

## PORTUGAL – FACTORES DE PRESSÃO SOBRE OS CUSTOS DE FINANCIAMENTO

O comportamento da *yield* do principal *benchmark* da dívida pública portuguesa sugere que a percepção da qualidade do risco de Portugal se tem vindo a deteriorar. Actualmente o prémio de risco das OT's a 10 anos face ao *Bund* com o mesmo prazo situa-se em torno dos 345 pontos base (p.b.), 155 p.b. acima do exigido no início do ano e consideravelmente acima do spread médio em 2014 e 2015, 252 p.pb. e 188 p.b., respectivamente. Por detrás deste movimento de deterioração do risco de Portugal estão factores de curto-prazo, cuja imaterialização (na nossa perspectiva) até ao final do ano deverá traduzir-se em alívio nos prémios de risco de Portugal, mas também factores de cariz mais estrutural que poderão continuar a exercer pressão sobre a valorização da dívida portuguesa.

**No curto prazo, o factor mais importante prende-se com a reavaliação da qualidade do risco pela agência de rating DBRS, cujo resultado será conhecido no dia 21 de Outubro.**

Esta agência é a única que coloca o risco da dívida portuguesa na classe de investimento, essencial para que Portugal participe no programa de compra de dívida pública do Banco Central Europeu. A classificação actual encontra-se no patamar inferior da classe de investimento e a sua perspectiva é estável, atribuindo-se uma elevada probabilidade a que esta agência mantenha Portugal na classe de investimento. Todavia há alguma incerteza quanto à manutenção da perspectiva de evolução em estável ou na sua revisão para negativo. Do ponto de vista do comportamento recente das contas públicas e da dívida pública, nada indica uma considerável deterioração da qualidade do risco, pelo que a sinalização de que é estável a actual classificação poderá manter-se – este é o cenário a que atribuímos maior probabilidade - mas o facto de existirem sinais de alguma inversão no esforço de consolidação orçamental associado a um cenário macroeconómico mais frágil e à fragilidade do sistema bancário e eventual impacto que a recapitalização da CGD terá na dívida pode levar esta agência a rever a perspectiva da actual classificação de estável para negativa. Note-se, no entanto, que tal alteração não significaria que Portugal estará na iminência de perder a actual notação de investimento, ainda que se pudesse traduzir no alargamento do prémio de risco soberano.

**Outro factor de incerteza prende-se com a apresentação e aprovação do Orçamento de Estado para 2017,** mas este tenderá a ter menor impacto na percepção que os investidores têm do risco de Portugal, já que deverá continuar a indicar que Portugal está comprometido com o cumprimento das regras orçamentais da zona euro. Em causa estará sobretudo a avaliação pelos investidores relativamente à credibilidade do plano que for apresentado.

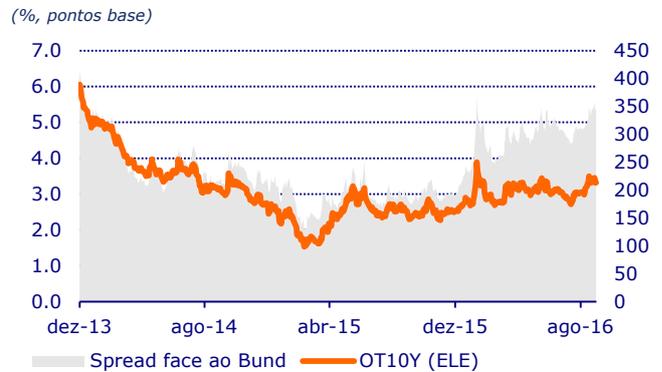
Para além destes factores que tudo indica se desvanecerão no curto-prazo, existem outros que tenderão a manter maior pressão sobre os custos de financiamento do soberano português e, consequentemente, das empresas nacionais. Destes refere-se:

**- Capacidade do estado continuar a financiar-se a custos relativamente baixos num ambiente em que há a percepção de que o suporte do BCE através do programa de compra de activos poderá ser mais reduzido do que observado até ao primeiro semestre de 2016.**

Em 2016, as necessidades de financiamento do Estado encontram-se praticamente satisfeitas, não levantando questões quanto ao seu cumprimento até ao final do ano. Para 2017, excluindo o rollover de BT's, as necessidades de financiamento ascendem, segundo dados do IGCP, a 15 mil milhões de euros (mme), as quais serão predominante financiadas pela emissão de OT, sendo importante para a formação do preço destas emissões o suporte dado pelo programa de compra de dívida pública do BCE.

Recentemente o BCE tem vindo a diminuir as compras de dívida pública, o que em grande parte é percebido como estando relacionado com escassez de dívida elegível disponível ao abrigo das regras do programa. Este aspecto é relevante para Portugal na medida em que o montante das emissões de OT's elegíveis é relativamente limitado e porque alguns destes títulos estão na posse do BCE ao abrigo de compras no anterior programa de compra de dívida pública (SMP), reduzindo assim o montante disponível para o actual programa da autoridade monetária da zona euro.

### Evolução da *yield* da OT 10 anos e *spread* face ao *Bund*



### Necessidades de Financiamento

	Mil Milhões de Euros				
	2016	2017	2018	2019	2020
<b>1. Necessidades Líquidas de Financiamento (*)</b>	<b>9.1</b>	<b>6.1</b>	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>	<b>2.8</b>
<b>2. Reembolsos</b>	<b>30.7</b>	<b>25.0</b>	<b>27.9</b>	<b>26.8</b>	<b>28.6</b>
Bilhetes do Tesouro (**) - roll-over	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
Obrigações do Tesouro	8.6	7.4	8.3	10.2	10.7
FMI, reembolsos realizados	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FMI, reembolsos a executar	4.0	1.5	3.5	0.5	1.8
p.m. PAEF, reembolsos de acordo maturidade original	0.0	0.0	1.8	4.8	4.8
<b>Necessidades de Financiamento Brutas (1+2)</b>	<b>39.8</b>	<b>31.1</b>	<b>32.4</b>	<b>31.6</b>	<b>31.4</b>
<b>Em % do PIB</b>	<b>21.7%</b>	<b>16.4%</b>	<b>16.5%</b>	<b>15.5%</b>	<b>14.9%</b>
<b>Disponibilidade de depósitos no final do ano</b>	<b>6.4</b>	<b>6.5</b>	<b>5.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>

Fonte: IGCP, Bloomberg, BPI.

Notas: (\*) - Em 2016 não deverá considerar a possibilidade de capitalização da CGD, pelo que a rubrica Outras aquisições líquidas de activos financeiros poderá exceder as estimativas oficiais. Em 2017 e seguintes o valor respeitante ao défice da AP reflecte o objectivo para o saldo orçamental inscrito no Programa de Estabilidade, pelo que também deverá estar sub-estimado. Os valores correctos deveriam reflectir o saldo esperado em contabilidade pública do sector Estado (em 2016 as diferenças entre estas duas rubricas estimam-se em cerca de 2,3 MME).

(\*\*) - 2016 e seguintes: Saldo vivo de BT's no final de Agosto, segundo informação do IGCP

## TEMAS EM DESTAQUE

## PORTUGAL – FACTORES DE PRESSÃO SOBRE OS CUSTOS DE FINANCIAMENTO (cont.)

Tendo por base a informação disponível na Bloomberg relativa à dívida pública portuguesa elegível para o programa do BCE, e admitindo que ao abrigo do anterior SMP, o BCE terá cerca de 4 mme de dívida portuguesa com maturidade entre 2 e 31 anos (a 31 de Dezembro, o BCE detinha 12.8 mme com maturidade média residual de 2.8 anos), o montante disponível para aquisição pelo BCE situar-se-á em 5.7 mme, cerca de 1/3 das necessidades de financiamento do Estado de 2017, podendo colocar alguma pressão sobre os custos de financiamento exigidos pelos investidores.

Admitindo que o programa de aquisição de dívida pública do BCE termina em Março de 2017, tendo por base a intenção do Tesouro emitir cerca de 2 mme de OT's até ao final de 2016 e recorrendo à mensualização das necessidades de financiamento do estado para 2017, é razoável considerar que o programa de compra de dívida pública do BCE continuará a dar um suporte importante ao cumprimento das necessidades de financiamento do Estado. Nesta hipótese, as necessidades de financiamento do Estado nos próximos seis meses rondarão os 5.75 mme, próximo da estimativa apresentada para a disponibilidade de dívida elegível até ao final do programa em Março de 2017, podendo o Tesouro português antecipar parte das necessidades de financiamento para o primeiro trimestre do ano, (importa, no entanto, ter presente que o termo do programa poderá ser adiado e as respectivas regras alteradas, de forma a ultrapassar eventuais faltas de títulos elegíveis para o programa nas diversas economias do euro, retirando pressão sobre o cumprimento das necessidades de financiamento do estado em 2017). **Nos primeiros oito meses de 2016, o BCE comprou 9.6 mme de OT's, cerca de 76% do montante emitido no mesmo período.**

Na ausência de alterações ao programa do BCE ou caso essas alterações fiquem aquém das necessidades de Portugal, assistir-se-á, muito provavelmente, a um movimento de pressão sobre os custos de financiamento de Portugal. **Admitindo um cenário de não alteração dos critérios actuais do programa e considerando que nos próximos meses as compras serão semelhantes às efectuadas em Setembro, é possível que o limite de compras pelo BCE seja atingido em Abril; caso as compras se mantenham em linha com a média mensal desde o início do programa, este limite será atingido mais próximo do início de 2017.**

**- O aumento continuado da dívida pública pode ser percebido com um factor de risco para a sua sustentabilidade, sobretudo perante sinais de menor crescimento económico e persistência de fragilidades no sistema bancário.**

A trajectória recente da dívida pública tem sido relativamente desfavorável, observando-se uma deterioração dos rácios face ao PIB. A dívida na óptica de Maastricht representava 131.9% do PIB no segundo trimestre, 2.9 pontos percentuais acima dos níveis observados nos dois trimestres anteriores. Da mesma forma, tem-se vindo a assistir ao incremento da dívida líquida de depósitos da administração central.

A este comportamento recente acresce o risco de que a recapitalização da CGD possa implicar uma deterioração mais significativa do nível de dívida pública, fragilizando o cenário da sua sustentabilidade. Com efeito, o programa de recapitalização que foi anunciado, que ascende a cerca de 5.2 mme, envolverá uma injeção de capital pelo Estado de 2.7 mme, que ainda que possa não afectar o saldo da Administração Pública, terá que ser financiado pelo aumento da dívida pública. O facto do plano incluir a emissão de 1 mme de dívida subordinada a ser tomada por investidores privados consiste num risco adicional, caso a procura por parte dos investidores fique abaixo do planeado. Contudo, neste campo, é importante ter presente que Portugal tem margem para utilizar depósitos da Administração Central, reduzindo a necessidade de emissão de dívida (em Agosto estes ascendiam a cerca de 19 mme), ainda que possa enfrentar algumas restrições pela necessidade de manter uma

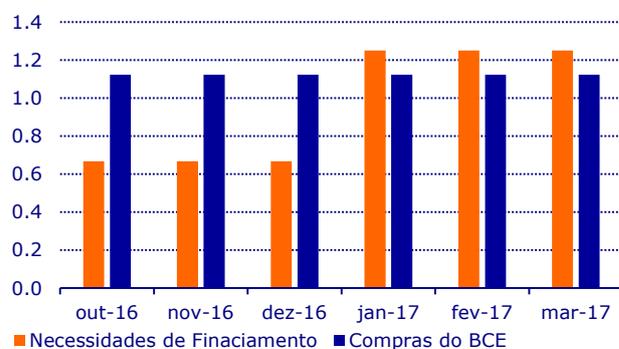
### Estimativa de termo de dívida pública portuguesa elegível disponível para o Programa de compra de dívida pública do BCE

	Mil Milhões de Euros
Dívida elegível	95.6
Limites das compras do BCE	
33% da dívida elegível	31.6
Capital key rebaseada (2.5%)	33.4
Dívida pública portuguesa no balanço do BCE	
Compras ao abrigo do PPSP	21.8
Compras ao abrigo do SMP (dados de Dezembro 2015)	20.8
Hipóteses:	
Títulos detidos ao abrigo do SMP elegíveis para o PPSP	4.0
Futuras Compras mensais do BCE idênticas às realizadas em Setembro	1.0
Montante disponível para o PPSP	5.7
Termo da disponibilidade de títulos elegíveis para participação no PPSP	
Se compras idênticas às de Setembro	abr-17
Se compras idênticas à média mensal desde o início do programa	fev-17

Fonte: Bloomberg, BCE, calc. BPI.

### Necessidades de Financiamento mensais do Estado & Programa de compra de dívida pública do BCE

(mil milhões de euros)



Fonte: IGCP, Bloomberg, calc. BPI



## TEMAS EM DESTAQUE

## PORTUGAL – FACTORES DE PRESSÃO SOBRE OS CUSTOS DE FINANCIAMENTO (cont.)

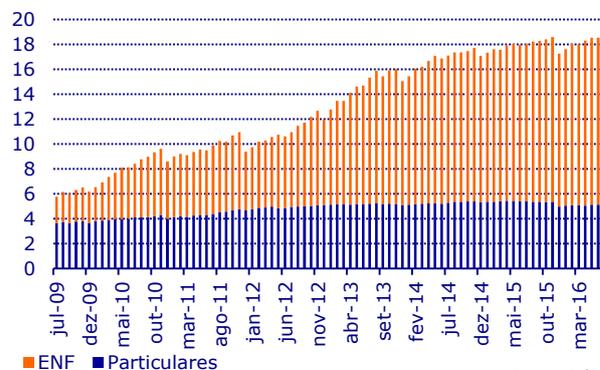
Para fazer face à dimensão do crédito vencido tem vindo a ser equacionada a possibilidade de criação de um “banco mau” para absorver os créditos mal parados. De acordo com o Banco de Portugal, este banco mau poderá ter a forma de um veículo constituído com o propósito de gerir os activos tóxicos do sistema bancário, facilitando a venda de créditos problemáticos. Este veículo deverá privilegiar a captação de investimentos junto de entidades privadas especializadas através de uma estruturação de títulos a emitir em tranches de diferentes níveis de senioridade. De acordo com o actual enquadramento regulamentar europeu, a forma de apoio público à criação deste veículo poderá ter a forma de uma garantia, aumentando implicitamente neste caso os passivos contingentes do Estado, sem se reflectir directamente na dívida.

Recentemente o FMI no artigo IV de Portugal estima que, na melhor das hipóteses, o aprovisionamento necessário realizar pelos bancos para que o rácio de cobertura do crédito mal parado se situe em 80% implicaria a recapitalização dos bancos em cerca de 3.5 mme, equivalente a 2% do PIB. Todavia, afirma que esta pode ser uma estimativa conservadora atendendo aos recentes acontecimentos em torno do BANIF, onde o crédito em risco estaria sub-avaliado e os activos subjacentes estariam sobre-avaliados.

Em suma, os acontecimentos nos últimos anos no sector bancário português aliados à actual conjuntura de fraco crescimento e baixa inflação, num ambiente de endividamento ainda elevado, constituam a ser um factor adicional de preocupação e pressionam os custos de financiamento externos. Atendendo ao peso do sector financeiro na economia portuguesa e ao seu papel fundamental na intermediação de poupanças e canalização de financiamento para o sector produtivo, a clarificação do seu rumo será sem dúvida um factor de alívio para o mercado de dívida pública bem como um elemento catalisador da recuperação económica.

## Evolução do crédito mal parado

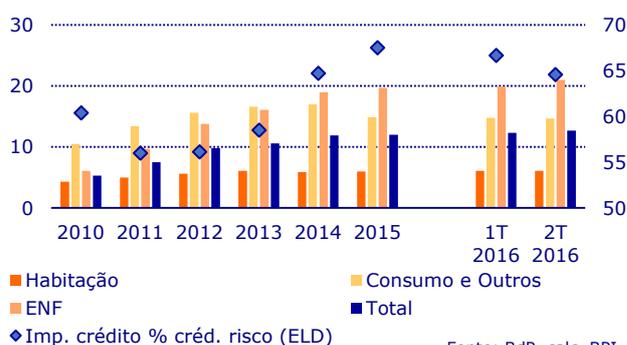
(mil milhões de euros)



Fonte: BdP

## Evolução dos rácios de crédito em risco e cobertura por imparidades

(% , %)



Fonte: BdP, calc. BPI

## PORTUGAL – DÉFICE PODERÁ ULTRAPASSAR 2.5%, MAS NÃO OS 3%

A capacidade do Governo em conter a despesa está a permitir uma execução controlada

O défice em contabilidade pública até Agosto compara ainda favoravelmente com o défice de 2015, ainda que com uma margem menor do que nos meses anteriores. A menor receita fiscal está a forçar o Executivo a controlar bastante a despesa pública.

Os dados em contabilidade nacional mostraram um défice de 2.8% do PIB na primeira metade do ano, o que, sendo boas notícias, torna prudente ainda alguma cautela na avaliação, devido a um comportamento menos favorável da receita no segundo trimestre. Além disso, os dados confirmam a descida acentuada do investimento público, que se situa agora em níveis historicamente baixos.

De acordo com as nossas previsões, é possível que o défice cumpra a exigência europeia de 2.5% do PIB, mas o mais provável é que ultrapasse este valor (excluindo o aumento de capital da CGD), situando-se em cerca de 2.7%. Ainda que um cenário mais negativo pudesse piorar este número, um défice acima de 3% não é provável, muito devido à capacidade do Governo em controlar os gastos em investimento.

### 1. Execução orçamental menos favorável até Agosto, mas ainda melhor que em 2015

► No período entre Janeiro e Agosto de 2016, a execução orçamental esteve controlada, com as contas a mostrarem-se ligeiramente melhores, com menos EUR 81 milhões em défice comparando com o mesmo período de 2015 – note-se que, devido a ajustamentos específicos deste ano, é possível atingir o objectivo para o défice em contabilidade nacional em 2016, observando ao mesmo tempo um défice pior do que no ano anterior em contabilidade pública, em cerca de EUR 741 milhões.

Assim, a diferença entre a receita e a despesa até Agosto foi de EUR -3.990 mil milhões. Tanto a receita como a despesa estão a crescer abaixo do esperado no OE 2016: a receita aumentou 1.3% (5.0% previsto no OE), e a despesa cresceu apenas 1.0% (5.6% esperado no OE). O superávit primário está também a subir, já que o aumento na receita está a ser acompanhado de um aumento de 0.4% na despesa primária, até agora; estes números resultam num superávit primário de EUR 1.628 mil milhões, EUR 408.5 milhões acima do que foi registado no mesmo período de 2015. Apesar deste registo significativo, é de relevar que a melhoria do défice em relação ao período homólogo era superior a EUR 1000 milhões até Junho, e superava EUR 500 milhões até Julho, o que significa que há agora uma folga menor em relação à execução de 2015.

► A receita estava a crescer a um ritmo de 1.3%, bastante abaixo do aumento orçamentado de 5.0%, e menor também que o aumento acumulado homólogo até Julho, de 2.8%, sendo esta a principal mudança na comparação com 2015 agora em Agosto. A causa desta mudança prende-se fundamentalmente com um comportamento mais desfavorável da receita fiscal, em especial, dos impostos directos: houve uma queda mensal de 28% na receita de IRS, o que agravou a descida homóloga acumulada das receitas deste imposto para uma quebra de 9.4% (descida de 6.0% até Julho). A receita do IRC piorou também este mês, caindo 8.9% até Agosto (descida de 4.0% até Julho).

► Para compensar estes desenvolvimentos, o Governo está a exercer um controlo ainda maior da despesa pública. Os gastos do Estado subiram 1.0% até Agosto, quando tinham subido 1.3% até Julho. A este respeito, não tem havido grandes diferenças quanto à evolução da despesa,

em comparação com o mesmo mês do ano passado. A contenção no crescimento da despesa está a permitir uma “poupança” de cerca de EUR 2.5 mil milhões, quando se compara com os gastos previstos no OE2016 (assumindo um perfil intra-anual da despesa semelhante a 2015). O factor que é, isoladamente, mais importante em fazer com que despesa prevista não seja efectuada é o investimento público, onde uma quebra de 11.7% (expectativa de um aumento de 12.0%) está a levar a um desvio positivo de EUR 601.5 milhões. As transferências correntes (onde se incluem os subsídios de desemprego) subiram 0.5% (quando era esperado um aumento de 2.8%), permitindo assim também EUR 557.2 milhões a menos em despesa quando comparada com a previsão orçamental. O grupo agregado de “Outras despesa corrente” está também a permitir uma folga de EUR 604.1 milhões até agora.

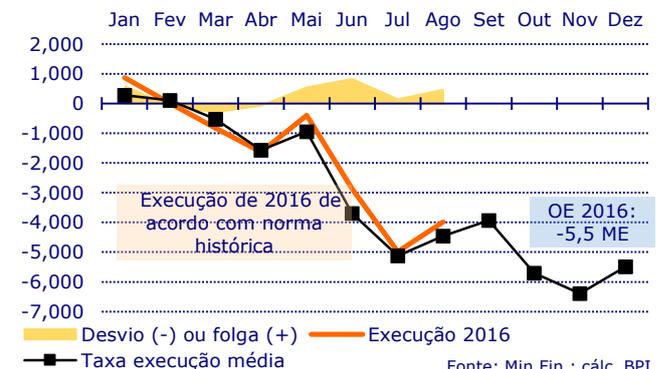
#### Objectivos do défice orçamental (EUR mil milhões) com base no OE2016

C. Pública	Ajustes	C. Nacional	Défice/PIB
-5,493	1,368	-4,125	-2.2%

Fontes: INE, Min. Finanças.

#### Saldo orçamental - Contabilidade Nacional

(EUR milhões)



## TEMAS EM DESTAQUE

## PORTUGAL – DÉFICE PODERÁ ULTRAPASSAR 2.5%, MAS NÃO OS 3% (cont.)

## Execução orçamental 2016 até Agosto

(Óptica de caixa)	Valores (EUR milhões)		% Variação		Desvio implícito*
	Ago-15	Ago-16	Execução	OE16	
<b>Receita corrente</b>	<b>48,104.74</b>	<b>48,773.14</b>	<b>1.4</b>	<b>4.5</b>	<b>-1,514.90</b>
Receita Fiscal	28,818.66	28,770.27	-0.2	3.4	-1,041.81
Impostos directos	13,338.04	12,414.35	-6.9	-1.2	-767.37
Impostos indirectos	15,480.62	16,355.92	5.7	7.7	-323.22
Contribuições de Segurança Social	12,427.36	12,880.63	3.6	4.4	-99.72
Outras receitas correntes	6,766.36	7,049.69	4.2	12.9	-591.54
<b>Receita de capital</b>	<b>1,128.07</b>	<b>1,081.06</b>	<b>-4.2</b>	<b>23.0</b>	<b>-306.05</b>
<b>Receita efectiva</b>	<b>49,232.81</b>	<b>49,854.20</b>	<b>1.3</b>	<b>5.0</b>	<b>-1,851.48</b>
<b>Despesa corrente</b>	<b>50,133.25</b>	<b>50,948.93</b>	<b>1.6</b>	<b>4.8</b>	<b>-1,578.91</b>
Despesas com o pessoal	12,890.75	13,276.08	3.0	2.3	86.49
Aquisição de bens e serviços	7,044.96	6,919.87	-1.8	1.1	-202.87
Juros e outros encargos	5,289.67	5,617.37	6.2	4.5	90.59
Transferências correntes	23,748.57	23,858.83	0.5	2.8	-557.17
Subsídios	708.69	689.93	-2.6	33.1	-253.26
Outras despesas correntes	450.39	462.97	2.8	136.9	-604.08
<b>Despesa de capital</b>	<b>3,169.90</b>	<b>2,894.78</b>	<b>-8.7</b>	<b>18.1</b>	<b>-848.97</b>
Investimentos	2,533.57	2,236.11	-11.7	12.0	-601.54
Transferências e out. despesas de capital	622.04	649.21	4.4	47.3	-264.01
<b>Despesa efectiva</b>	<b>53,303.16</b>	<b>53,843.72</b>	<b>1.0</b>	<b>5.6</b>	<b>-2,468.00</b>
<b>Saldo global</b>	<b>-4,070.34</b>	<b>-3,989.52</b>	<b>-2.0</b>	<b>-</b>	<b>616.52</b>
Despesa primária	48,013.49	48,226.34	0.4	5.8	-2,558.66
<b>Saldo primário</b>	<b>1,219.32</b>	<b>1,627.86</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Fonte: DGO

Nota: \*Diferença entre a execução verificada e a prevista no OE2016 até Agosto, assumindo um perfil intra-anual semelhante das despesas e receitas ao do ano anterior

## 2. Défice em contabilidade nacional ficou em 2.8% na primeira metade do ano

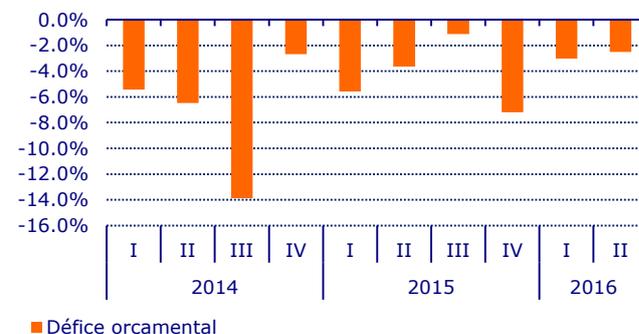
► O défice do Estado em contabilidade nacional foi de EUR 2.510 mil milhões, o que corresponde a 2.8% do PIB, bem abaixo dos 4.6% registados no mesmo período de 2015.

► Este défice acumulado representa já 60.8% do objectivo de 2.2% presente no OE. Este comportamento é mais favorável do que o verificado em 2015, quando nesta altura já 72.9% da meta do défice havia sido utilizada. No entanto, a execução orçamental em contabilidade nacional tem variado bastante nos últimos anos, e este nível de execução está mesmo acima da percentagem média da meta do défice esgotada até esta altura do ano, uma percentagem que ronda os 45%. Usando a comparação homóloga, estes 2.8% implicam uma redução do défice em 1.8 pontos percentuais (p.p.), quando está prevista uma redução de 0.9 p.p. para a globalidade de 2016.

► Tal como é verificado na execução em contabilidade pública, a redução do défice está a ser conseguida fundamentalmente por uma combinação de aumento na receita fiscal (em particular taxação indirecta),

## Saldo orçamental - Contabilidade Nacional (valores trimestrais)

(% do PIB)



■ Déficit orçamental

Fontee: INE

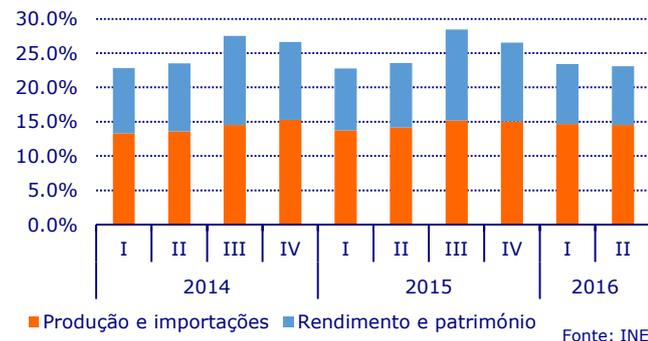
## PORTUGAL – DÉFICE PODERÁ ULTRAPASSAR 2.5%, MAS NÃO OS 3% (cont.)

**crescimento da despesa contido, e uma diminuição do investimento.** Os impostos sobre a produção e importações viram a sua colecta de receita aumentar 7.6% yoy, principalmente devido aos aumentos no imposto sobre o tabaco, o imposto sobre veículos e o imposto sobre produtos petrolíferos. Contudo, este aumento foi sentido de maneira mais acentuada no primeiro trimestre, com um aumento de 10.3% nessas receitas (5.2% no 2T). Uma evolução similar está a ser registada nos impostos sobre o rendimento e património, que viram a receita diminuir 6.6% entre Abril e Junho depois de uma evolução mais positiva (crescimento de 0.8%) nos primeiros três meses do ano.

► **Para compensar o enfraquecer do crescimento da receita fiscal, o Executivo está a conter o aumento da despesa em consumo final do Estado (a subir 2.6% yoy), enquanto o investimento público cai a pique:** de acordo com os números avaliados em contabilidade nacional, a formação bruta de capital fixo pelo Estado está a cair 31.0%. Esta é a segunda maior queda homóloga no investimento estatal durante a primeira metade do ano desde 2000 (início da série histórica do INE), com apenas a diminuição no primeiro semestre de 2012 a superá-la (-32.8%). Além disso, **os valores absolutos do investimento público figuram agora num mínimo histórico desde o início da série de dados (1999)**, registando EUR 1.186 mil milhões, bem abaixo dos EUR 1.311 mil milhões verificados na primeira metade de 2014, o valor mínimo anterior. Olhando para os números em percentagem do PIB, os dois trimestres passados foram 2 em 3 dos valores mínimos para esta estatística. O investimento estatal foi 1.12% do PIB no 1T e de 1.47% no 2T (o outro trimestre neste "pódio" foi o segundo trimestre de 2014, com 1.34% em FBCF público em percentagem do PIB). **Mesmo tendo em conta a transição entre programas de fundos europeus, que terá certamente adiado vários planos de investimento, estes números tornam perceptível um controlo da despesa de investimento bastante consistente, o que deverá continuar durante o resto do ano.**

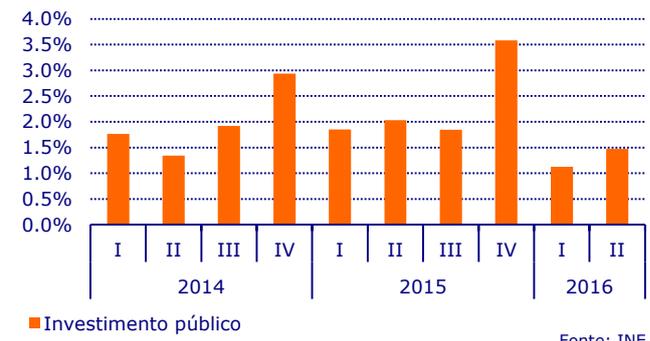
### Receita fiscal - Contabilidade Nacional

(% do PIB)



### Investimento público - Contabilidade Nacional

(% do PIB)



### 3. O controlo da despesa permitirá um défice abaixo dos 3% do PIB

► **O cenário presente, onde tanto os gastos como a receita pública estão bastante abaixo do orçamentado, faz com que seja difícil prever o défice orçamental no fim do ano. No entanto, é bastante claro que a execução na segunda metade de 2016 comporta desafios, devido a vários factores.**

► **Em primeiro lugar, há medidas que acarretam consigo mais despesa ou menos receita durante esta segunda metade do ano:** o horário de 35 horas para a função pública que entrou em vigor em Junho, a recuperação gradual dos cortes no vencimento dos funcionários públicos (20% adicionais em cada trimestre, o que a juntar-se com os 20% revertidos em 2015 significa vencimentos públicos sem nenhum corte já a partir de Outubro) e a descida do IVA da restauração na segunda metade do ano.

► **Além disso, a entrada em vigor em Abril do OE distorce alguns valores:** o crescimento homólogo até Agosto da receita fiscal de alguns impostos indirectos (tabaco, veículos e produtos petrolíferos) está inflacionado pela antecipação de consumo fora do normal, que levou a taxas de significativo crescimento nos primeiros 4 meses do ano, quando nos meses seguintes o crescimento de colecta tem sido bastante menor.

► **Finalmente, há algumas indicações de que alguns cortes da despesa podem não ser sustentáveis:** a diminuição homóloga na compra de bens e serviços tem sido menor em cada trimestre (-2.7% no 1T, -1.7% no 2T, -0.8% em Julho e Agosto).

## TEMAS EM DESTAQUE

**PORTUGAL – DÉFICE PODERÁ ULTRAPASSAR 2.5%, MAS NÃO OS 3% (cont.)**

► **Assim, e tendo em conta as questões referidas, elaborámos uma estimativa para o défice de 2016, de acordo com um conjunto de premissas.** Assumimos, então:

- Adaptações entre contabilidade pública e nacional são o previsto no OE2016;
- A colecta fiscal segue a taxa de crescimento observada desde Maio, menos favorável do que nos primeiros quatro meses do ano, excepto no IVA, onde é utilizada a taxa de variação acumulada até Agosto, descontando o custo estimado (pelo Governo) da redução do IVA da restauração;
- As contribuições da Segurança Social seguem o crescimento previsto pela execução até agora, a um ritmo mais favorável do que o orçamentado;
- As outras receitas correntes cumprem a previsão orçamental (bastante acima da execução actual); receitas de capital são uma média entre o previsto pela execução actual e o valor previsto no OE16, significativamente mais elevado;
- Salários da função pública seguem execução orçamental até agora, descontando o custo remanescente da reversão dos cortes salariais;
- Compras de bens e serviços, gastos em subsídios seguem ritmo da execução orçamental, mais favorável que o orçamentado;
- Gastos em juros e despesas de capital exceptuando investimento em linha com o previsto no OE;
- Transferências correntes seguem taxa de crescimento desde Maio até Agosto, enquanto as outras despesas correntes são uma média do orçamentado e do previsto pela actual execução, representando ambos valores piores do que a execução actual;
- Gastos em investimento público são uma média ponderada entre OE/execução actual (25%/75%);
- Crescimento do PIB nominal de 2.5% em 2016, que corresponde à nossa previsão de crescimento do PIB real revista de 1.1% acrescida do deflator de 1.4% (conforme CE - previsões da Primavera).

► **Este cenário-base levaria a um défice orçamental de EUR 6.368 mil milhões em contabilidade pública, e EUR 5.000 mil milhões em contabilidade nacional, representando 2.72% do PIB.**

► **No entanto, esta previsão comporta um nível razoável de incerteza:** condições mais favoráveis (impostos excepto IVA, ISV, imposto sobre o tabaco e ISP, todos a seguir a evolução homóloga acumulada e as receitas de capital em linha com o Orçamento de Estado), mesmo com um crescimento do PIB

semelhante, poderiam levar a um défice de 2.07%, abaixo da previsão de 2.2% do Governo. Por outro lado, um agravamento do cenário (compras de bens e serviços a seguir crescimento entre Maio e Agosto e o investimento a meio caminho entre o orçamentado e o ritmo da execução até agora) poderia facilmente levar o défice para um nível de 3.07%, acima do critério de Maastrich dos 3%. **Este é um cenário pouco provável, já que os gastos com investimento deverão continuar a sofrer uma diminuição.**

► **Além disso, esta previsão torna evidente a importância da redução/contenção do investimento para a estratégia de consolidação orçamental do Governo:** mesmo no cenário mais optimista, com pouca probabilidade de se concretizar, se o investimento público estivesse em linha com o OE16, levaria automaticamente a um cumprimento no limite das exigências europeias, com um défice de 2.50%. **Se, por outro lado, o cenário-base se revelar correcto, a implementação total do plano de investimentos para este ano levaria a um défice orçamental de 3.14% do PIB.**

► **É de notar que estes números ignoram a questão do aumento de capital da CGD.** Apesar de que este ainda poderá vir a ser incluído no défice orçamental (dependendo da decisão do Eurostat), é bastante provável que as negociações entre o Governo e as autoridades europeias tenham garantido um acordo tácito de modo a que essa operação não seja considerada para efeitos de avaliação do Procedimento por Déficit Excessivo.

**Previsão do défice orçamental (EUR milhões)**

Cenário	C. Pública	C. Nacional	Défice
Optimista	-5182.6	-3814.6	-2.07%
Base	-6368.1	-5000.1	-2.72%
Pessimista	-7013.0	-5645.0	-3.07%

*Fontes: INE, Min. Finanças, cálc. BPI*

## CONTEXTO ECONÓMICO E FINANCEIRO INTERNACIONAL: QUE RISCOS?

### A economia mundial deverá manter-se numa armadilha de baixo crescimento em 2016 e 2017.

A OCDE reviu as suas estimativas para o crescimento económico mundial para 2016 e 2017, antecipando taxas de 2.9% e 3.2%, respectivamente. Ainda assim, o cenário permanece praticamente inalterado face a Junho, reflectindo a expectativa de que as débeis condições nas economias avançadas possam ser compensadas pela melhoria gradual nas grandes economias emergentes produtoras de *commodities* (como o Brasil). A confirmar-se este panorama, a economia mundial mantém-se, de acordo com a OCDE, numa armadilha de baixo crescimento, com as constantes revisões em baixa para o crescimento a pesar nas expectativas para a actividade económica no futuro, e alimentando a já fraca *performance* do comércio internacional, investimento, produtividade e salários. Este quadro poderá complicar o ambiente político, considerando a estagnação dos rendimentos e a elevada desigualdade social, tal como mencionado pela instituição.

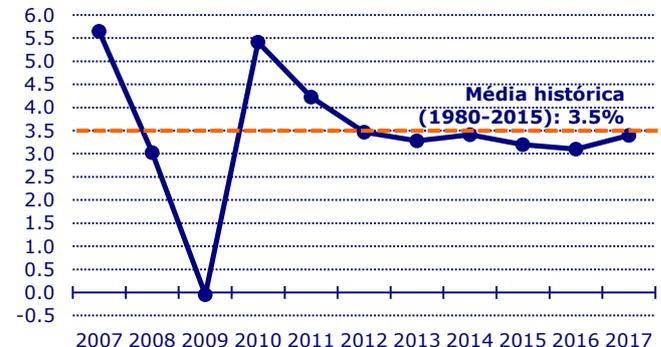
**Nos EUA, a actividade económica tem perdido ritmo em 2016, reflectindo os desenvolvimentos no sector petrolífero.** Neste caso, a OCDE reviu em baixa o crescimento em 0.4 p.p. para 1.4% em 2016. No próximo ano, a recuperação para 2.1% antecipada pela instituição deverá ser suportada pela procura doméstica. A Zona Euro deverá crescer 1.5% e, ainda que o aumento do crédito tenha melhorado, a elevada percentagem do malparado nalguns dos países membros continua a ser um entrave ao crescimento. A perspectiva para 2017 é de um ligeiro abrandamento (1.4%), reflectindo o enfraquecimento de alguns factores que têm suportado a actividade económica ao longo deste ano. A apreciação do Yen e o fraco desempenho do comércio asiático deverão continuar a restringir a actividade exportadora no Japão e, consequentemente, a retoma económica. Por fim, em relação ao Reino Unido, e após a decisão a favor do Brexit, o cenário para este ano não deverá ser tão adverso como inicialmente esperado. Ainda assim, a OCDE considera que o crescimento em 2017 possa ser afectado pela incerteza que irá decorrer ao longo do processo de negociação para a saída da União Europeia e pela reacção dos indicadores económicos a esses desenvolvimentos.

**As grandes economias emergentes deverão desacelerar comparativamente aos ritmos de crescimento observados nos últimos anos,** mas a OCDE espera uma recuperação gradual em 2017, reflectindo um alívio da recessão no Brasil, Rússia e outras economias produtoras de *commodities*. Na China, os estímulos fiscais e monetários deverão continuar a suportar a procura doméstica. Apesar disso, a actividade económica deverá continuar a ressentir-se do ajustamento do modelo de crescimento económico no horizonte temporal da análise.

**O panorama para a actividade económica está sujeito a variados riscos, incorporando factores intrínsecos às várias economias ou blocos económicos e factores de índole internacional.** De acordo com a OCDE, **o contexto de reduzidas taxas de juro (e, nalguns casos, de taxas negativas)** reflecte, essencialmente, a interacção entre as expectativas da manutenção de um cenário de baixo crescimento económico e a resposta antecipada dos bancos centrais. **Esta situação cria distorções nos preços dos activos financeiros e riscos,** aumentando a probabilidade e a vulnerabilidade a uma correcção dos preços dos activos nos mercados financeiros e sector imobiliário. Neste ponto, importa ainda relevar o impacto de baixas taxas de juro sobre o sector bancário e financeiro.

### Taxa de Crescimento Real do PIB da Economia Mundial

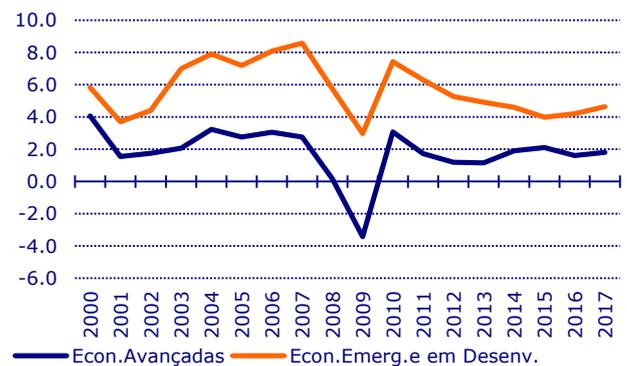
(percentagem)



Fonte: FMI; calc. BPI

### Crescimento Económico: Economias Avançadas vrs Emergentes e em Desenvolvimento

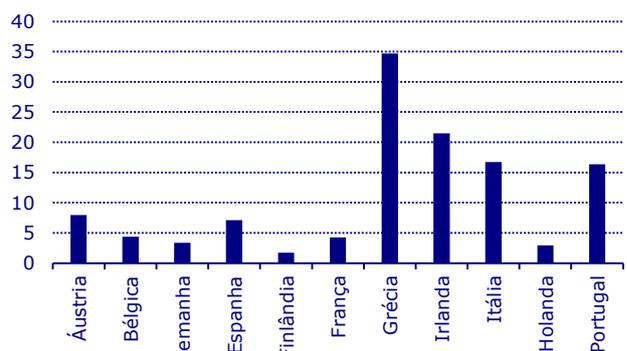
(taxa de crescimento real do PIB, em %)



Fonte: FMI

### Stock Non-Performing Exposure (final de Junho de 2015)

(% total de créditos de cobrança duvidosa)



Fonte: FMI (GFSR, Abril 2016)

## TEMAS EM DESTAQUE

## CONTEXTO ECONÓMICO E FINANCEIRO INTERNACIONAL: QUE RISCOS? (cont.)

Na União Europeia haverá ainda que considerar os efeitos decorrentes do **processo de negociação da saída do Reino Unido da União Europeia**, a par de outras **questões políticas**. Neste ponto inclui-se a dificuldade em chegar a consensos sobre as respostas mais efectivas no combate a determinados problemas, como a resolução dos legados da recente crise financeira, o fluxo de refugiados ou o terrorismo. Adicionalmente, **a problemática do aumento das taxas de juro da dívida soberana em alguns países** poderá ressurgir, caso os investidores percepcionem a ausência de progressos na consolidação orçamental ou reformas estruturais, e considerem os sistemas bancários destes países vulneráveis.

Ainda em termos dos riscos, importa mencionar a possibilidade de se viver um **período prolongado de baixa inflação**, sendo que a perspectiva de descida dos preços poderá travar o consumo e o investimento e, conseqüentemente, o crescimento económico e emprego. Neste cenário, poderemos estar perante uma diminuição da eficácia da actual política monetária expansionista que se vive no Japão e Zona Euro. Neste ponto, a OCDE e, mais recentemente, Mario Draghi, chamaram à atenção para a necessidade de os Governos adoptarem medidas adicionais, de carácter fiscal e estrutural, complementares às medidas monetárias não convencionais em vigor.

A OCDE revela que **um crescimento débil do comércio internacional** reforça as preocupações sobre o crescimento económico mundial. Em causa, de acordo com a instituição, estarão factores do lado da procura, questões estruturais e falta de progresso na abertura dos mercados mundiais. De acordo com um estudo recente do FMI, o comércio e o crescimento económico estão fortemente relacionados e isso explica o débil desempenho do comércio internacional desde 2012. Considerando os dados do Fundo, o abrandamento da actividade económica explica ¾ da desaceleração do volume de comércio desde 2012. Se analisarmos o indicador CPB World Trade Monitor, disponibilizado pela Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, é visível a forte queda do comércio após a crise financeira de 2008, em linha com a actividade económica. A análise da média móvel dos últimos três meses retorna valores negativos de Abril a Julho deste ano, reforçando as preocupações levantadas quer pelo FMI, quer pela OCDE.

Nas economias emergentes, os riscos resultam dos **elevados montantes de dívida privada**, dos **desequilíbrios cambiais**, da **vulnerabilidade ao fluxo de capitais** e a um **menor crescimento do que o esperado**. No caso dos países exportadores de *commodities*, é ainda mencionada a necessidade de fazer ajustamentos ao nível das finanças públicas, de maneira a ajustar as despesas ao novo cenário das receitas. Os países emergentes são ainda fortemente vulneráveis ao sentimento dos investidores, que, caso as condições das economias se agravem, poderá despoletar uma maior aversão ao risco e levar à fuga para activos de refúgio. Os riscos em algumas economias emergentes poderão ainda incluir factores climatéricos ou doenças (como o recente caso do Zika). A expectável desaceleração económica na China deverá afectar em maior dimensão as economias emergentes e em desenvolvimento, ainda que se espere impactos consideráveis nalgumas economias desenvolvidas e com fortes ligações comerciais com aquele país.

## Previsões OCDE: Taxa de Crescimento Real do PIB

	2016		2017		%
	Projec. Set.	Revisão face a Jun.16	Projec. Set.	Revisão face a Jun.16	
Mundo	2.9	-0.1	3.2	-0.1	
EUA	1.4	-0.4	2.1	-0.1	
Zona Euro	1.5	-0.1	1.4	-0.3	
Alemanha	1.8	0.2	1.5	-0.2	
França	1.3	-0.1	1.3	-0.2	
Itália	0.8	-0.2	0.8	-0.6	
Japão	0.6	-0.1	0.7	0.3	
Canadá	1.2	-0.5	2.1	-0.1	
Reino Unido	1.8	0.1	1.0	-1.0	
China	6.5	0.0	6.2	0.0	
Índia	7.4	0.0	7.5	0.0	
Brasil	-3.3	1.0	-0.3	1.4	

Fonte: OCDE (previsões intercalares - Setembro 2016).

## Comércio Internacional (em volume, ajustado sazonalmente) medido pelo CPB World Trade Monitor

(média móvel dos últimos 3M, comparado com os 3M anteriores)



Fonte: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

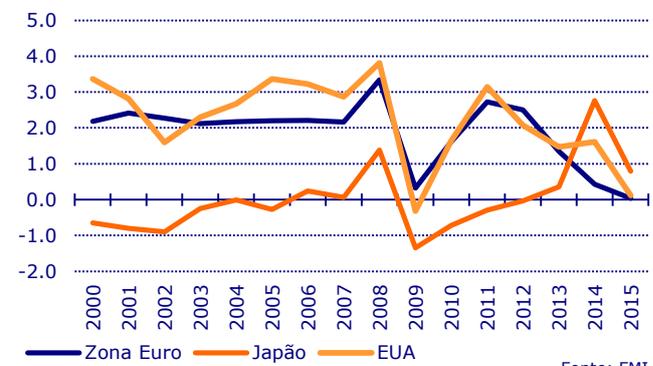
## Avaliação da vulnerabilidade dos países emergentes e em desenvolvimento

	B. Corrente			Dívida Pública		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Eco. Emerg. e em Desenvolvimento	-1.1	-1.4	-2.0	69.1	68.5	67.2
Brasil	-3.3	-0.8	-1.3	73.7	78.3	82.4
Índia	-1.1	-1.4	-2.0	69.1	68.5	67.2
África do Sul	-4.3	-3.3	-3.2	49.8	51.7	53.3
China	3.0	2.4	1.6	42.9	46.3	49.9
Turquia	-4.5	-4.4	-5.6	32.9	31.7	30.8
Rússia	5.2	3.0	3.5	16.4	17.1	17.9

Fonte: FMI (WEO Outubro 2016).

**CONTEXTO ECONÓMICO E FINANCEIRO INTERNACIONAL: QUE RISCOS? (cont.)**

A materialização destes riscos poderá ter impacto na economia portuguesa. No último Artigo IV, o FMI mencionou alguns destes factores, nomeadamente um crescimento económico mundial inferior ao antecipado inicialmente. O impacto, essencialmente nas exportações, será elevado caso estejamos perante um abrandamento nos EUA, Zona Euro e Japão, e médio no caso das economias emergentes. A deterioração das condições financeiras internacionais poderá ter um impacto significativo, dado o elevado nível de dívida das famílias e das empresas, com impactos potenciais no sistema bancário. A incerteza associada às negociações pós-Brexit poderão também ter algum impacto. Outros efeitos internos prendem-se com a eventual descida de *rating* por parte da DBRS, a perda de confiança dos investidores (em linha com a reversão de reformas) e dificuldades no sector bancário. Por fim, ainda que os baixos preços da energia tenham um impacto favorável na menor factura com as importações, o efeito será negativo em economias com importantes ligações comerciais, especialmente Angola, e, por esta via, ter impacto no desempenho das exportações portuguesas.

**Evolução da taxa de inflação***(taxa média anual, em percentagem)*

## TEMAS EM DESTAQUE

**RESERVA FEDERAL - DEBATE INTENSO, DECISÃO CAUTELOSA**

**De acordo com o revelado por Janet Yellen, a *Fed Funds rate* foi mantida no mesmo nível em Setembro. Se por um lado o colectivo de decisores do FOMC reconhecem o progresso da economia americana, nomeadamente na criação de emprego, havendo agora mais argumentos para um aumento da taxa de juro de referência, os mesmos decisores querem esperar por mais provas de um continuado progresso em direcção aos objectivos do mandato da Reserva Federal. Ao mesmo tempo, as projecções quanto ao crescimento e inflação sofreram nova revisão negativa.**

A Reserva Federal tem um duplo mandato, de promover o máximo emprego, e de conter os preços num nível estável. Assim, correspondem às preocupações dos governadores estes dois tipos de factores. Na conferência de imprensa após o término da reunião da Reserva Federal foi possível entender, à luz destes critérios, **as razões para a actual política monetária, que se tem pautado por um certo grau de hesitação**, requerendo sinais mais assertivos para o que seria uma expectável normalização das taxas de juro.

Ao falar do crescimento económico americano, Janet Yellen, refere que estará a **haver uma aceleração depois de um crescimento modesto durante a primeira metade do ano**. A Presidente da Reserva Federal sublinhou o desempenho do consumo das famílias, suportado por aumentos no rendimento e na confiança dos consumidores, enquanto relevou também, como fragilidade, o investimento das empresas, em particular no sector energético, mas não exclusivo a este sector.

Em relação ao emprego, à primeira vista uma criação de emprego média de cerca de 180 mil postos de trabalho por mês desde o início do ano, bem acima dos 100 mil considerados como um indicativo do necessário para empregar os novos ingressos no mercado de trabalho, seria suficiente para justificar um novo aumento na taxa de referência. Porém, Yellen justifica o pensamento da Reserva Federal desta maneira: **enquanto se verifica esta melhoria, no mesmo período, a taxa de desemprego manteve-se em 4.9%, o mesmo nível que em Janeiro**. E se isto indica que estão ao mesmo tempo a ser criados empregos e a trazer mais pessoas da inactividade para a força de trabalho, o que é uma boa notícia, o que essa notícia positiva mostra, é que **existe ainda folga no mercado de trabalho, e por sua vez, na economia**. Se tanta criação de emprego não fez baixar a taxa de desemprego, e ao mesmo tempo a criação de emprego não abranda demasiado, **há margem para que haja mais emprego criado sem um sobreaquecimento da economia. Portanto, não há ainda necessidade de aumentar a taxa de juro**.

É igualmente mostra desta falta de sobreaquecimento o comportamento da inflação: olhando para o índice PCE (medida preferida da Reserva Federal no que se trata de inflação), esta esteve ainda abaixo dos 1% em Julho. Mesmo utilizando a medida *core*, que exclui os preços mais voláteis da energia e alimentação, esta não ultrapassou ainda os 1.6%. **Ou seja, mesmo com o crescimento existente, a economia não está a sobreaquecer, também em termos de preços**.

Além desta visão sobre o presente cenário económico, há ainda duas conclusões importantes que se podem tirar das declarações de Janet Yellen, e ambas reforçam a **perspectiva gradualista** para o processo de normalização de taxas. A primeira é que a Fed considera adequada a sua estratégia de ser bastante cautelosa a subir taxas exactamente porque se encontra perto de zero – a explicação é de que, neste nível, a potencial consequência negativa de demorar a subir taxas (inflação demasiado alta) terá uma resposta mais fácil do que a potencial consequência negativa de subir demasiado rápido (quebra económica e mais desemprego), porque a munição para uma política mais expansionista é mais limitada. Ou seja, **a Reserva Federal não considera demasiado problemática uma aceleração rápida da inflação**, pelo menos em comparação com uma potencial quebra na recuperação económica. A segunda é de que, nas actuais condições económicas, a "*neutral nominal federal funds rate*" (o nível de taxa que não seria nem expansionista nem contractionista) é relativamente baixa. O que isto significa na prática é que, sendo que o nível "de equilíbrio" da taxa é mais baixo do que o normal, considera-se que **a política aplicada de momento não é tão expansionista como se poderia pensar**. A consequência é que bastará então, à Fed, um percurso mais curto para atingir o nível de taxas adequado para prevenir o sobreaquecimento da economia.

Finalmente, durante a reunião foram feitas novas projecções pelos governadores das várias Reservas Federais, que esperam agora **um crescimento de 1.8% da economia americana este ano, abaixo dos 2.0% previstos em Junho (a OCDE prevê 1.4%)**. Para 2017 e 2018 as previsões mantêm-se, com a expectativa de crescimento de 2.0% em cada um destes anos. A inflação para este ano foi revista também em baixa, por uma décima para 1.3%, com 1.9% e 2.0% a serem esperados, respectivamente, para 2017 e 2018.

**Previsões macroeconómicas Reserva Federal**

	2016	2017	2018	2019	Longo prazo
<b>Var. do PIB real</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>
Prev. de Junho	2.0	2.0	2.0	-	2.0
<b>Tx. de desemp.</b>	<b>4.8</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>4.6</b>	<b>4.8</b>
Prev. de Junho	4.7	4.6	4.6	-	4.8
<b>Inflação PCE</b>	<b>1.3</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
Prev. de Junho	1.4	1.9	2.0	-	2.0
<b>Fed funds rate</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>
Prev. de Junho	0.9	1.6	2.4	-	3.0

Fonte: Reserva Federal.

## AS DIFICULDADES EM LIMITAR A PRODUÇÃO DE PETRÓLEO

Na última reunião da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), realizada na Argélia, dia 28 de Setembro, chegou-se a um acordo de corte de produção. Face à conhecida dificuldade em impor a limitação de produção aos diferentes países (são 14 e representam cerca de 42% do total da produção mundial), o resultado da reunião foi inesperado, embora nos últimos meses tenham ocorrido contactos considerados satisfatórios, mesmo com países externos à organização, como a Rússia. No entanto, persiste nos mercados uma certa desilusão, o que explica o facto de o preço do crude não ter escalado, mantendo-se abaixo dos \$50 por barril, variando entre os \$47 e os \$48. Os níveis propostos – uma produção colectiva diária entre 32.5 e 33 milhões de barris, quando em Agosto foram produzidos 33.47 milhões de barris por dia - encontram-se longe do que poderia ser necessário para manter o preço positivamente suportado. Todavia, ainda se conhece muito pouco do acordo, que será afinado até à reunião de 30 de Novembro, em Viena.

Soube-se ainda que será criado um comité que determinará o que cada país terá de reduzir na sua produção diária, sendo o plano apresentado aos membros da OPEP na reunião de final de Novembro. Decorrerão, com certeza, negociações delicadas, podendo haver uma certa protecção a países como o Irão, a Líbia e a Nigéria. O Irão regressou recentemente ao mercado, depois das limitações impostas pelo Ocidente, no âmbito da questão da utilização da energia nuclear no país, podendo evocar necessidade de relançamento económico; a Líbia e a Nigéria vivem situações políticas difíceis, tendo necessidade da constância de fundos na defesa territorial.

Os contactos foram considerados informais, embora a questão da sustentabilidade dos preços seja considerada crucial e de emergência para a maioria dos 14 países membros, senão para todos, dadas as dificuldades financeiras surgidas com a queda abrupta dos preços. Recorde-se que no final de Janeiro o preço do Brent veio para o patamar dos \$27 (uma queda de 60% desde Maio de 2015), valor mínimo desde 2003, encontrando-se presentemente a cortejar os \$50 (importante nível psicológico). Ou seja, tem-se assistido a uma recuperação sustentada do preço. Contudo, mais tarde que cedo para os analistas, houve consciência da necessidade de os países da OPEP actuarem e de haver um acordo para sustentarem os preços, algo que não acontecia há oito anos.

Discutem-se várias hipóteses, nomeadamente a partir de que nível será eficaz o corte de produção: segundo os dados da Agência Internacional de Energia (AIE), **uma diminuição da produção em 470 mil barris, para 33 milhões de barris por dia (correção a partir da produção de Agosto), não seria suficiente e só no final de 2017, com o aumento previsto do consumo, se estaria perto do montante produzido; se o corte for de 970 mil barris, para 32.5 milhões de barris por dia, a situação de excesso de produção terminaria, assim como os stocks mundiais se reduziriam.** Possivelmente o valor deverá situar-se no meio deste intervalo.

Constata-se, assim, que a Arábia Saudita mudou a sua postura dos últimos anos. Recorde-se que desde 2008 que a OPEP não decide baixar a produção (crise financeira mundial) e, a política do principal produtor mundial em termos individuais foi de manter ou mesmo aumentar a produção (a Arábia Saudita é também o país na OPEP com maior diferença entre o nível de produção e a produção potencial face à capacidade instalada podendo, assim, ter controlo sobre o mercado), de modo a ganhar e/ou consolidar a sua quota de mercado e debilitar, através dos preços baixos, a produção norte-americana de crude através do xisto (extracção com custos mais elevados, o que torna alguns dos investimentos nesta indústria inviáveis). Contudo, a persistência de preços baixos por um longo período gerou desequilíbrios financeiros em vários países produtores e fortemente dependente das receitas do petróleo, nomeadamente a Arábia Saudita. Em 2016, este país teve de refundir a sua política fiscal e lançar impostos de modo a obter receitas fora do universo do petróleo, nomeadamente impostos sobre o consumo em geral e sobre os artigos de luxo em particular, para além de ter necessidade de se financiar nos mercados internacionais.

### Evolução do preço do Brent

(USD por barril)



Fonte: Reuters

### Previsões BPI - valor médio no período

	2016	2017	2018	2019	2020
Brent	44.00	49.00	59.00	62.00	64.00
WTI	42.00	47.00	57.00	60.00	62.00
	Q416	Q117	Q217	Q317	
Brent	48.00	48.00	49.00	49.00	
WTI	45.00	46.00	46.00	47.00	

## TEMAS EM DESTAQUE

## AS DIFICULDADES EM LIMITAR A PRODUÇÃO DE PETRÓLEO (cont.)

Mas a resiliência da produção norte-americana foi maior que o esperado e manteve-se a situação de excesso de produção, aumento de stocks e preços baixos durante um período prolongado, enquanto o consumo mundial também não progredia de forma favorável, tornando-se difícil o consumo “apanhar” a produção. Desta forma, foram-se agravando os problemas financeiros da Arábia Saudita, levando o país a abrir mão da sua política. Com esta decisão de limitar a produção dos países da OPEP, existe agora a convicção que se alcançará um maior equilíbrio no mercado e uma recuperação mais sustentada dos preços. Pelo menos enquanto os produtores norte-americanos, com técnicas de extracção mais flexíveis, não reagirem aumentando a sua produção. Certo é que tendo em conta, pelo lado da oferta, a aparente maior flexibilidade de responder a estímulos do preço e, do lado da procura, o abrandamento económico notório do maior consumidor mundial (a China), dificilmente o preço do petróleo se afastará significativamente da fasquia dos \$50 por barril.

## Produção mundial de crude

(milhões de barris por dia; %)

	Agosto '16	peso %
<b>OPEP</b>	<b>40.42</b>	<b>41.7%</b>
Arábia Saudita	10.60	10.9%
Irão	3.64	3.8%
Iraque	4.35	4.5%
Emir. Árabes Unidos	3.07	3.2%
Kuwait	2.91	3.0%
Qatar	0.65	0.7%
Angola	1.76	1.8%
Nigéria	1.46	1.5%
Líbia	0.28	0.3%
Argélia	1.11	1.1%
Equador	0.55	0.6%
Venezuela	2.14	2.2%
Indonésia	0.74	0.8%
Gabão	0.21	0.2%
<b>Total crude</b>	<b>33.47</b>	<b>34.6%</b>
Outras especificidades <sup>(1)</sup>	6.95	7.2%
<b>Não OPEP</b>	<b>56.45</b>	<b>58.3%</b>
<b>Produção total</b>	<b>96.87</b>	<b>100.0%</b>
<b>Consumo total <sup>(2)</sup></b>	<b>96.65</b>	

Fonte: AIE, BPI.

Notas:(1)crude obtido de forma não-convencional e s/ controlo.

(2)valor médio previsto para 3ºT16 pela AIE.

## COMÉRCIO MUNDIAL E A CHINA

### COMÉRCIO E CRESCIMENTO

Segundo o recente relatório da Organização Mundial de Comércio (*World Trade Organization / WTO*), o comércio mundial em 2016 irá crescer a um ritmo menor que o esperado inicialmente – uma expansão de apenas 1.7%, quando em Abril último tinha sido indicado uma variação de 2.8%. Também o valor de 2017 foi revisto, encontrando-se o intervalo indicativo compreendido entre 1.8% e 3.1%, abaixo do prévio 3.6%. Acompanha este cenário o facto de ser esperado um crescimento mundial de 2.2% em 2016 (valor de consensus) e de 2.5% em 2017. Tanto os valores do comércio como do produto previstos representam o ritmo mais baixo de crescimento desde a crise financeira de 2009.

#### Variação do comércio mundial de mercadorias por região (%)

	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
<b>Mundo - comércio de mercadorias em volume</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1,8-3,1</b>
<b>Exportações</b>						
Economias desenvolvidas	1.1	1.7	2.4	2.8	2.1	1,7-2,9
Economias em desenvolvimento	3.8	3.8	3.1	3.2	1.2	1,9-3,4
América do Norte	4.5	2.8	4.1	0.8	0.7	1,6-2,9
América Central e do Sul	0.9	1.2	-1.8	1.3	4.4	3,1-5,5
Europa	0.8	1.7	2.0	3.7	2.8	1,8-3,1
Ásia	<b>2.7</b>	<b>5.0</b>	<b>4.8</b>	<b>3.1</b>	<b>0.3</b>	<b>1,8-3,2</b>
Outras regiões (1)	3.9	0.6	-0.1	3.9	2.5	1,5-2,6
<b>Importações</b>						
Economias desenvolvidas	-0.1	-0.2	3.5	4.6	2.6	1,7-2,9
Economias em desenvolvimento	4.8	5.6	2.9	1.1	0.4	1,8-3,1
América do Norte	3.2	1.2	4.7	6.5	1.9	1,9-3,1
América Central e do Sul	0.7	3.6	-2.2	-5.8	-8.3	2,2-3,7
Europa	-1.8	-0.3	3.2	4.3	3.7	1,8-3,1
Ásia	<b>3.7</b>	<b>4.8</b>	<b>3.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>2,0-3,3</b>
Outras regiões (1)	9.9	3.5	-0.5	-6.0	-2.8	0,6-1,0
<b>PIB real às taxas de câmbio do mercado</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.5</b>
Economias desenvolvidas	1.1	1.0	1.7	1.9	1.5	1.7
Economias em desenvolvimento	4.7	4.5	4.2	3.4	3.4	4.1
América do Norte	2.3	1.5	2.4	2.3	1.6	2.3
América Central e do Sul	2.9	3.4	1.0	-1.0	-1.6	1.4
Europa	-0.2	0.5	1.5	1.9	1.7	1.5
Ásia	4.4	4.3	4.0	4.0	3.9	3.9
Outras regiões (1)	3.9	2.6	2.6	0.9	1.4	2.6

Fonte: World Trade Organization / consensus para a variação do PIB

Notas: (1) compreende África, países da ex-URSS e Médio-Oriente

(p) projecções

A WTO explica esta revisão e este nível tão baixo de variação anual com o declínio do comércio de mercadorias em volume no 1ºT16 (-1.1% q/q, medido através da média das exportações e das importações ajustadas sazonalmente) e a recuperação menor que o previsto no 2ºT16 (+0.3%). Para esta organização, este abrandamento do crescimento da actividade e do comércio mundial resulta da performance das economias emergentes como a China e o Brasil, mas também da América do Norte que após ter registado a taxa mais elevada de crescimento das importações em 2014 e 2015, desacelerará em 2016 e 2017.

Também a relação entre crescimento e comércio internacional preocupa presentemente a WTO e outros organismos à escala mundial. **No passado, normalmente o comércio crescia 1.5 vezes mais rápido que o PIB, enquanto na década de 90 a relação chegou a ser o dobro, em termos reais e às taxas de câmbio de mercado. Nos últimos anos, a relação passou a ser de um para um (1:1), bem abaixo da média de longo prazo. Se as previsões de 2016 se concretizarem, pela primeira vez em 15 anos, a relação entre o crescimento do comércio mundial e o PIB global virá abaixo de 1:1.** Em termos históricos, um forte crescimento do comércio significava um forte crescimento da actividade económica e, no caso das economias emergentes, o comércio era o caminho para um rápido crescimento/desenvolvimento. No caso das

## TEMAS EM DESTAQUE

## COMÉRCIO MUNDIAL E A CHINA (cont.)

economias desenvolvidas, o forte crescimento das importações era associado a um processo de rápido crescimento. Contudo, a globalização trouxe uma teia complexa de relações económicas e comerciais, para além da intensificação das trocas comerciais ao longo da cadeia de produção, que atenuam modelos e regras. Agora todos querem comercializar e obter vantagens, embora a relação entre comércio e crescimento do PIB esteja a mudar.

## Principais exportadores e importadores de mercadorias, 2014

*(mil milhões de dólares; %)*

Posição	Exportador	Valor	Peso	Posição	Importador	Valor	Peso
1	China	2342	15.5	1	EUA	2413	15.9
2	Extra-UE(28)	2262	15.0	2	Extra-UE(28)	2232	14.7
3	EUA	1621	10.7	3	China	1959	12.9
4	Japão	684	4.5	4	Japão	822	5.4
5	Coreia	573	3.8	5	Hong Kong	601	4.0
6	Hong Kong	524	3.5	6	Coreia	526	3.5
7	Fed. Russa	498	3.3	7	Canadá	475	3.1
8	Canadá	475	3.1	8	Índia	463	3.0
9	Singapura	410	2.7	9	México	412	2.7
10	México	398	2.6	10	Singapura	366	2.4
11	E.A.Unidos	360	2.4	11	Fed. Russa	308	2.0
12	Árab. Saudita	354	2.3	12	Suíça	276	1.8
13	Índia	322	2.1	13	Formosa	274	1.8
14	Formosa	314	2.1	14	E.A.Unidos	262	1.7
15	Suíça	311	2.1	15	Turquia	242	1.6
	Total 15	11448	75.7		Total 15	11631	76.5

Fonte: World Trade Organization

**As recentes crises e turbulências financeiras afectaram o equilíbrio existente, afectando tanto os países desenvolvidos como os em vias de desenvolvimento, como a China, levando a uma estagnação ao nível do comércio.** Paralelamente, nos últimos anos, a China tem estado a mudar estruturalmente a seu modelo económico, criando alguma instabilidade e incerteza ao nível dos diversos mercados em que está presente, dada a sua dimensão económica (em muitos deles é o parceiro comercial dominante). A "fábrica" do mundo quer apostar na qualidade dos seus produtos em vez da quantidade, pretende trocar a indústria metalo-mecânica pesada pela indústria de tecnologia avançada, e a emergente e enorme classe média seduz a produção para consumo interno. A perspectiva de menor crescimento económico da China neste período de transição foi um dos factores de potencial desequilíbrio e queda dos fluxos comerciais internacionais. Entretanto, surgiram outros factores de risco, como o Brexit, que agravam os receios dos agentes económicos a nível europeu e mundial.

**Por outro lado, a queda dos preços das commodities nos últimos dois anos levou a alterações na relação importadores-exportadores, para além do expressivo declínio dos rendimentos dos fornecedores de matérias-primas.** América do Sul, África, Médio Oriente e Rússia foram regiões muito afectadas na captação de receitas com o comércio internacional. Também, perante a incerteza, surgiram preocupações com os países mais sensíveis aos choques externos, pois existe o risco de tomarem atitudes mais proteccionistas em vez de fomentarem políticas pró-comércio, criadoras de riqueza e de emprego.

## Principais exportações por produto, 2014

*(mil milhões de dólares; %)*

	Valor	Peso
<b>Produtos agrícolas</b>	<b>1765</b>	<b>9.5</b>
<b>Combustíveis e minérios</b>	<b>3789</b>	<b>20.5</b>
Combustíveis	3068	16.6
<b>Manufacturas</b>	<b>12243</b>	<b>66.2</b>
Ferro e Aço	472	2.6
Químicos	2054	11.1
Equip. telecomunicações	1794	9.7
Produtos automóveis	1395	7.5
Têxteis	314	1.7
Vestuário	483	2.6
Outros	5731	31.0
...	...	...

Fonte: World Trade Organization.

## COMÉRCIO MUNDIAL E A CHINA (cont.)

Mas tanto WTO, como o FMI ou a OCDE não têm grandes certezas acerca de todos os factores que estão a contribuir para a diminuição do comércio. A questão está a ser actualmente estudada e parece haver a convergência para um importante aspecto: o investimento privado permanece deprimido tanto nas economias avançadas como nas emergentes. E a China encontra-se num processo de reequilíbrio entre o investimento e o consumo na liderança do seu crescimento. Muitos países exportadores cortaram nos gastos de capital em resposta à persistente situação de preços baixos das commodities. Uma das teses estabelece a seguinte relação: já que o investimento depende mais fortemente do comércio do que do consumo, uma crise de investimento levaria inevitavelmente a um abrandamento do crescimento do comércio.

**Mas podem se encontrar outros factores. A diminuição dos custos do comércio trazida pela liberalização dos últimos anos poderá ter sido limitada em determinadas regiões com a introdução de políticas proteccionistas.** É

consensual que menores custos comerciais, bem como os avanços nos transportes e comunicações, apoiaram a propagação de cadeias globais de valor, em que a fragmentação dos processos de produção impulsionou o crescimento do comércio, com os bens de consumo intermediário a atravessarem múltiplas vezes as fronteiras. Um dos estudos avança com a possibilidade de terem surgidos, nalguns casos, problemas na formação e desenvolvimento de cadeias produtivas transfronteiriças, o que implicou uma expansão mais lenta das trocas comerciais relacionadas com a cadeia de fornecimento. Também poderemos estar perante uma alteração de padrões de consumo: populações mais prósperas e envelhecidas podem estar a preferir bens não comercializáveis.

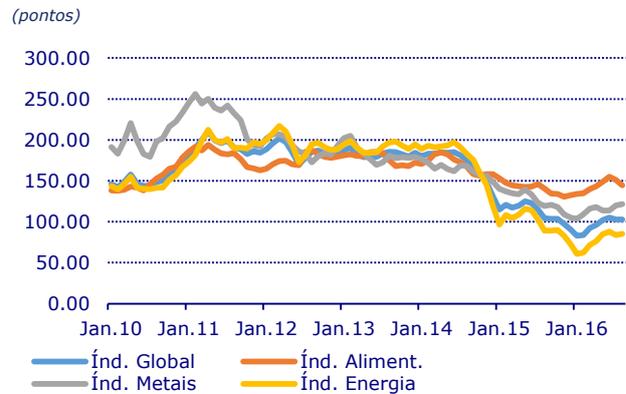
De facto, entre 1985 e 2007 assistiu-se à intensificação da globalização, do comércio e do crescimento económico. E o comércio internacional trouxe prosperidade, especialização, economias de escala e vantagens comparativas. A tecnologia ajudou à introdução de novos produtos e ao aumento da produtividade. **Essa produtividade chegou a um limite e diminuiu nalgumas economias, chegando-se a um ciclo vicioso entre crescimento e comércio.** A receita parece ser acção concertada entre economias abertas e maior redução dos custos do comércio.

Pode-se ainda referir a cada vez maior importância do comércio digital e a flutuação cambial do dólar. No primeiro caso podem surgir *gaps* na adaptação às novas relações entre serviços, produção, distribuição e consumo. No segundo, o dólar é ainda a moeda líder nas transacções comerciais. Qualquer alteração mais forte no seu valor pode levar a alterações nas relações comerciais e nos padrões de consumo.

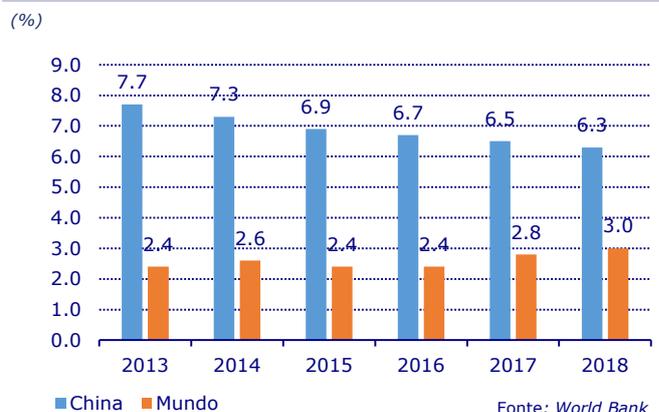
### CHINA

É consensual que a China e o seu modelo intensivo em capital foram um dos factores impulsionadores do forte crescimento económico registado nos anos anteriores à ocorrência da crise financeira internacional, constituindo um factor de suporte ao crescimento global expressivo nos anos imediatamente posteriores, com expressivas repercussões no comércio internacional e na pressão de aumento dos preços das matérias-primas. Mais recentemente, o abrandamento do investimento e a transição para o consumo e serviços como suporte e guia do crescimento chinês (13º plano quinquenal aprovado pelo Congresso do Partido em Março) trouxeram igualmente alterações ao nível dos mercados, coincidindo com o abrandamento no crescimento global do comércio. **Dada a dimensão e abertura da economia chinesa, o forte aumento da sua quota nas importações mundiais na última década tornou-a no principal consumidor de exportações de mais de 100 economias que representam cerca de 80% do PIB mundial. Este facto sugere que a transição da economia chinesa tem o potencial de alterar o ambiente económico mundial e trazer riscos acrescidos.**

### Evolução dos principais índices de commodities



### Crescimento do Produto



## TEMAS EM DESTAQUE

## COMÉRCIO MUNDIAL E A CHINA (cont.)

Por outro lado, assiste-se, igualmente, a uma persistente fraca procura e baixa produtividade em algumas economias avançadas e economias emergentes, cujas causas não são totalmente compreendidas, sobretudo a tendência de baixa produtividade.

Dada a dimensão económica da China e as inúmeras ligações comerciais regionais e mundiais (encontra-se profundamente integrada nas cadeias de fornecimento globais), espera-se que a actual transformação em curso possa permitir a longo prazo um crescimento sustentado, com benefícios para a economia global. Pretende-se redução de riscos, melhor distribuição dos recursos e evitar o proteccionismo. **Só que nos últimos anos tem sido evidente o abrandamento do crescimento económico na China, numa tendência que deverá continuar em 2017 e 2018. Segundo os valores indicados pelo Banco Mundial, depois de um crescimento de 6.9% em 2015, prevê-se uma taxa de 6.7% este ano, 6.5% em 2017 e 6.3% em 2018. O FMI antecipa mesmo que esta tendência se irá prolongar pelo menos até 2021, quando projecta uma expansão de 5.8%.**

**Recorde-se que sendo presentemente a segunda maior economia do mundo, a China tornou-se fundamental no consumo mundial. Nos mercados de matérias-primas, é o maior produtor e consumidor, influenciando globalmente os preços.** Por exemplo, no final de 2014, a procura de metais para a indústria representava mais de 40% do consumo global. Também as indústrias chinesas contribuíram para o excesso de capacidade produtiva, nomeadamente em sectores como o aço e o cimento. Na energia, a política de subsídios e crédito à produção, levou igualmente à sobre-capacidade e à debilidade global dos preços. Factores como a incerteza acerca dos resultados do novo modelo de crescimento económico e o regime cambial do renminbi, que tem vindo a depreciar-se de forma expressiva, alimentam expectativas negativas em termos domésticos mas também em relação à situação global.

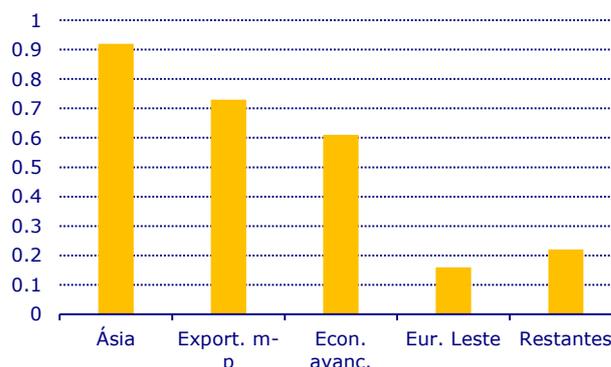
**Dadas as suas importantes quotas no comércio mundial, acima dos 15% nas exportações e cerca de 13% nas importações (ver tabelas iniciais), um choque na procura chinesa terá sempre efeitos negativos nos restantes blocos económicos.** Estudos recentes relacionam o processo de transição em curso na China ao abrandamento nas exportações globais, com impacto nos diversos países. De facto, é sugerido que, assim como a China promoveu o forte crescimento do comércio mundial durante a sua fase de expansão, a transição dos últimos anos é provável que tenha relevância na actual desaceleração. Em resultado da forte penetração regional, é natural que a Ásia seja a região mais afectada (ver gráfico).

**Facto muito relevante para o actual momento económico e financeiro chinês tem sido a evolução das entradas e saídas de capitais. Segundo os dados de Agosto do Institute of International Finance (IIF), as reservas em moeda estrangeira sofreram uma redução de \$16 mil milhões, para menos de \$3.2 biliões, o valor mais baixo desde Dezembro de 2011.** Partindo do pressuposto que a apreciação do dólar face às restantes moedas foi responsável por uma quebra nas reservas na ordem dos \$4 mil milhões, estima-se que os restantes \$12 resultaram de operações efectuadas pelo banco central (segundo o IIF, a saída de capitais líquida acelerou para \$41 mil milhões em Agosto). No período de um ano deverão ser saído capitais acumulados de \$320 mil milhões. A actual fase de transição económica, pouca atracção de activos expressos em renminbis e o próprio facto de a moeda mostrar uma tendência de depreciação podem explicar esta evolução. Desde Janeiro de 2014 (período em que a moeda chinesa esteve mais forte), o USD/CNY aumentou 10%, sendo que só este ano o renminbi perdeu perto de 3% contra o dólar (desvalorização de cerca de 3% em cada ano).

**Os dados mais recentes sugerem uma estabilização no actual cenário económico (estabilizou o abrandamento).** Em Agosto, a actividade das fábricas cresceu 6.3%, comparado com o ano anterior, e acima da expectativa de 6.2% dos analistas. Os próprios lucros da actividade industrial registaram

## Impacto sobre as exportações de uma redução de 1% da procura da China, após um ano de desfazamento

(%; PIB - média ponderada)



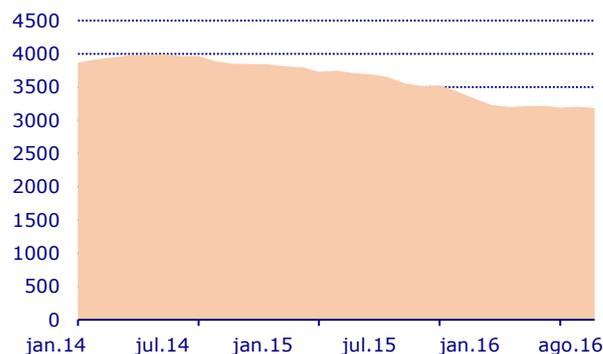
Fonte: FMI. Blagrove and Vesponi 2016

Nota: Ásia=Hong Kong, Indonésia, Coreia, Filipinas, Singapura e Tailândia  
Exportadores de matérias-primas=Austrália, Brasil, Chile, Colômbia, Rússia e África do Sul

Europa de Leste=Polónia, Hungria, Rep. Checa, Estónia; Lituânia, Turquia, etc.  
Econ. Avançadas= EUA, Japão e Alemanha  
Restantes=Argentina, México, Canadá, Dinamarca, Espanha, França, Reino Unido, Itália, Holanda, Noruega, Suécia, etc.

## Evolução das reservas cambiais

(mil milhões USD)



Fonte: Bloomberg

## COMÉRCIO MUNDIAL E A CHINA (cont.)

um aumento homólogo de 8.4% em Agosto, que compara com 6.9% em Julho. Já as vendas a retalho dispararam 10.6%, contra 10.2% em Julho, e o investimento avançou 8.1% entre Janeiro e Agosto. Quanto aos índices PMI de actividade reforçam a ideia de estabilização face à tendência de queda nos meses anteriores. O PMI da manufactura manteve-se em Setembro nos 50.4 pontos, o que sinaliza a segunda vez consecutiva que este indicador se mantém acima da marca dos 50 pontos (expansão).

**A questão é saber se estas alterações no modelo chinês (alterações de produção, especialização, etc.), assim como as repercussões noutras economias emergentes, afectaram de forma significativa (e permanente) a expansão das cadeias de valor. Já se referiu anteriormente nalgumas dificuldades em prosseguir com o ritmo anterior. Para evitar piores cenário, a procura marginal que vai sendo destruída na China, terá que ser substituída por outro impulso, provavelmente, através do surgimento de novos países (por exemplo, países africanos e asiáticos de baixo rendimento, ou seja, uma ainda maior globalização) a entrar nestas cadeias de valor e que forneçam ou substituam os produtos intermédios de várias escalas/fases provenientes da China. E contra as tendências de protecção, que sempre surgem em períodos de crise ou turbulência, deverão se contrapor negociações comerciais entre os diferentes países e blocos económicos. Também tudo o que possa permitir a fluidez do investimento directo estrangeiro (FDI) pode contribuir para promover a especialização e o comércio internacional.**

