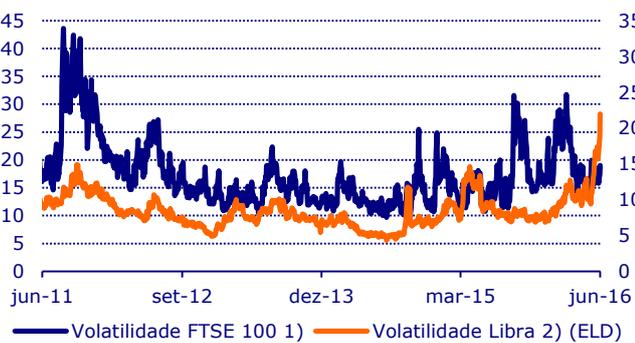
(pontos; USD)



Fonte: Bloomberg

Volatilidade implícita do índice FTSE 100 relativamente mais baixa do que a da libra

(índice; índice)

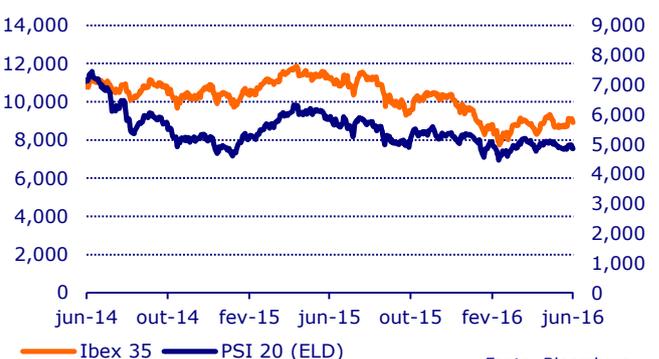


Fonte: Bloomberg

1) VFTSE Index; 2) CBOE/CME FX British Pound Volatility IndexSM

Índices ibéricos continuam longe dos máximos de 2015

(pontos; pontos)



Fonte: Bloomberg

MERCADOS

COMMODITIES

BRENT, DE \$27 A \$50 EM 4 MESES

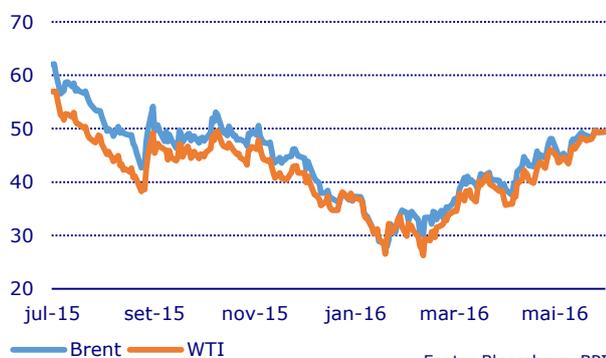
□ **O preço do petróleo tem mostrado uma tendência de subida consistente desde o final de Janeiro, quando foram registados os valores mínimos. De facto, os preços, tanto o Brent (preço de referência para a Europa e Médio Oriente) como o WTI (preço de referência para as Américas) recuperaram gradualmente ao longo dos últimos meses, numa evolução sustentada desde valores mínimos à volta dos \$30 até próximo dos \$50 (valorização de 85%).** A Agência Internacional de Energia (AIE) justifica este movimento por interrupções não programadas em países como a Nigéria, Gana e Canadá, que excederam os 1.5 milhões de barris por dia (mb/d) no início do mês de Maio. Este facto mais do que compensou o sentimento de desilusão trazido pelos resultados da reunião de Doha, onde a OPEP e outros produtores externos à organização (a Rússia, por exemplo) debateram o actual estado da produção mundial. Segundo os dados da AIE, a oferta global de petróleo verificou em Abril um aumento de 250 mil barris por dia (kb/d) para 96.2 mb/d, com a produção da OPEP a compensar o declínio registado nos países não-OPEP. De facto, a OPEP verificou um aumento de 330 kb/d em Abril, para 32.76 mb/d (34% do total mundial), em consequência da continuada fluidez da produção do Irão e de um impulso registado no Iraque e nos Emirados Árabes Unidos. Por seu turno, a produção da Arábia Saudita manteve-se estável, perto dos 10.2 mb/d (31% da produção da OPEP e 11% da produção mundial). Contudo, em termos anuais, a produção mundial mostrou um crescimento residual.

□ **Aparentemente, o mercado mostra-se confortável com esta evolução da oferta, já que as previsões da AIE para o aumento do consumo no 1ºT2016 foram revistas em alta para 1.4 mb/d, perante a tendência do comportamento da procura na Índia, China e Rússia (este último mais inesperado).** Para a totalidade do ano, a AIE espera um aumento médio de 1.2 mb/d, com a procura mundial a chegar a 95.9 mb/d. Neste contexto, parece-nos adequado a consistência dos preços. Contudo, este aumento significativo dos preços poderá fazer regressar produtores que saíram do mercado com a queda dos preços (produtores norte-americanos de crude e gás de xisto, por exemplo), retirando pressão de subida dos preços.

□ **O preço do ouro chegou ao máximo de \$1304 a onça/troy no início de Maio, não conseguindo testar e ultrapassar o importante ponto de resistência em \$1306, registado no final de Janeiro de 2015.** No entanto, ao longo das últimas semanas, o ouro tem vindo a perder valor (presentemente encontra-se no patamar dos \$1210), com as expectativas de subida das taxas de juro nos EUA. Esta queda poderá estar limitada pelo regresso dos investidores, tal como confirmam os dados relativos ao 1ºT – o investimento aumentou 122% y/y e 201% q/q.

Tem prosseguido a subida sustentada dos preços do petróleo

(USD por barril)



Fonte: Bloomberg, BPI

O preço do ouro, depois de ter registado máximos, iniciou um movimento de correcção

(USD por onça troy)



Fonte: Bloomberg, BPI

Previsões BPI - valor médio

(dólares por barril)

	2016	2017	2018	2019	2020
Brent	44	49	59	62	64
WTI	42	47	57	60	62

	2ºT16	3ºT16	4ºT16	1ºT17
Brent	45	47	48	48
WTI	42	44	45	45

Fonte: Banco BPI.

Num contexto de volatilidade, assiste-se a uma aparente consolidação do preço do cobre

(cêntimos de dólar por libra)



Fonte: Bloomberg, BPI

Agostinho Leal Alves

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.	0.1	1.2	2.1	-3.6	-3.7	-3.6	97.8	98.3	98.3	-2.7	-2.8	-2.6	5.3	4.9	2.4	2.0	2.2	2.2
Japão	0.8	0.2	1.8	-5.5	-5.0	-4.1	237.2	238.9	240.2	3.0	3.6	3.7	3.5	3.3	0.5	0.5	0.4	0.5
UE	0.0	0.3	1.5	-2.4	-2.1	-1.8	86.8	86.4	85.5	2.0	2.2	2.1	9.4	8.9	2.0	1.8	1.9	1.9
UEM	0.0	0.2	1.2	-2.1	-1.8	-1.5	92.0	91.1	88.9	3.3	3.2	3.0	10.9	10.2	1.5	1.5	1.6	1.6
Alemanha	0.1	0.3	1.5	0.6	0.2	0.3	70.7	68.2	64.7	8.4	8.2	8.0	5.2	5.1	1.6	1.6	1.6	1.6
França	0.1	0.2	1.1	-3.6	-3.3	-2.7	96.5	97.5	96.6	-0.3	-0.2	-0.3	10.3	10.0	1.2	1.3	1.5	1.5
Itália	0.1	0.2	1.1	-2.6	-2.4	-1.8	132.9	132.5	130.3	2.1	2.0	2.0	11.9	11.3	0.7	1.0	1.1	1.2
Espanha	-0.6	-0.4	1.2	-4.9	-3.6	-2.9	99.5	100.2	99.9	1.3	1.1	1.2	22.1	20.0	3.2	2.7	2.3	2.3
Holanda	0.2	0.3	1.2	-1.8	-1.6	-1.4	65.9	65.2	64.2	9.7	9.4	8.7	7.3	6.7	2.0	1.6	1.9	2.0
Bélgica	0.6	1.3	1.6	-2.7	-2.6	-2.3	106.3	106.5	105.5	1.3	1.9	1.4	8.4	8.3	1.4	1.2	1.6	1.6
Áustria	0.8	1.2	1.8	-1.4	-1.7	-1.4	86.7	85.7	83.9	2.8	2.7	2.7	5.7	6.0	0.9	1.4	1.5	1.5
Finlândia	-0.2	0.2	1.1	-2.7	-2.5	-2.3	62.6	64.5	66.8	0.1	-0.1	-0.1	9.4	9.4	0.4	0.7	1.0	1.1
Grécia	-1.1	-0.2	2.0	-5.9	-2.5	-2.0	176.7	178.4	184.0	0.1	0.4	0.3	25.0	24.7	-0.3	-0.5	1.4	1.5
Irlanda	0.8	0.8	1.6	-2.3	-1.0	-0.2	96.7	91.5	85.1	3.9	4.6	5.3	9.4	8.3	7.6	5.4	4.0	4.1
Reino Unido	0.0	0.7	1.8	-4.2	-3.0	-2.0	89.6	90.5	89.5	-4.9	-5.1	-4.6	5.4	5.1	2.3	1.8	2.1	2.1
Suécia	0.2	0.9	1.5	-0.7	-0.7	-0.4	43.0	41.8	40.7	5.9	5.8	5.7	7.5	7.1	3.6	3.3	2.7	2.8
Dinamarca	0.4	0.7	1.4	-2.2	-2.6	-2.1	40.5	41.0	42.1	7.0	6.7	6.7	6.2	6.1	1.2	1.2	1.7	1.8
Luxemburgo	0.1	0.2	1.6	1.2	1.0	0.3	21.4	22.4	23.0	5.4	5.1	5.4	6.8	6.4	4.8	3.5	3.7	3.4
Suíça	-1.1	-0.4	0.4	0.2	0.2	-0.1	40.4	39.4	39.4	10.7	10.2	9.9	3.6	3.9	0.9	1.2	1.5	1.4
Portugal	0.5	0.6	1.2	-4.2	-2.8	-2.4	129.0	127.1	125.0	1.2	1.3	1.6	12.5	11.9	1.5	1.4	1.6	1.6

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&UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
EUA	2.4%	2.1%	2.3%	0.1%	1.5%	2.0%
Zona Euro	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	2.6	2.4	1.7
Consumo público	0.6	1.0	0.8
Formação Bruta de Capital	4.2	0.8	3.0
Exportações	5.2	1.4	2.9
Importações	7.6	2.3	2.9
PIB	1.5	1.5	1.7
Défice Orçamental (PDE)	4.4	3.0	2.9
Taxa de inflação média	0.5	0.7	1.5
Taxa média de desemprego	12.4	11.8	11.5

PREVISÕES

Taxas de Câmbio

06.Jun.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.13	1.08	1.12	1.11	1.10
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.10	1.08	1.10	1.12
USD/JPY	106.88	118.00	110.00	112.00	116.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	110.00	112.00	114.00	112.00
EUR/JPY	121.08	128.00	123.00	124.50	129.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	121.00	120.96	125.40	125.44
EUR/GBP	0.78	0.76	0.78	0.75	0.74
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.80	0.85	0.90	0.95
EUR/CHF	1.11	1.10	1.10	1.10	1.14
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.09	1.08	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

06.Jun.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
Taxas de juro 3 M										
EUR	-0.26%	-0.26%	-0.27%	-0.27%	-0.25%	-94	-81	-100	-115	-148
EUR (Prev. BPI)	-	-0.27%	-0.28%	-0.30%	-0.25%	-	-92	-98	-120	-145
USD	0.68%	0.55%	0.73%	0.88%	1.23%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.65%	0.70%	0.90%	1.20%	-	-	-	-	-
JPY	-0.03%	-0.01%	-0.04%	-0.06%	-0.07%	-71	-56	-77	-94	-130
JPY (Prev. BPI)	-	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-	-68	-73	-93	-123
GBP	0.59%	0.59%	0.62%	0.69%	0.95%	-10	4	-11	-19	-28
GBP (Prev. BPI)	-	0.60%	0.65%	0.70%	1.00%	-	-5	-5	-20	-20
CHF	-0.74%	-0.75%	-0.76%	-0.76%	-0.76%	-142	-130	-149	-164	-199
CHF (Prev. BPI)	-	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-	-140	-145	-165	-195
Taxas de juro 10 A										
POR	3.17%	3.15%	3.25%	3.50%	3.50%	146	129	126	136	108
POR (Prev. BPI)	-	3.15%	3.25%	3.50%	3.50%	-	125	125	130	100
ALE	0.07%	0.23%	0.30%	0.44%	0.70%	-164	-163	-169	-170	-172
ALE (Prev. BPI)	-	0.15%	0.25%	0.40%	0.60%	-	-175	-175	-180	-190
EUA	1.71%	1.86%	1.99%	2.14%	2.42%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	1.90%	2.00%	2.20%	2.50%	-	-	-	-	-
JAP	-0.10%	-0.09%	-0.11%	-0.08%	0.02%	-181	-195	-210	-222	-240
JAP (Prev. BPI)	-	-0.12%	-0.10%	-0.05%	0.00%	-	-202	-210	-225	-250
RU	1.28%	1.57%	1.67%	1.81%	2.07%	-44	-29	-32	-33	-35
RU (Prev. BPI)	-	1.65%	1.80%	2.00%	2.25%	-	-25	-20	-20	-25
SUI	-0.01%	-0.42%	-0.35%	-0.24%	-0.01%	-172	-228	-234	-238	-243
SUI (prev. BPI)	-	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.05%	-	-191	-201	-220	-245

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 06-Jun-16	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
Bancos Centrais G-7						
RESERVA FEDERAL DOS EUA 1*	<i>Fed Funds Rate</i>	0%-0.25%	0.25%-0.50%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	15-jun-16	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.05%	0.00%	10-Mar-16 (-5 pb)	21-jul-16	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>O/N Call Rate</i>	0.10%	0.00%	5-Out-10 (-5 pb)	16-jun-16	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	13-jul-16	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.50%	5-Mar-09 (-50 pb)	16-jun-16	Sem alteração
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	0%-0.25%	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	16-jun-16	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	0.00%	-0.50%	17-Fev-16 (-15 bp)	06-jul-16	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	1.25%	0.50%	17-Mar-16 (+25 pb)	23-jun-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%	1.75%	3-Mai-15 (-25 pb)	07-jun-16	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	11.75%	1425.00%	2-Set-15 (+50 bp)	08-jun-16	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.00%	3.75%	17-Fev-16 (+50 pb)	30-jun-16	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	2.00%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	08-jun-16	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	2.10%	1.35%	21-Jul-15 (-15pb)	21-jun-16	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	30-jun-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

06.Jun.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de câmbio					
USD/BRL	3.83	4.11	3.60	3.70	3.90
USD/MXN	16.50	18.10	17.66	17.85	17.20
USD/ARS	9.38	14.50	14.50	15.25	18.00
EUR/CZK	27.14	27.00	27.00	27.00	26.60
EUR/PLN	4.22	4.40	4.35	4.33	4.15
EUR/HUF	311.23	312.00	314.00	315.00	308.00
USD/RUB	61.83	76.10	66.83	67.30	66.50
USD/CNY	6.36	6.60	6.55	6.61	6.79

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

06.Jun.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
Taxas de juro de curto-prazo										
BRL	14.25%	14.25%	13.95%	13.45%	12.30%	1357	1370	1322	1257	1107
MXN	3.25%	4.00%	4.05%	4.20%	4.55%	257	345	332	332	332
ARS	12.75%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1207	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.29%	0.28%	0.27%	0.26%	0.27%	-39	-27	-46	-62	-96
PLN	1.62%	1.68%	1.70%	1.71%	1.76%	94	113	97	83	53
HUF	1.35%	0.85%	0.80%	0.80%	0.85%	67	30	7	-8	-38
RUB	12.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1132	-55	-73	-88	-123
CNY	4.35%	4.25%	4.20%	4.05%	4.10%	367	370	347	317	287
Taxas de juro 10 A										
BRL	5.81%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	409	-	-	-	-
MXN	6.13%	6.13%	6.19%	6.31%	6.41%	218	-	-	-	-
ARS	7.11%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	581	-	-	-	-
CZK	0.29%	0.43%	0.52%	0.63%	0.93%	8	-	-	-	-
PLN	2.95%	3.01%	3.06%	3.11%	3.28%	274	-	-	-	-
HUF	3.16%	3.24%	3.29%	3.27%	3.61%	295	-	-	-	-
RUB	9.31%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	267	-	-	-	-
CNY	2.93%	2.78%	2.92%	2.96%	2.99%	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.

IMPACTO DAS NOVAS MEDIDAS DO BCE NO MERCADO PORTUGUÊS

▫ **As novas medidas de política monetária do BCE prometem ser ambiciosas em comparação com o passado, envolvendo ao mesmo tempo a compra de dívida privada e uma nova ronda de prestação de liquidez a longo prazo aos bancos, com uma forte componente de incentivo ao crédito. É possível que os maiores ganhos para as empresas já se estejam a fazer sentir na diminuição dos *spreads* na concessão de crédito, mas a economia em geral pode beneficiar com uma maior disponibilidade a emprestar por parte da banca. Em termos estruturais, o tecido empresarial português pode ter muito a ganhar caso estes incentivos levem a um crescimento estrutural do mercado de capitais europeu. Releva-se, no entanto, que o sucesso do incentivo ao crédito muito dependerá da procura pelo mesmo e das futuras oportunidades de investimento.**

Uma das medidas anunciadas é a **extensão do programa de compra de activos do BCE a compras de dívida *corporate* europeia, criando o *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP)**, de modo a tornar mais barato o crédito às empresas. Os principais aspectos deste programa serão:

- A dívida tem que ser **elegível como colateral pelo BCE**;
- 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 mínimo, no nível inferior da denominada "classe de investimento", pelo menos numa dessas agências, i.e., **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; **no caso português, as compras ficarão a cargo do banco central belga**;
- 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**;
- **Não há montante mínimo** para a emissão ser considerada para compra.

O BCE anunciou ainda uma outra medida, as TLTRO II (*Targeted Long Term Refinancing Operations*), que consistem em **4 rondas de empréstimos de liquidez aos bancos**, levadas a cabo trimestralmente, com início neste mês.

- **A maturidade é de 4 anos**, com possibilidade de pagamento após 2 anos;
- O montante do empréstimo será, no máximo, **30% da carteira de empréstimos elegíveis**;
- Entende-se por empréstimos elegíveis **o crédito a particulares (excepto habitação) e a empresas não-financeiras**;
- O juro acordado ao início do empréstimo será igual à **taxa marginal de refinanciamento** vigente, actualmente 0%;
- Porém, **o juro poderá ser reduzido até à taxa marginal de depósitos (agora em -0.4%), caso os bancos excedam um *benchmark* de crédito elegível** durante os 2 primeiros anos do empréstimo;
- **O *benchmark* a superar difere consoante a situação dos bancos**
 - o Caso um banco tenha tido uma variação líquida negativa de crédito de x% no período de referência (o ano acabado a 31 de Janeiro de 2016), o nível do *benchmark* corresponderá a um cenário com **a mesma variação negativa em x%** nesses primeiros 2 anos da TLTRO II;
 - o Caso a entidade bancária tenha visto o seu crédito elegível estagnar ou crescer, **o *benchmark* implicará uma variação zero** dos empréstimos nesse período.
- Ou seja, um banco que tenha diminuído o crédito líquido concedido poderá obter uma redução da taxa de juro se conseguir apresentar **uma redução menos acentuada do crédito líquido**; por sua vez, um banco que tenha apresentado um valor igual ou maior que zero em crédito líquido concedido terá apenas que apresentar **uma variação de crédito maior do que zero** para obter uma redução na taxa;
- **A dimensão da redução da taxa de juro variará**, sendo máxima no caso de o *benchmark* ser superado em 2.5% ou mais de crédito, e variando linearmente quando o valor superar essa quantidade em menos de 2.5%;
- Em comparação com a primeira ronda das TLTRO, destaca-se a **diferença no incentivo ao crédito**: enquanto nas primeiras o benefício dado aos bancos que concediam mais crédito era uma maior disponibilidade de montantes nos empréstimos subsequentes, nestes empréstimos os bancos serão beneficiados com uma menor taxa de juro caso superem as metas de crédito, sendo que os montantes estão previamente estabelecidos.

Em relação ao programa de compra de dívida, ficou em aberto o montante de compras mensais de dívida diversa que o BCE irá realizar. Ainda assim, assumindo que as compras mensais fiquem por volta dos 10% das compras de activos mensais (semelhante ao feito com as compras de *covered bonds*), **poderá corresponder a EUR 8 MM, o que deve compreender a nível europeu um pouco mais de 1% dos cerca de EUR 600-700 MM de dívida elegível presente no mercado, de acordo com várias estimativas**. Mais ainda, o programa surpreendeu positivamente, revelando-se bastante abrangente tanto ao nível dos montantes, como dos prazos, como do grau de elegibilidade, já que o critério permite a compra de dívida *crossover*, ou seja, não considerada de grau de investimento por todas as agências de *rating*.

OPINIÃO

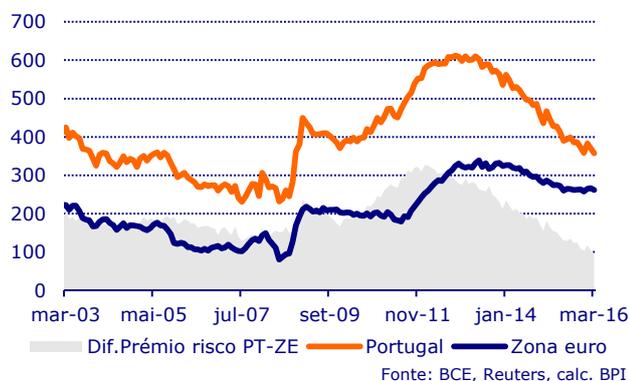
IMPACTO DAS NOVAS MEDIDAS DO BCE NO MERCADO PORTUGUÊS (cont.)

Em Portugal, apenas 3 empresas privadas têm emissões que cumprem estes critérios, beneficiando assim directamente do programa: a EDP, a Brisa, e a REN, com respectivamente, EUR 5.1 mil milhões (MM), EUR 1.7 MM e EUR 1.2 MM em dívida elegível, o que perfaz um total de EUR 8.0 MM de dívida privada portuguesa disponível para ser comprada pelo BCE. Além destas empresas, de acordo com informação prestada pelo BCE a 2 de Junho, a Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis (ENMC) transitará do Programa de Compra de Dívida Pública (PSPP) para o CSPP, sendo que a ENMC tem em dívida potencialmente elegível EUR 360 milhões. Tendo em conta a intenção do BCE de manter um equilíbrio nas compras, em termos geográficos, sectoriais e de *rating*, mas também o desejo de aproximar os *spreads* nos periféricos dos verificados nos países do *core* da UE, é passível de se assumir que se possam superar os 1% mensais em Portugal, o que configuraria provavelmente **um nível de compras superior a EUR 80 milhões por mês em dívida destas empresas**. Quanto a outra dívida potencialmente elegível, parece-nos pouco provável que possa haver outras empresas que se qualifiquem para o programa, dada a esmagadora maioria de títulos de dívida emitidos por empresas portuguesas não terem notação de *rating* por parte das agências internacionais.

O impacto no mercado português, além de directamente nestas 3 empresas, poderá fazer-se sentir no **acompanhamento de uma diminuição generalizada dos *spreads* no mercado da dívida diversa e no acesso ao crédito bancário que já está a ocorrer na Europa**. Em relação ao crédito bancário, o prémio de risco dos empréstimos a empresas portuguesas face à taxa Euribor (em empréstimos para novas operações a taxa variável ou fixa até 1 ano) encontrava-se nos 357 p.b. em Março, um nível já abaixo do registado no final de 2008, com este custo da dívida empresarial a descer desde meados de 2013. Mais ainda, o diferencial entre o risco das empresas portuguesas e europeias como um todo tem também vindo a diminuir paulatinamente desde o máximo atingido em 2012, acima dos 300 pontos base, estando agora perto dos 100 p.b., o que configura mínimos históricos. Nesse sentido, **o benefício do programa para os custos de financiamento das empresas será mais significativo pelo lado da descida dos *spreads* europeus, já que o espaço para a redução do diferencial entre os prémios de risco português e europeu é agora bastante menor**.

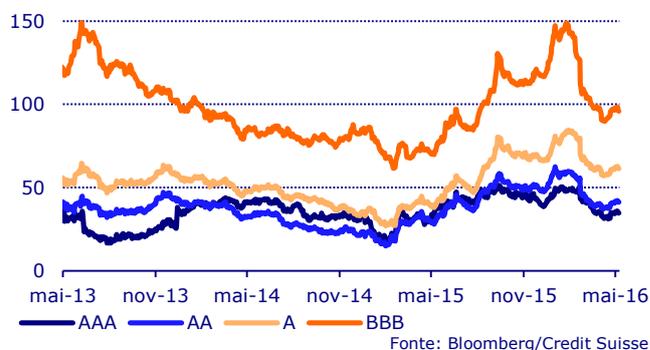
Prémios de risco dos empréstimos até EUR 1 milhão a 1 ano face à Euribor 12 meses

(pontos base)



Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)

(pontos base)



No entanto, o impacto do programa poderá verificar-se, não só pela descida dos juros para as empresas, mas pela **maior disponibilidade da banca para emprestar a empresas (e particulares) dada a menor procura por parte das empresas que são directamente elegíveis para o programa** e, eventualmente, de outras que verão maior facilidade em emitir dívida na forma de obrigações no mercado de capitais europeu. A expectativa do BCE é exactamente que a menor procura de financiamento bancário por parte de empresas que passem a emitir (ou a emitir mais) dívida no mercado de capitais faça com que se crie espaço para maior crédito às pequenas e médias empresas, e aos particulares. **Em Portugal, o sucesso desta estratégia estará dependente de alguns condicionantes adicionais, designadamente a apetência pela realização de investimentos e do andamento da procura por financiamento**.

Na Zona Euro como um todo, de acordo com dados da Reuters, desde o anúncio do programa de compra de dívida diversa houve um aumento de 50% em emissões, comparando com o mesmo período do ano anterior. Este aumento está, no entanto, ainda concentrado nas zonas com mercados de capitais mais desenvolvidos, em particular a Holanda e França.

Por comparação, como indicativo (os dados oficiais disponíveis são apenas até Março) em Portugal, no período desde que há conhecimento da intenção do BCE até 6 de Junho deu-se um decréscimo de 14% no volume de emissões registadas na Bloomberg (apesar de, no mês de Março por si só, após o anúncio, o aumento ter chegado a 500% yoy). É preciso ter em conta, no entanto, que este facto muito se deve a um bastante forte mês de Maio de 2015 em emissões, com o período entre 10 de Março e 1 de Junho do ano passado (menos de 3 meses) a concentrar 48% de todas as emissões de 2015. **É de relevar também**

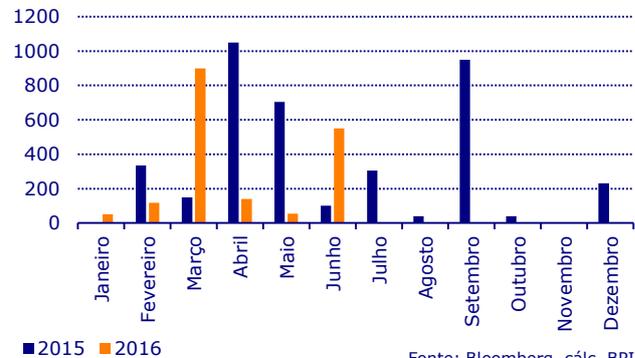
IMPACTO DAS NOVAS MEDIDAS DO BCE NO MERCADO PORTUGUÊS (cont.)

que o BCE não estabeleceu nenhum limite mínimo de compras, o que deverá permitir aos bancos centrais ir aumentando gradualmente as mesmas, à medida que o efeito nos mercados mais periféricos se torne efectivo, em linha com os objectivos do programa.

Para efeitos puramente ilustrativos de como o mecanismo poderá funcionar, assumindo que há realmente um efeito de aumento de emissões para a globalidade de 2016 em Portugal, por exemplo, entre os 25-50% das emissões em 2015 (registadas na Bloomberg), e tendo em conta o crédito concedido no ano passado por parte dos bancos e a sua distribuição por sectores e finalidades, **aproximadamente 1 a 2 mil milhões de euros poderiam ser "libertados" para a concessão de crédito** devido à menor procura por empresas com acesso ao mercado de capitais: distribuindo estes fundos pelo tipo de crédito, assumindo uma completa realocação e variação zero no nível global de crédito, este facto resultaria em mais €770-1540 milhões para crédito às empresas não-financeiras, €120-240 milhões para particulares excepto crédito à habitação, e €90-180 milhões em crédito imobiliário. Haveria dois aspectos ainda a ter em conta no que toca a estes números. Em primeiro lugar, **o risco associado ao restante tecido da economia, tanto em termos de empresas como de particulares, é maior do que o das grandes empresas com acesso a crédito no mercado de capitais**, o que poderia fazer com que nem todos os fundos libertados fossem aplicados em crédito, pelo maior consumo de capital (e consequente efeito nos rácios) exigido por este tipo de empréstimos. **Por outro lado, devido às anunciadas TLTRO II e ao seu incentivo ao crédito às SNF e a particulares excepto habitação, seria de esperar que os fundos não concedidos a grandes empresas fossem canalizados em especial para este tipo de crédito, com um menor foco no crédito à habitação.**

Emissões de obrigações de empresas portuguesas

(milhões de euros)



Fonte: Bloomberg, cálc. BPI

Estimativa de fundos libertados por maiores emissões no mercado de capitais

	Cenário 1	Cenário 2
Crédito líquido concedido em 2015 (empresas + particulares), EUR milhões	43087	43087
% crédito a empresas	78%	78%
% crédito a particulares exc. Hab	12%	12%
% crédito à habitação	9%	9%
Emissões* por empresas portuguesas em 2015, EUR milhões	3906.5	3906.5
Percentagem de aumento em 2016	25%	50%
Fundos "libertados", EUR milhões	976.6	1953.3
% dos fundos libertados face ao crédito novo em 2015	2.3%	4.5%
Acrescimento em crédito a empresas, EUR milhões	766.3	1532.6
Acrescimento em crédito a particulares (exc. cré. hab.), EUR milhões	119.4	238.7
Acrescimento crédito habitação, EUR milhões	91.0	181.9

Fonte: Bloomberg, Banco de Portugal, Cálc. BPI (estimativas a fundo cinzento).

Nota: *Emissões registadas na Bloomberg.

Quanto ao impacto só por si das TLTRO II, é de esperar que estas sejam bastante apetecíveis para os bancos portugueses, o que pode providenciar um estímulo ao crédito às SNF e a particulares (exc. habitação), caso estas se provem eficazes em promover o mesmo.

Considerando a economia portuguesa como um todo, o crédito elegível decresceu 4.8% entre o primeiro trimestre de 2015 e o mesmo período de 2016. Assumindo a hipótese de alguma homogeneidade no crédito concedido pelos vários bancos (uma hipótese simplista meramente como forma de análise), **seria necessária, no mínimo, uma redução menor que 2.4% no crédito (durante um período de 2 anos) para que os bancos pudessem beneficiar das reduções máximas das taxas de juro.**

Apesar de não serem expectáveis aumentos significativos na concessão de crédito aos particulares (devido às fragilidades que ainda existem nos balanços das famílias), e de o crédito às SNF continuar a diminuir (também devido ao alto endividamento das empresas, que se encontram em processo de desalavancagem), é provável que, pelo crescimento da economia e as melhores perspectivas de investimento que se podem realizar a médio prazo, seja possível assistir a um modesto crescimento, ou pelo menos variação nula, do crédito líquido concedido, o que

OPINIÃO

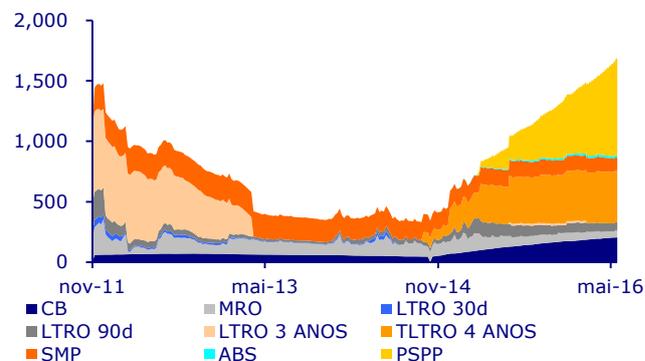
IMPACTO DAS NOVAS MEDIDAS DO BCE NO MERCADO PORTUGUÊS (cont.)

implica ser realista a possibilidade de benefício total de redução de taxas nas TLTRO II por parte dos bancos portugueses.

Num cenário mais optimista, caso o CSPP tenha sucesso em incentivar uma mudança estrutural que implique um recurso muito mais significativo do mercado de capitais por parte das empresas portuguesas (e europeias em geral), é provável que os benefícios sejam bastante mais alargados. Nesse caso, que, a verificar-se, constituiria um enorme sucesso para a política do BCE, seria possível observar, pela redução de custos de financiamento das maiores empresas, e por maior disponibilidade de fundos para as pequenas e médias empresas, uma substituição de crédito que poderia levar a **uma melhoria relevante na situação financeira do tecido empresarial português e a uma retoma do investimento nacional.**

Operações de financiamento do BCE

(mil milhões de euros)



Fonte: BCE, Bloomberg, calc. BPI

No entanto, todo o sucesso deste aumento de financiamento às empresas está, todavia, dependente da existência de oportunidades de investimento e de procura de crédito por parte dos particulares e das empresas. Não é linear que a política do BCE consiga efectivamente potenciar o relativamente fraco mercado de capitais europeu e, mesmo que o seja, a fraca procura de crédito em muitas economias e, em particular, na portuguesa, poderá fazer com que mesmo que a banca tenha mais espaço para conceder crédito, isso não aconteça.

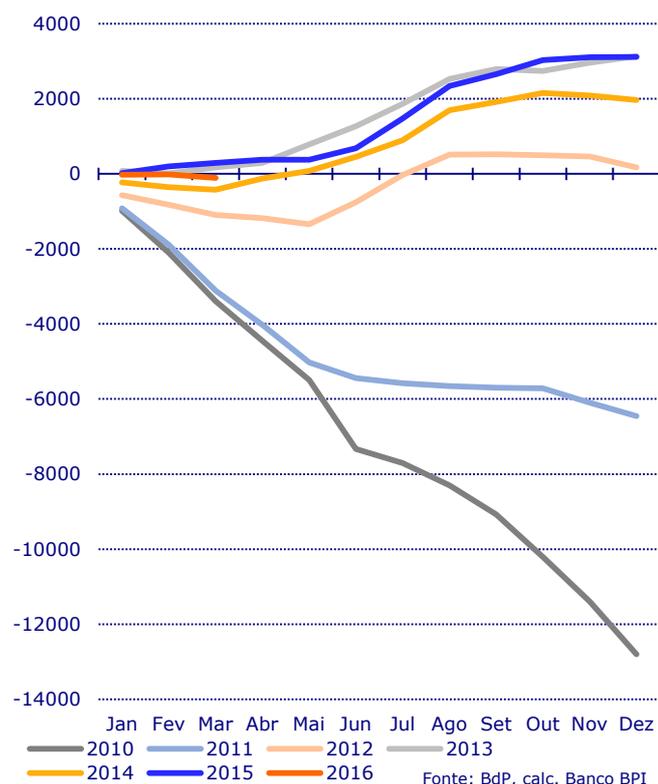
PORTUGAL – AS EXPORTAÇÕES NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2016

Na análise dos dados do comércio internacional importa ter presentes dois factores: o primeiro, que estes estão sujeitos a revisões consideráveis ao longo do ano, e o segundo relaciona-se com o facto de o comportamento da balança de bens e serviços ser geralmente mais desfavorável no primeiro semestre do ano do que no segundo. Tendo presente estes dois aspectos, verifica-se que a informação provisória relativamente ao comportamento da balança de bens e serviços disponibilizada pelo Banco de Portugal aponta para a deterioração do saldo no primeiro trimestre de 2016 para -108.7 mil milhões de euros, o que compara com um saldo positivo de 287 milhões de euros no mesmo período de 2015. Este comportamento reflecte a deterioração do défice da balança de bens e a redução do superavit da balança de serviços. Graficamente, a informação disponível sugere que, em 2016, o comportamento da balança de bens e serviços verifique um comportamento semelhante ao observado em 2014, podendo o respectivo saldo situar-se em torno de 1% do PIB no final do ano, desde que se confirme que alguns dos factores que explicam a deterioração da balança comercial no primeiro trimestre são de carácter temporário, designadamente decorrentes do encerramento para manutenção de uma refinaria da Galp, das greves nos portos e de alterações à fiscalidade, entre outros.

A evolução da balança de bens e serviços resulta de uma queda de 1.5% nas exportações de bens e serviços enquanto que as importações aumentaram 0.9% no mesmo período. Vários factores terão contribuído para este comportamento, dos quais se destacam o efeito preço de matérias-primas, com especial destaque para o caso dos bens energéticos, e a alteração da fiscalidade que poderá ter tido um impacto no incremento das importações de bens duradouros, com realce dos automóveis.

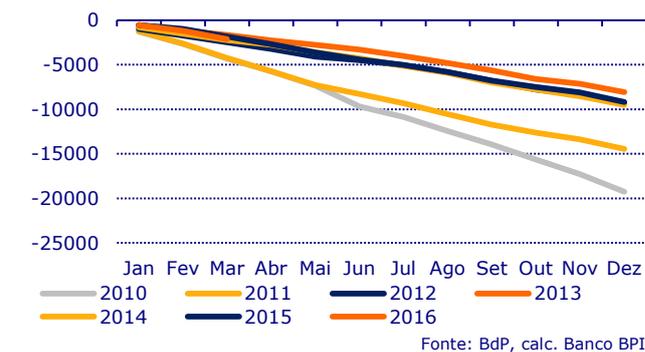
Balança de bens e serviços - saldo acumulado

(milhões de euros)



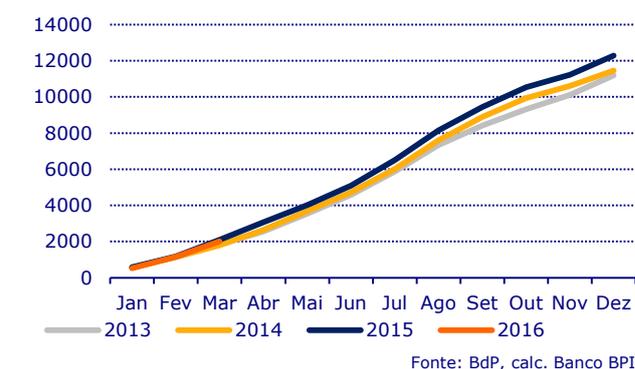
Balança de bens - saldo acumulado

(milhões de euros)



Balança de serviços - saldo acumulado

(milhões de euros)



Dada a importância do sector exportador para o crescimento da economia portuguesa, focaremos a presente análise no comportamento das exportações – por destino e produto – apresentando apenas uma breve descrição do comportamento das importações nos primeiros três meses do ano.

Balança de bens

Com base nos dados publicados pelo INE (os quais diferem dos apresentados pelo Banco de Portugal), o saldo da balança comercial no primeiro trimestre registou um défice de 2.4 mil milhões de euros, o que representa uma deterioração de 18.4% face ao mesmo período de 2015, reflectindo, no mesmo período, o crescimento de 1.0% das importações e a contracção de 2.0% das exportações.

OPINIÃO

PORTUGAL – AS EXPORTAÇÕES NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2016 (cont.)

A análise das exportações por produto evidencia o contributo negativo dos combustíveis para o andamento das vendas ao exterior. Com efeito, a contracção de 29% yoy observada no período retirou 2.2 pontos percentuais ao crescimento das exportações totais.

Este movimento em parte explica-se pela queda do preço dos bens energéticos no mercado internacional, mas também pela paragem temporária, por motivos de ordem técnica, de uma das refinarias da GALP no início do ano. Este facto é evidente na queda de 14.7% nas quantidades exportadas de produtos minerais onde se incluem os combustíveis.

Para além das quedas no volume das vendas de combustíveis, salienta-se, pela sua importância nas exportações totais, a contracção de 1.6% nas vendas ao exterior de material de transporte, o que poderá reflectir o efeito greve nos portos ou alterações no ciclo de produção das fábricas nacionais.

Por destino dos bens exportados, a queda das exportações explica-se pela desaceleração/contracção da actividade económica em países emergentes, mas também pela quebra das vendas a algumas economias

Exportações de bens, Jan-Mar

	2015	Peso	2016	Peso	tvh	contributo
Animais vivos e produtos do reino animal	346.6	2.8%	331.9	2.8%	-4.2%	-0.1%
Produtos do reino vegetal	216.5	1.8%	247.5	2.1%	14.4%	0.3%
Gorduras e óleos animais ou vegetais; prod. da sua dissociação; gorduras alimentícias elaboradas; ceras de origem animal ou vegetal	132.9	1.1%	113.9	1.0%	-14.4%	-0.2%
Prod. das indúst. alimentares; bebidas, líquidos alcoólicos e vinagres; tabaco e seus sucedâneos manufacturados	753.6	6.2%	714.8	6.0%	-5.2%	-0.3%
Produtos minerais	1,088.4	8.9%	774.8	6.5%	-28.8%	-2.6%
Combust. minerais, óleos minerais e prod. da sua destilação; matérias betuminosas; ceras minerais	881.0	7.2%	617.1	5.2%	-30.0%	-2.2%
Prod. das indúst. químicas ou das indúst. conexas	603.6	5.0%	623.9	5.2%	3.4%	0.2%
Plástico e suas obras; borracha e suas obras	883.0	7.3%	935.1	7.8%	5.9%	0.4%
Peles, couros, peles com pelo e obras destas mat.; artig. de correio ou de seleiro; artig. de viagem, bolsas e artefactos semelhantes; obras de tripa	63.6	0.5%	65.9	0.6%	3.6%	0.0%
Madeira, carvão vegetal e obras de madeira; cortiça e suas obras; obras de espartaria ou de cestaria	392.2	3.2%	401.2	3.4%	2.3%	0.1%
Pastas de madeira ou de outras matérias fibrosas celulósicas; papel ou cartão para reciclar(desperdícios e aparas); papel e suas obras	575.7	4.7%	617.5	5.2%	7.3%	0.3%
Matérias têxteis e suas obras	1,224.5	10.1%	1,261.5	10.6%	3.0%	0.3%
Calçado, chapéus e artefactos de uso semelhante, guarda-chuvas, guarda-sóis, bengalas, chicotes e suas partes; penas preparadas e suas obras; flores artificiais; obras de cabelo	506.9	4.2%	517.7	4.3%	2.1%	0.1%
Obras de pedra, gesso, cimento, amianto, mica ou de matérias semelhantes; produtos cerâmicos; vidro e suas obras	394.3	3.2%	413.1	3.5%	4.8%	0.2%
Pérolas naturais ou cultivadas, pedras preciosas ou semipreciosas e semelhantes, metais preciosos, metais folheados ou chapeados de metais preciosos, e suas obras; bijutaria; moedas	82.0	0.7%	71.9	0.6%	-12.3%	-0.1%
Metais comuns e suas obras	976.9	8.0%	868.8	7.3%	-11.1%	-0.9%
Máq. e aparelhos, mat. eléctrico, e suas partes; aparelhos de gravação ou de reprod. de som, aparelhos de gravação ou de reprod. de imagens e de som em televisão, e suas partes e acessórios	1,799.1	14.8%	1,808.0	15.2%	0.5%	0.1%
Material de transporte	1,449.5	11.9%	1,426.1	12.0%	-1.6%	-0.2%
Inst. e aparelhos de óptica, fotogr. ou cinemat., medida, controlo ou de precisão; inst. e aparelhos méd.-cirúrgicos; aparelhos de reloj.; inst. musicais; partes e aces.	192.5	1.6%	203.0	1.7%	5.5%	0.1%
Armas e munições; suas partes e acessórios	12.1	0.1%	12.4	0.1%	2.5%	0.0%
Mercadorias e produtos diversos	450.6	3.7%	503.1	4.2%	11.6%	0.4%
Objetos de arte, de coleção e antiguidades	23.5	0.2%	16.6	0.1%	-29.5%	-0.1%
Total	12,168.0		11,928.7		-2.0%	
Total, excluindo combustíveis	11,287.0	92.8%	11,311.6	94.8%	0.2%	0.2%

Fonte: INE, calc. BPI

Principais destinos de exportações portuguesas de bens Janeiro-Março

	Exportações totais						Excluindo combustíveis		
	2015	Peso	2016	Peso	tvh	contributo	Peso	tvh	contributo
Intra EU	8,933	73.4%	9,242	77.5%	3.5%	2.5%	78.7%	5.4%	4.0%
Espanha	3,060	25.1%	3,135	26.3%	2.5%	0.6%	26.1%	6.2%	1.5%
França	1,503	12.4%	1,591	13.3%	5.9%	0.7%	13.9%	7.1%	0.9%
Alemanha	1,484	12.2%	1,417	11.9%	-4.5%	-0.5%	12.5%	-4.5%	-0.6%
Reino Unido	825	6.8%	868	7.3%	5.3%	0.4%	7.7%	6.1%	0.4%
Holanda	467	3.8%	487	4.1%	4.2%	0.2%	3.7%	10.8%	0.4%
Bélgica	420	3.5%	422	3.5%	12.8%	0.3%	3.6%	5.2%	0.2%
Itália	379	3.1%	414	3.5%	9.1%	0.3%	3.7%	9.3%	0.3%
Outros Intra EU	796	6.5%	908	7.6%	8.2%	0.6%	7.5%	13.0%	0.9%
Extra EU	3,235	26.6%	2,686	22.5%	-16.9%	-4.5%	21.3%	-15.1%	-3.8%
EUA	561	4.6%	507	4.3%	-9.6%	-0.4%	4.0%	2.2%	0.1%
Angola	552	4.5%	303	2.5%	-45.0%	-2.0%	2.6%	-45.3%	-2.2%
Marrocos	140	1.2%	166	1.4%	18.0%	0.2%	0.9%	-13.2%	-0.1%
China	205	1.7%	138	1.2%	-32.9%	-0.6%	1.2%	-32.1%	-0.6%
Suíça	110	0.9%	125	1.1%	13.7%	0.1%	1.1%	13.7%	0.1%
Brasil	165	1.4%	120	1.0%	-27.4%	-0.4%	1.1%	-27.4%	-0.4%
Argélia	134	1.1%	102	0.9%	-23.5%	-0.3%	0.9%	45.8%	0.3%
Turquia	70	0.6%	81	0.7%	15.8%	0.1%	0.7%	14.1%	0.1%
Canadá	76	0.6%	78	0.7%	1.9%	0.0%	0.7%	1.9%	0.0%
Moçambique	91	0.7%	63	0.5%	-30.6%	-0.2%	0.5%	-16.8%	-0.1%
Cabo Verde	54	0.4%	58	0.5%	5.8%	0.0%	0.5%	5.7%	0.0%
Outros Extra EU	1,691	13.9%	1,511	12.7%	-10.7%	-1.5%	7.1%	-12.5%	-1.0%
Total	12,168		11,929		-2.0%			0.2%	
Excluindo Angola	11,616	95.5%	11,626	97.5%	0.1%		97.4%	2.5%	2.4%

Source: INE, calc. BPI

PORTUGAL – AS EXPORTAÇÕES NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2016 (cont.)

desenvolvidas. Excluindo o efeito relacionado com a redução dos preços dos combustíveis, as exportações de bens praticamente estagnaram face ao primeiro trimestre de 2015.

Entre os países emergentes ou em desenvolvimento destacam-se, pela sua importância comércio internacional de bens de Portugal:

- Angola, cujas exportações regrediram 45% no primeiro trimestre de 2016 face ao mesmo período de 2015, retirando 2 pontos percentuais ao crescimento das exportações totais.
- Brasil e China registaram quedas consideráveis: 33% e 27%, respectivamente.

Entre os países desenvolvidos referem-se os maus desempenhos das exportações para:

- A Alemanha: menos 4.5%, salientando-se os contributos negativos das vendas de material de transporte e de máquinas, aparelhos, material eléctrico e suas partes
- e de -9.6% para os EUA, sobretudo por via da queda das vendas de combustíveis. Estas representam cerca de 70% das vendas em quantidade e 22% das vendas em valor, pelo que as variações registadas têm um impacto significativo no comportamento das exportações para este país. Para além da diminuição das exportações de combustíveis refere-se também, pela sua importância no total exportado para os EUA, desempenhos desfavoráveis nas vendas de produtos têxteis, pasta de madeira e máquinas, aparelhos, material eléctrico e suas partes.

Pela positiva, destacam-se os casos de Espanha, França, Reino Unido e Suíça.

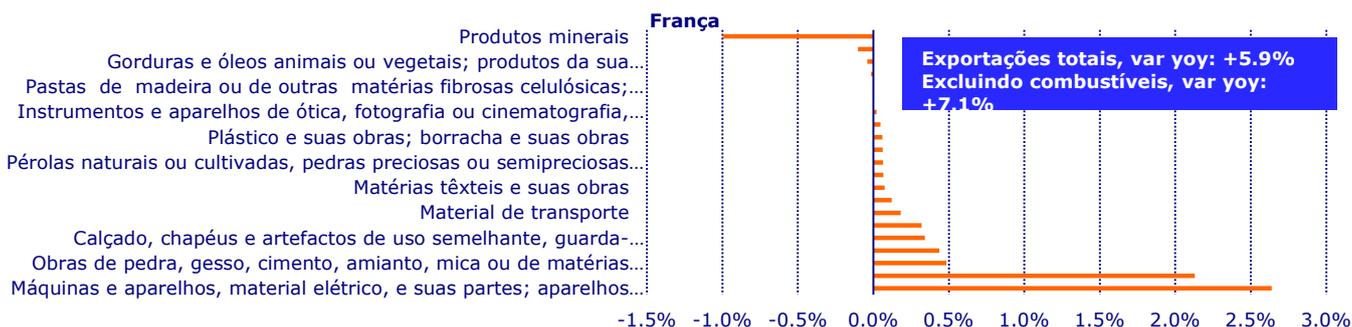
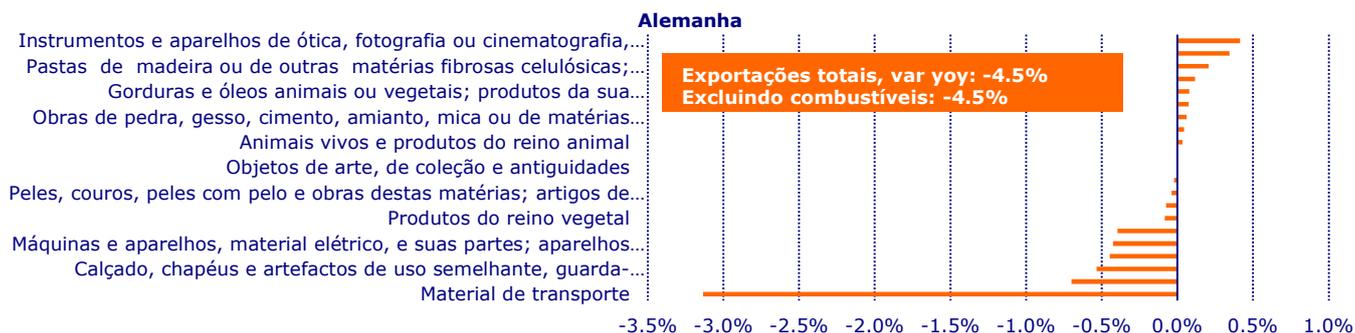
Contributos para o crescimento homólogo no primeiro trimestre de 2016

(%)

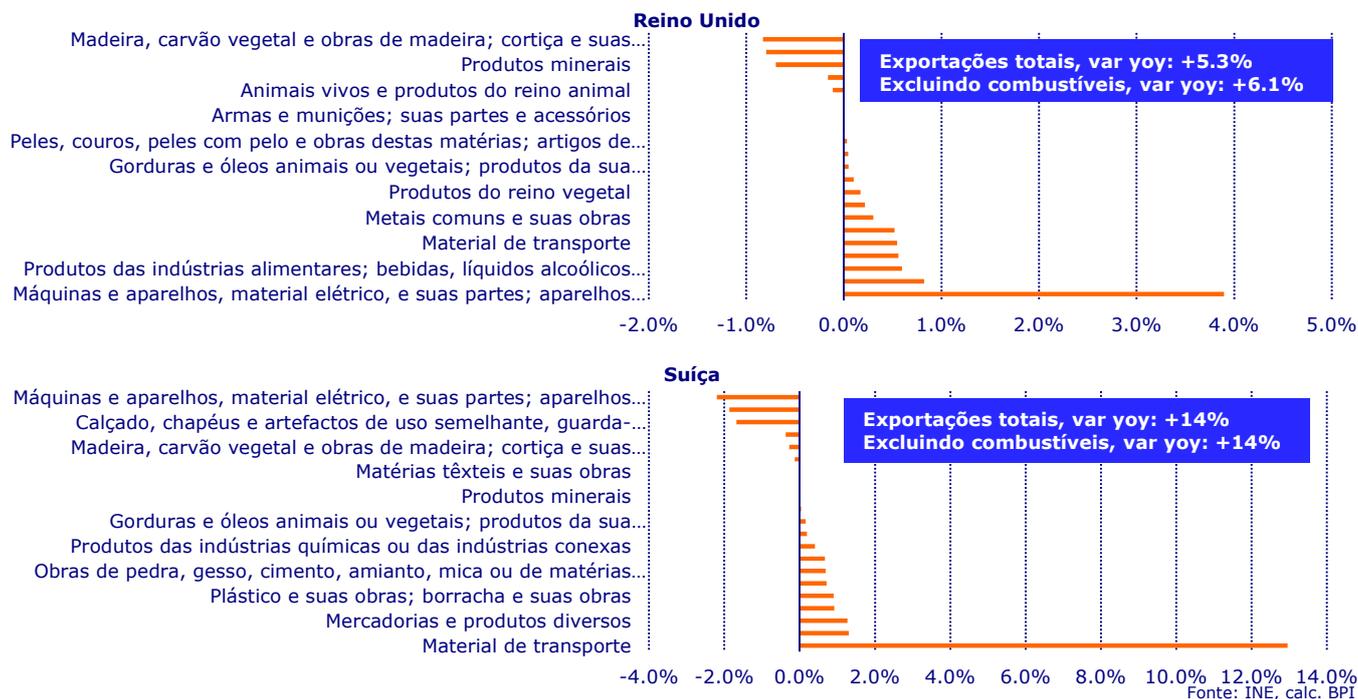


OPINIÃO

PORTUGAL – AS EXPORTAÇÕES NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2016 (cont.)



PORTUGAL – AS EXPORTAÇÕES NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2016 (cont.)



Por sua vez, as importações aumentaram 1.0% no primeiro trimestre, mas a análise por produto evidencia que o crescimento global relativamente contido queda dos preços dos bens energéticos. Com efeito, excluindo as importações de produtos minerais, onde se inclui, a importação de combustíveis, verifica-se que as importações aumentaram 4.6% no mesmo período, em grande parte reflectindo o aumento de compras ao exterior de material de transporte. Este movimento está em linha com uma antecipação de consumos de bens duradouros, (o que entretanto foi comprovado com a publicações do detalhe do PIB no primeiro trimestre do ano),

Importações de Bens Janeiro - Março

	2016	2015	tvh	Peso 2015	Contributo
Total	14,352	14,216	1.0%		
Total, excl produtos minerais	13,074	12,421	5.3%	87.4%	4.6%
Animais vivos e produtos do reino animal	750	745	0.6%	5.2%	0.0%
Prod. do reino vegetal	690	638	8.2%	4.5%	0.4%
Gorduras e óleos animais ou vegetais; produtos da sua dissociação; gorduras alimentícias elaboradas; ceras de origem animal ou vegetal	110	147	-25.3%	1.0%	-0.3%
Prod. das indústrias alimentares; bebidas, líquidos alcoólicos e vinagres; tabaco e seus sucedâneos manufacturados	690	614	12.4%	4.3%	0.5%
Produtos minerais	1,278	1,794	-28.8%	12.6%	-3.6%
Produtos das indústrias químicas ou das indústrias conexas	1,601	1,574	1.7%	11.1%	0.2%
Plástico e suas obras; borracha e suas obras	963	886	8.8%	6.2%	0.5%
Pele, couros, peles com pelo e obras destas matérias; artigos de correio ou de seleiro; artigos de viagem, bolsas e artefactos semelhantes; obras de tripa	196	203	-3.5%	1.4%	-0.1%
Madeira, carvão vegetal e obras de madeira; cortiça e suas obras; obras de espartaria ou de cestaria	227	197	15.3%	1.4%	0.2%
Pastas de madeira ou de outras matérias fibrosas celulósicas; papel ou cartão para reciclar(desperdícios e aparas); papel e suas obras	300	290	3.1%	2.0%	0.1%
Matérias têxteis e suas obras	936	928	0.9%	6.5%	0.1%
Calçado, chapéus e artefactos de uso semelhante, guarda-chuvas, guarda-sóis, bengalas, chicotes e suas partes; penas preparadas e suas obras; flores artificiais; obras de cabelo	223	204	8.9%	1.4%	0.1%
Obras de pedra, gesso, cimento, amianto, mica ou de matérias semelhantes; produtos cerâmicos; vidro e suas obras	167	147	13.7%	1.0%	0.1%
Pérolas naturais ou cultivadas, pedras preciosas ou semipreciosas e semelhantes, metais preciosos, metais folheados ou chapeados de metais preciosos, e suas obras; bijuteria; moedas	48	36	34.4%	0.3%	0.1%
Metais comuns e suas obras	1,102	1,202	-8.3%	8.5%	-0.7%
Máq. e aparelhos, material elétrico, e suas partes; aparelhos de gravação ou de reprodução de som, aparelhos de gravação ou de reprodução de imagens e de som em televisão, e suas partes e acessórios	2,292	2,202	4.1%	15.5%	0.6%
Material de transporte	2,070	1,744	18.7%	12.3%	2.3%
Instrumentos e aparelhos de ótica, fotografia ou cinematografia, medida, controlo ou de precisão; instrumentos e aparelhos médico-cirúrgicos; aparelhos de relojoaria; instrumentos musicais; suas partes e acessórios	348	340	2.2%	2.4%	0.1%
Armas e munições; suas partes e acessórios	11	9	19.6%	0.1%	0.0%
Mercadorias e produtos diversos	349	314	11.2%	2.2%	0.2%
Objetos de arte, de coleção e antiguidades	2	2	58.8%	0.0%	0.0%

Fonte: INE, calc. BPI

OPINIÃO

PORTUGAL – AS EXPORTAÇÕES NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2016 (cont.)

dado o anúncio de agravamento da carga fiscal sobre a aquisição de automóveis a partir do segundo trimestre do ano. Contudo a sua evolução merece ser acompanhada ao longo do ano de modo a avaliar até que ponto a antecipação de consumos terá sido o principal factor por detrás deste desempenho ou se se estará a construir uma tendência que interrompa o reequilíbrio das contas externas portuguesas, sobretudo num momento em que o preço do petróleo apresenta uma tendência de apreciação que tenderá a reflectir-se num aumento mais acentuado das importações.

Balança de serviços

Por seu turno, a balança de serviços deteriorou-se 4.8% yoy no primeiro trimestre, para cerca de 2 mil milhões de euros, na medida em que as importações aumentaram 2% e as exportações regrediram 0.8%.

As exportações de serviços – que representam 30% das exportações totais – registaram, no mesmo período uma queda de 0.8%, em grande parte reflectindo as quedas observadas nos sectores dos transportes – os quais representam 25% do total de serviços exportado – e dos serviços fornecidos por empresas – que representam 20.5% do total exportado. As quedas das exportações destes dois tipos de serviços foram parcialmente compensadas pelo crescimento dos serviços de turismo exportados e pelo bom desempenho das vendas ao exterior do sector das telecomunicações, informáticos e de informação. As exportações de serviços ligados ao turismo representam cerca de 38% do total exportado e cresceram 6.8% no primeiro trimestre, contribuindo com 2.4 pontos percentuais para a evolução das exportações totais de serviços; por sua vez os outros serviços de telecomunicações, que representam cerca de 6% do total exportado, avançaram quase 10% no mesmo período.

A análise das exportações por país evidencia também o efeito “Angola” no desempenho dos serviços prestados ao exterior. A queda de 32% das exportações de serviços para Angola traduziu-se num contributo de -2.1 pontos percentuais no comportamento das exportações totais. Retirando este efeito, verifica-se um crescimento de 1.4% nas exportações de serviços.

Principais serviços exportados Janeiro-Março

	2015	Peso	2016	Peso	tvh	contributo
	10 ⁶ euros					
Serv. de transf. de recursos materiais pertencentes a terceiros	87	1.7%	86	1.7%	-1.2%	-0.02%
Serv. de manutenção e reparação	76	1.5%	93	1.8%	23.0%	0.34%
Transportes	1,410	27.7%	1,267	25.1%	-10.1%	-2.80%
Transportes marítimos	150	3.0%	141	2.8%	-5.9%	-0.17%
Transportes aéreos	956	18.8%	812	16.1%	-15.1%	-2.83%
Outros modos de transporte	284	5.6%	286	5.7%	0.7%	0.04%
Serv. postais e de correio	20	0.4%	28	0.6%	41.3%	0.16%
Viagens e turismo	1,793	35.2%	1,914	37.9%	6.8%	2.39%
Construção	121	2.4%	112	2.2%	-7.5%	-0.18%
Serv. de seguros e pensões	34	0.7%	28	0.6%	-17.5%	-0.12%
Serv. financeiros	103	2.0%	108	2.1%	4.8%	0.10%
Direitos cobrados pela utilização de propriedade intelectual	23	0.5%	24	0.5%	5.6%	0.03%
Serv. de telecomunicações, informáticos e de informação	273	5.4%	299	5.9%	9.6%	0.52%
Serv. de telecomunicações	108	2.1%	128	2.5%	18.1%	0.39%
Serv. informáticos	161	3.2%	167	3.3%	3.9%	0.12%
Serv. de informação	4	0.1%	4	0.1%	9.1%	0.01%
Outros serviços fornecidos por empresas	1,088	21.4%	1,033	20.5%	-5.0%	-1.07%
Serv. de investigação e desenvolvimento	21	0.4%	22	0.4%	6.9%	0.03%
Serv. de consultoria em gestão e outras áreas técnicas	209	4.1%	217	4.3%	3.9%	0.16%
Serv. téc., relacionados c/comércio e outros serv. fornecidos p/emp.	858	16.9%	794	15.7%	-7.5%	-1.26%
Serv. pessoais, culturais e recreativos	45	0.9%	45	0.9%	-0.6%	-0.01%
Bens e serviços das administrações públicas	37	0.7%	36	0.7%	-1.1%	-0.01%
Total	5,088	-	5,045	-	-0.8%	-
Excluindo Transportes	3,678	-	3,778	-	2.7%	-

Fonte: Banco de Portugal, calc. BPI

Principais destinos de exportações de serviços Janeiro-Março

	2015	Peso	2016	Peso	tvh	contributo
	10 ⁶ euros					
Intra EU	3,267	64.2%	3,484	69.0%	6.6%	4.3%
Espanha	630	12.4%	703	13.9%	11.5%	1.4%
Reino Unido	619	12.2%	702	13.9%	13.5%	1.6%
França	563	11.1%	658	13.0%	16.9%	1.9%
Alemanha	468	9.2%	466	9.2%	-0.4%	0.0%
Holanda	198	3.9%	218	4.3%	10.0%	0.4%
Benelux	235	4.6%	266	5.3%	13.4%	0.6%
Itália	158	3.1%	133	2.6%	-16.2%	-0.5%
Outros Intra EU	396	7.8%	338	6.7%	-14.6%	-1.1%
Extra EU	1,821	35.8%	1,562	31.0%	-14.2%	-5.1%
Estados Unidos da América	262	5.2%	246	4.9%	-6.3%	-0.3%
Angola	332	6.5%	225	4.5%	-32.2%	-2.1%
Suíça	245	4.8%	205	4.1%	-16.1%	-0.8%
Brasil	216	4.2%	186	3.7%	-14.1%	-0.6%
Outros Extra EU	766	15.1%	700	13.9%	-8.6%	-1.3%
Total	5,088	-	5,045	-	-0.8%	-
Excluindo Angola	4,756	-	4,820	-	1.4%	-

Fonte: INE, calc. BPI

PORTUGAL – AS EXPORTAÇÕES NO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2016 (cont.)

O aumento de 2.0% das importações parece relacionar-se com factores sazonais, na medida em que a compra de serviços de turismo teve um contributo muito forte para o andamento das importações totais, reflectindo muito provavelmente o facto de a Páscoa ter sido em Março em 2016, enquanto que em 2015 tinha sido em Abril. Excluindo o sector do turismo da análise, verifica-se uma evolução bastante mais contida das importações: +0.4% yoy.

Principais serviços importados Janeiro-Março

	2015	2016	tvh	Peso 2015	contributo
	<i>10⁶ euros</i>				
Serv. de transformação de recursos materiais pertencentes a terceiros	7	2	-70.7%	0.2%	-0.2%
Serv. de manutenção e reparação	75	80	6.6%	2.5%	0.2%
Transportes	729	712	-2.3%	24.4%	-0.6%
Transportes marítimos	249	250	0.6%	8.3%	0.0%
Transportes aéreos	400	377	-5.9%	13.4%	-0.8%
Outros modos de transporte	58	60	4.0%	1.9%	0.1%
Serviços postais e de correio	22	25	14.0%	0.7%	0.1%
Viagens e turismo	807	857	6.2%	27.0%	1.7%
Construção	22	34	57.1%	0.7%	0.4%
Serv. de seguros e pensões	83	85	2.1%	2.8%	0.1%
Serv. financeiros	136	126	-7.2%	4.5%	-0.3%
Direitos cobrados pela utilização de propriedade intelectual	163	187	15.1%	5.4%	0.8%
Serv. de telecomunicações, informáticos e de informação	244	237	-2.6%	8.2%	-0.2%
Serv. de telecomunicações	115	106	-7.5%	3.8%	-0.3%
Serv. informáticos	122	125	2.3%	4.1%	0.1%
Serv. de informação	7	7	-6.0%	0.2%	0.0%
Outros serviços fornecidos por empresas	625	634	1.4%	20.9%	0.3%
Serv. de investigação e desenvolvimento	34	41	17.8%	1.2%	0.2%
Serv. de consultoria em gestão e outras áreas técnicas	137	146	6.4%	4.6%	0.3%
Serv. téc., relacionados c/comércio e outros serv. fornecidos por emp.	454	447	-1.4%	15.2%	-0.2%
Serviços pessoais, culturais e recreativos	70	67	-4.4%	2.4%	-0.1%
Bens e serviços das administrações públicas	27	25	-6.6%	0.9%	-0.1%
Total	2,987	3,047	2.0%		
Total, excluindo turismo	2,180	2,189	0.4%	73.0%	0.3%

Fonte: Banco de Portugal, calc. Banco BPI

BASES DE DADOS

INDICADORES ESTRUTURAIS

Endividamento do Sector Privado

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Junho e Julho 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*

Endividamento do Sector Privado					
	2000	2008	2014	Varição 2008 a 2014	Varição 2000 a 2014
Chipre	306.2	287.8	348.3	60.5	42.1
Luxemburgo	-	362.8	342.2	-20.6	n.a.
Irlanda	-	236.6	263.3	26.7	n.a.
Holanda	206.5	216.1	228.9	12.8	22.4
Dinamarca	158.1	222.8	222.8	0.0	64.7
Suécia	138.2	189.9	194.4	4.5	56.2
Portugal	137.1	196.2	189.6	-6.6	52.5
Bélgica	113.8	162.2	181.4	19.2	67.6
Espanha	102.9	196.4	165.8	-30.6	62.9
Reino Unido	138.3	186.8	157.7	-29.1	19.4
Finlândia	93.0	132.0	150.0	18.0	57.0
Malta	-	152.9	146.4	-6.5	n.a.
França	99.0	122.2	143.2	21.0	44.2
Grécia	53.1	113.5	130.5	17.0	77.4
Áustria	121.7	127.5	127.1	-0.4	5.4
Bulgária	26.8	130.8	124.3	-6.5	97.5
Croácia	-	111.0	120.6	9.6	n.a.
Itália	75.8	113.8	119.3	5.5	43.5
Estônia	54.0	136.7	116.1	-20.6	62.1
Alemanha	122.7	109.4	100.4	-9.0	-22.3
Eslovenia	-	105.6	100.1	-5.5	n.a.
Letónia	-	104.6	96.4	-8.2	n.a.
Hungria	56.1	105.6	91.3	-14.3	35.2
Polónia	-	67.7	77.9	10.2	n.a.
Eslováquia	47.6	65.3	76.2	10.9	28.6
República Checa	57.0	63.7	72.7	9.0	15.7
Romênia	26.6	65.5	62.2	-3.3	35.6
Lituânia	30.1	76.7	52.5	-24.2	22.4
Valores não consolidados					
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 Junho e Julho de 2016***Junho**

Zona Euro	2	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	6	Discurso de Janet Yellen em Filadélfia
Portugal	8	Banco de Portugal publica boletim económico
Zona Euro	9	Discurso de Draghi no Forum Económico em Bruxelas
Japão	15-16	Reunião de política Monetária do Banco do Japão
EUA	15	Decisão de política monetária do FOMC
Reino Unido	16	Reunião de política monetária do Banco de Inglaterra
Suíça	16	Reunião de política monetária do BNS
Zona Euro	17	Reunião dos ministros das finanças e governadores dos bancos centrais
EUA	21	Discurso de Janet Yellen no Senado
Reino Unido	23	Referendo à permanência na União Europeia
Espanha	26	Eleições Parlamentares
União Europeia	28-29	Cimeira de líderes em Bruxelas

Julho

Reino Unido	14	Reunião de política monetária do Banco de Inglaterra
Zona Euro	21	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	27	Decisão de política monetária do FOMC
Japão	28-29	Reunião de política Monetária do Banco do Japão

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

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

	2012					2014					2015					2016				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	
Matérias Primas																				
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	110.82	55.76	61.36	50.57	51.28	47.13	47.62	42.82	35.75	33.2	35.94	38.72	46.36	48.31	-	-	-	-	-	-
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-11.2	-4.9	-16.6	-17.1	-21.3	-16.7	-16.9	-20.9	-18.2	-13.9	-12.9	-8.5	-4.2	-3.9	-	-	-	-	-	-
Custos laborais																				
EUA	-1.3	2.8	2.6	-	-	2.7	-	-	1.9	-	-	2.3	-	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	1.3	1.2	1.7	-	-	1.1	-	-	1.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão	0.2	0.9	-2.5	0.9	0.4	0.4	0.7	0	0	0	0.7	1.5	0.3	-	-	-	-	-	-	-
Taxas de juro de curto prazo																				
EUA	0.25	0.26	0.28	0.31	0.33	0.33	0.33	0.42	0.61	0.61	0.63	0.63	0.64	0.69	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	0.27	0.06	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.18	-0.22	-0.25	-0.27	-0.28	-	-	-	-	-	-
Japão	0.15	0.11	0.10	0.10	0.09	0.08	0.08	0.07	0.08	0.05	-0.01	0.00	-0.02	-0.02	-	-	-	-	-	-
Taxas de juro de longo prazo																				
EUA	3.03	2.17	2.35	2.18	2.22	2.04	2.14	2.21	2.27	1.92	1.73	1.77	1.83	1.85	-	-	-	-	-	-
Alemanha	1.93	0.54	0.76	0.64	0.80	0.59	0.52	0.47	0.63	0.33	0.11	0.15	0.27	0.14	-	-	-	-	-	-
Japão	0.74	0.33	0.47	0.42	0.38	0.36	0.31	0.31	0.27	0.10	-0.06	-0.03	-0.08	-0.11	-	-	-	-	-	-
Taxas de câmbio efectivas																				
EUA (+ valorização;-depreciação)	2.8	8.4	12.4	14.7	15.9	15.1	12.6	12.4	10.9	11.0	8.6	4.5	3.9	5.8	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	4.8	-5.2	-10.6	-10.3	-7.1	-4.7	-6.4	-8.9	-5.6	1.1	1.2	5.6	3.5	3.7	-	-	-	-	-	-
Japão	-17.5	-7.9	-11.0	-9.7	-5.9	-0.2	-2.1	4.1	6.9	5.7	10.9	9.2	10.6	16.5	-	-	-	-	-	-
Preços no produtor																				
EUA	1.4	-0.6	-2.6	-2.8	-3.1	-4.1	-4	-3.3	-2.7	-1.2	-1.9	-1.9	-1.3	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	-0.74	-2.68	-2.11	-2.08	-2.65	-3.2	-3.22	-3.17	-2.98	-2.96	-4.15	-4.11	-4.38	-	-	-	-	-	-	-
Japão	2.5	1.8	-2.4	-3.2	-3.7	-4	-3.8	-3.7	-3.5	-3.2	-3.4	-3.8	-4.2	-	-	-	-	-	-	-
Preços no consumidor																				
EUA	1.5	0.8	0.1	0.2	0.2	0	0.2	0.5	0.7	1.4	1	0.9	1.1	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	0.8	-0.2	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	-0.2	0	-0.2	-0.1	-	-	-	-	-	-
Japão	1.6	2.4	0.4	0.2	0.2	0	0.3	0.3	0.2	0	0.3	-0.1	-0.3	-	-	-	-	-	-	-
Massa monetária																				
EUA (M2)	5.5	6	5.6	5.5	5.8	5.9	5.7	6	5.8	6.2	5.7	6.2	6.4	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro (M3)	1	3.8	4.9	5.2	4.9	4.9	5.2	5	4.7	5.1	4.9	5	4.6	-	-	-	-	-	-	-
Japão (M2)	4.2	3.6	3.9	4	4.2	3.8	3.7	3.3	3.1	3.2	3.2	3.2	3.3	-	-	-	-	-	-	-

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				
	2013	2014	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	
Crescimento do Produto																	
EUA (anualizado)	3.8	2.1	3.9	-	-	2.0	-	-	1.4	-	-	0.8	-	-	-	-	
Zona Euro (q/q)	0.2	0.4	0.4	-	-	0.3	-	-	0.3	-	-	0.5	-	-	-	-	
Japão (q/q)	-0.1	0.5	-0.4	-	-	0.4	-	-	-0.4	-	-	0.4	-	-	-	-	
Desemprego																	
EUA	6.7	5.6	5.3	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0	4.7	-	-	
Zona Euro	11.9	11.3	11.0	10.8	10.7	10.6	10.6	10.5	10.5	10.4	10.4	10.2	10.2	-	-	-	
Japão	3.7	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.2	3.3	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2	-	-	-	
Confiança das Empresas																	
EUA - Índice de confiança PME	94	100	95	96	96	96	96	96	95	94	93	93	94	-	-	-	
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-3	-5	-3	-3	-4	-2	-2	-2	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-	-	
Japão - Índice Tankan (global)	17	15	21	-	-	19	-	-	18	-	-	17	-	-	-	-	
Confiança dos Consumidores																	
EUA - Índice da Universidade de Michigan	82.5	93.6	96.1	93.1	91.9	87.2	90.0	91.3	92.6	92.0	91.7	91.0	89.0	94.7	-	-	
Índice do Conference Board	77.54	93.06	99.76	91.0	101.3	102.6	99.1	92.6	96.3	97.8	94.0	96.1	94.7	92.6	-	-	
Zona Euro - Índice do Eurostat	-14	-11	-6	-7	-7	-7	-8	-6	-6	-6	-9	-10	-9	-7	-	-	
Japão - Índice do ESRI	40.6	38.3	42.4	41.0	42.2	40.9	41.1	41.8	41.8	42.1	39.7	41.6	40.7	41.5	-	-	
Indicador Avançado da OCDE																	
EUA	107.2	109.6	110.1	110.1	110.1	110.1	110.1	110.1	110.2	110.2	110.3	110.4	-	-	-	-	
Zona Euro	101.6	102.0	102.7	102.7	102.8	102.9	102.9	103.0	103.1	-	-	-	-	-	-	-	
Japão	103.6	102.9	103.4	103.4	103.4	103.3	103.3	103.2	103.2	-	-	-	-	-	-	-	
Indicador da Actividade Industrial																	
EUA - ISM manufacturas	55.9	54.9	53.1	51.9	51.0	50.0	49.4	48.4	48.0	48.2	49.5	51.8	50.8	51.3	-	-	
PMI manufacturas	52.7	50.6	52.5	52.4	52.3	52.0	52.3	52.8	53.2	52.3	51.2	51.6	51.7	51.5	-	-	
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	102.9	101.9	102.6	102.6	102.6	102.3	103.0	102.2	101.6	102.8	101.9	102.0	-	-	-	-	
Produção Industrial (t.v.h.)																	
EUA	1.9	3.5	-0.3	0.3	0.4	-0.3	-0.5	-2.1	-2.3	-1.3	-1.4	-1.9	-1.1	-	-	-	
Zona Euro	1.7	1.1	2.0	1.7	2.3	1.5	2.2	2.0	0.4	3.6	1.1	0.1	-	-	-	-	
Japão	7.2	-0.1	2.1	-0.6	-0.9	-1.2	-1.6	1.4	-2.1	-4.2	-1.2	0.2	-3.5	-	-	-	
Vendas a Retalho (t.v.h.)																	
EUA	3.3	3.6	2.1	2.8	1.9	2.1	1.6	1.6	2.8	2.8	3.6	1.7	3.0	-	-	-	
Zona Euro	0.3	3.2	2.5	3.6	3.0	3.4	2.7	2.1	2.7	2.2	2.6	1.9	1.5	-	-	-	
Japão	2.8	-1.4	1.1	0.1	-0.3	-2.1	-0.7	-1.8	-3.1	-4.3	-2.7	-5.1	-4.0	-	-	-	
Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)																	
EUA	-702.2	-752.2	-384.4	-445.9	-511.9	-574.2	-637.0	-699.5	-762.6	-63.7	-129.0	-186.4	-245.2	-	-	-	
Zona Euro	152.4	182.4	221.0	232.7	237.2	239.6	241.6	245.9	248.1	247.0	246.4	255.2	-	-	-	-	
Japão	-11,645	-12,875	-1,963	-2,280	-2,577	-2,838	-2,969	-2,871	-2,805	127	311	606	1,033	-	-	-	

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
02-mai-16	1.1493	122.47	0.7825	1.0999	106.56
03-mai-16	1.1569	122.53	0.7910	1.0977	105.91
04-mai-16	1.1505	122.62	0.7928	1.0993	106.58
05-mai-16	1.1439	122.51	0.7886	1.1018	107.10
06-mai-16	1.1427	122.23	0.7885	1.1070	106.97
09-mai-16	1.1395	123.39	0.7900	1.1053	108.28
10-mai-16	1.1375	124.12	0.7876	1.1079	109.12
11-mai-16	1.1409	124.09	0.7896	1.1099	108.77
12-mai-16	1.1389	124.50	0.7889	1.1063	109.32
13-mai-16	1.1348	123.56	0.7876	1.1024	108.88
16-mai-16	1.1324	123.27	0.7880	1.1059	108.86
17-mai-16	1.1318	123.93	0.7815	1.1080	109.50
18-mai-16	1.1279	123.38	0.7749	1.1086	109.39
19-mai-16	1.1197	123.17	0.7659	1.1089	110.00
20-mai-16	1.1219	123.81	0.7701	1.1123	110.36
23-mai-16	1.1215	122.70	0.7744	1.1105	109.41
24-mai-16	1.1168	122.56	0.7651	1.1079	109.74
25-mai-16	1.1146	122.79	0.7593	1.1049	110.17
27-mai-16	1.1168	122.46	0.7625	1.1068	109.65
30-mai-16	1.1139	123.85	0.7613	1.1058	111.19
31-mai-16	1.1154	123.83	0.7619	1.1044	111.02
Var. Mês %	-2.95	1.11	-2.64	0.41	4.18
Var. em 2016 %	2.35	-4.58	3.22	1.40	-6.77
Média mensal	1.1318	123.23	0.7787	1.1058	108.89

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

02.Jun.16

	O/N	1 Mês	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	-0.40%	-0.36%	-0.28%	-0.16%	-0.03%
USD	0.39%	0.47%	0.68%	0.99%	1.33%
JPY	-0.01%	-0.06%	-0.03%	-0.01%	0.09%
GBP	0.48%	0.51%	0.59%	0.73%	1.00%
CHF	-0.76%	-0.77%	-0.74%	-0.64%	-0.52%

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 ⁶ euros)	282,435	272,161	264,147	267,293	265,368	267,739	264,974	266,805	266,046	264,675	262,239	263,263	-	-			
Emissões líquidas (10 ⁶ euros)	-4,560	7	-8,065	-321	-23	1,120	-1,633	504	3,109	840	-710	1,216	-	-			
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas																	
Emissões brutas OT's (10 ⁶ euros) ¹	6,530	0	0	1,965	0	2,992	1,386	1,230	0	3,966	0	2,504	1,466	-			
Emissões brutas BT's (10 ⁶ euros) ¹	0	1,115	806	2,032	1,190	1,634	1,400	1,647	998	1,936	999	1,864	1,100	-			
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ²	-3,521	-1,140	307	-932	80	112	0	233	13	150	0	0	-	-			
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 ⁶ euros)																	
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	45,021	34,680	33,058	32,096	31,957	32,068	32,368	32,549	33,830	33,416	33,327	33,736	-	-			
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	-109	270	82	-978	-120	112	288	159	1,306	-196	-102	431	-	-			
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 ⁶ euros)																	
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	84,812	59,736	57,675	56,306	55,994	54,359	55,473	54,128	51,753	51,613	51,693	50,787	-	-			
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	-1,044	563	-161	-1,381	-153	-1,551	970	-1,305	-235	-453	226	-590	-	-			
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 ⁶ euros)	113,343	109,957	116,776	118,562	118,961	121,753	118,747	119,857	119,879	122,377	121,560	123,196	125,746	-			
BT's	19,046	16,242	13,202	13,302	13,701	13,493	14,893	15,001	15,023	13,596	14,445	13,755	14,855	-			
OT's	92,708	92,400	102,424	104,164	104,164	107,164	102,759	103,865	103,865	107,790	104,357	106,738	108,188	-			
Outras obrigações	51	51	51	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	2,707	2,652	2,652	-			
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 ⁶ euros)	9,152	8,289	8,257	6,123	4,853	4,835	4,745	-	5,745	5,809	4,646	4,386	4,348	5,438			
Valor de Obrig. na posse de não residentes ⁴	63,450	77,005	77,414	-	-	81,697	-	-	78,237	-	-	74,476	-	-			
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.8	0.8	0.7	-	-	0.8	-	-	0.8	-	-	0.9	-	-			
Transac. de Obrig. do Tesouro no MEDIP ⁵ (média diária) (10 ⁶ euros)	28	126	284	220	255	507	394	401	141	197	212	59	60	-			

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVLPI, IGC.

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 alforro.

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

06.Jun.16

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 ⁶ EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
Obrig. do Tesouro								
Ots 10 Anos 06	2016-10-15	4,127	0	4	4.200%	101.52	0.36	-0.079%
Ots 10 Anos 07	2017-10-16	8,436	1	4	4.350%	105.58	1.32	0.230%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	8,524	2	0	4.450%	107.99	1.90	0.472%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,289	3	0	4.750%	110.97	2.75	1.040%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	4	0	4.800%	112.61	3.57	1.542%
Ots 15 Anos 05	2021-04-15	10,705	4	10	3.850%	109.06	4.44	1.880%
Ots 7 Anos 15	2022-10-17	4,000	6	4	2.200%	98.91	5.79	2.386%
Ots 15 Anos 08	2023-10-25	8,033	7	4	4.950%	114.87	6.12	2.699%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	7	8	5.650%	118.82	6.29	2.885%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	10,677	9	4	2.875%	97.52	7.96	2.920%
Ots 10 anos 16	2026-01-21	6,018	9	7	2.875%	97.52	8.21	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,915	13	8	3.875%	102.81	10.43	3.610%
Ots 30 Anos 06	2037-04-15	8,020.00	20	10	4.100%	102.45	13.87	3.925%
Ots 30 Anos 15	2045-02-15	3,000.00	28	8	4.100%	99.92	16.45	4.131%

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções

	01.06.2016	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	3,038.8	0.6	-12.1	-6.7	14.1	2016-02-11	-17.9	2015-07-20	-14.4	14.1
DJ EURO STOXX	325.0	0.7	-9.9	-5.4	14.8	2016-02-11	-14.7	2015-07-20	-11.6	15.0
DJ EUROPE STOXX 50	2,879.6	1.3	-11.9	-6.9	12.9	2016-02-11	-18.4	2015-07-20	-15.4	15.6
DJ EUROPE STOXX	344.1	1.1	-10.2	-5.7	14.0	2016-02-11	-15.6	2015-07-20	-13.0	15.9
MSCI EUROPE	1,351.7	0.3	-7.9	-4.3	12.5	2016-02-11	-12.6	2015-07-20	-11.4	n.a.
BBG US INTERNET	107.8	-	-	-	-	2014-10-16	-	2015-04-23	-	-
FTSE 100	113.8	4.1	-1.1	0.5	28.9	2016-02-08	-2.2	2015-12-02	11.3	25.9
DAX	6,191.9	-0.4	-3.2	-0.4	13.0	2016-02-11	-11.0	2015-06-03	-10.3	16.7
CAC 40	10,204.4	1.0	-8.6	-4.8	17.5	2016-02-11	-13.4	2015-07-20	-9.8	12.8
PSI-20	4,475.4	0.9	-8.6	-3.3	15.2	2016-02-11	-14.1	2015-08-06	-10.4	15.0
IBEX 35	4,850.4	-3.9	-9.2	-8.0	9.8	2016-02-11	-18.1	2015-06-03	-16.8	13.8
DOW JONES INDUST.	8,916.9	0.1	-12.7	-5.4	16.6	2016-02-11	-22.2	2015-07-20	-19.9	15.8
S&P 500	17,789.7	-0.6	0.3	2.1	15.7	2015-08-24	-2.2	2015-06-23	-1.2	16.6
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2,099.3	0.9	1.0	2.7	16.0	2016-02-11	-1.6	2015-07-20	-0.5	17.9
S&P UTILITIES	4,952.3	2.8	-3.3	-1.1	17.6	2016-02-11	-5.3	2015-07-20	-2.4	18.4
S&P FINANCIALS INDEX	483.8	-1.2	2.5	4.4	18.3	2016-01-20	-2.5	2016-04-27	0.3	16.5
NIKKEI 225	320.2	1.0	-2.8	-0.5	21.8	2016-02-11	-7.2	2015-07-23	-3.5	14.7
BOVESPA	16,562.6	2.6	-16.9	-13.0	11.4	2016-02-12	-21.0	2015-06-24	-19.4	16.4
MSCI WORLD	49,012.7	-8.5	9.1	13.1	32.3	2016-01-20	-10.8	2016-04-28	-9.6	12.9
MSCI WORLD	1,241.0	-0.2	-1.8	-4.1	n.a.	2016-02-11	n.a.	2015-05-21	-8.3	n.a.

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções (cont.)

	01.06.2016	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	1,269.3	1.0	-3.1	-0.7	13.6	2016-02-11	-6.8	2015-07-20	-6.3	n.a.
DJ EUROPE BANK	322.3	1.9	-11.6	-6.7	9.6	2016-02-11	-18.9	2015-07-20	-13.8	19.4
DJ EUROPE TECHINLG	150.3	0.7	-21.4	-16.8	16.9	2016-02-11	-33.2	2015-07-21	-30.5	11.4
DJ EUROPE INDUSTRIAL	329.9	2.8	-10.7	-7.2	16.2	2015-08-24	-11.5	2015-12-03	-9.2	19.9
DJ EUROPE INSURANCE	431.9	2.3	-4.6	0.9	19.9	2016-02-11	-9.6	2015-06-02	-8.5	16.7
DJ EUROPE MEDIA	251.9	1.5	-15.0	-11.8	15.0	2016-02-11	-15.8	2015-12-03	-10.0	10.5
DJ EUROPE FINANCIAL	288.0	1.4	-9.7	-5.7	11.2	2016-02-09	-14.8	2015-07-20	-10.6	17.1
DJ EUROPE OIL&GAS	409.5	1.3	-12.5	-8.5	18.9	2016-02-11	-15.2	2015-07-20	-11.1	15.6
DJ EUROPE UTILITY	271.9	-2.1	-6.1	4.6	23.3	2016-01-21	-15.7	2015-06-25	-15.0	21.8
DJ EUROPE AUTO	291.5	-2.0	-7.2	-4.5	9.2	2016-02-11	-13.6	2015-06-02	-12.6	14.5
DJ EUROPE CONSTRUCT	483.5	-1.0	-16.3	-13.7	17.2	2016-02-11	-24.8	2015-06-23	-22.4	8.4
DJ EUROPE HEALTHCARE	393.2	1.1	-2.7	1.1	20.6	2016-02-09	-4.0	2015-07-20	-0.7	18.3
DJ EUROPE PR & HO GOODS	745.5	4.5	-8.5	-6.4	13.6	2016-02-09	-15.1	2015-07-20	-10.2	18.0
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	763.4	2.5	-4.1	1.2	16.7	2015-08-24	-6.4	2015-08-06	n.a.	18.8
DJ EUROPE BAS.RESR	242.4	3.6	-9.6	-8.5	11.0	2016-02-09	-10.5	2015-12-03	n.a.	14.1
DJ EUROPE FOOD&BEV	265.4	-11.3	-2.7	9.0	39.5	2016-01-20	-34.8	2015-06-02	-34.4	23.2
DJ EUROPE CHEMICAL	633.8	2.8	-6.3	-1.6	19.4	2015-08-24	-7.0	2015-12-03	2.2	22.9
DJ EUROPE RETAIL	754.6	-3.6	-12.3	-8.3	10.1	2016-02-11	-21.5	2015-07-20	n.a.	15.8
	312.5	-0.3	-13.7	-7.1	6.2	2016-02-11	-18.0	2015-08-06	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES										
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	116.3	-2.9	-10.6	-7.4	17.3	2016-02-11	-18.1	2015-06-03	-17.6	7.2
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	731.7	4.3	-1.4	1.4	19.5	2015-08-24	-2.6	2015-11-05	1.1	17.3
S&P CONSUMER STAPLES	627.9	-1.5	-2.0	1.1	17.1	2016-02-08	-3.3	2015-11-04	3.4	18.1
S&P ENERGY	543.1	0.4	7.2	4.8	18.9	2015-08-24	-1.9	2016-05-10	8.9	21.4
S&P HEALTH CARE	497.3	-1.0	2.3	10.9	32.2	2016-01-20	-13.6	2015-06-02	-13.2	94.5
S&P MATERIALS	825.5	1.8	-0.1	-0.9	13.8	2016-02-08	-7.7	2015-07-20	-4.3	16.0
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	294.8	-0.6	3.6	7.7	28.7	2016-01-20	-7.9	2015-06-03	-7.3	18.1

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de Commodities

	Peso	Preços						Variação				
		03.Jun.16	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	31.dez.15	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
CRB Energia												
Petróleo		49.4	47.9	47.9	47.9	60.3	47.9	3.1%	3.1%	3.1%	-18.1%	-8.5%
Heating oil		150.0	150.4	150.4	150.4	195.5	150.4	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-23.3%	-11.3%
Gas natural		2.2	2.3	2.3	2.3	2.6	2.3	-3.8%	-3.8%	-3.8%	-17.6%	-7.7%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1211.2	1290.5	1234.4	1065.8	1189.4	1060.2	-6.1%	-1.9%	13.6%	1.8%	21.5%
Platina		979.2	1078.4	934.3	832.9	1111.5	891.7	-9.2%	4.8%	17.6%	-11.9%	19.9%
Prata		16.1	17.8	14.9	14.1	16.7	13.8	-9.5%	8.1%	14.6%	-3.6%	26.6%
CRB Agrícola												
Milho		410.8	379.0	379.0	379.0	351.5	379.0	8.4%	8.4%	8.4%	16.9%	1.4%
Sementes de soja		1091.0	910.5	910.5	910.5	934.0	910.5	19.8%	19.8%	19.8%	16.8%	13.3%
Trigo		477.0	519.0	519.0	519.0	477.0	519.0	-8.1%	-8.1%	-8.1%	0.0%	-9.4%
CRB Alimentares												
Cacau		3027.0	3366.0	3366.0	3366.0	3085.0	3366.0	-10.1%	-10.1%	-10.1%	-1.9%	-6.3%
Café		121.7	114.3	114.3	114.3	126.2	114.3	6.5%	6.5%	6.5%	-3.5%	4.9%
Sumo de laranja		146.5	106.8	106.8	106.8	114.3	106.8	37.2%	37.2%	37.2%	28.2%	25.8%
Açúcar		17.7	14.8	14.8	14.8	12.0	14.8	19.5%	19.5%	19.5%	47.4%	8.8%
CRB Industriais												
Cobre		210.1	233.1	233.1	233.1	272.8	233.1	-9.9%	-9.9%	-9.9%	-23.0%	-4.6%
Algodão		63.8	61.6	61.6	61.6	64.4	61.6	3.6%	3.6%	3.6%	-0.8%	4.5%
CRB Gado												
Bovino		119.7	123.1	139.5	130.1	152.3	135.8	-2.8%	-14.2%	-8.0%	-21.4%	-14.2%
Suíno		80.5	77.9	70.0	58.4	83.8	59.8	3.4%	15.1%	37.8%	-3.9%	31.0%

Fonte: Bloomberg.

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

BANCO BPI. S.A.

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

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

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

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