Análise Mensal

07 de Outubro de 2016

Mercados Financeiros

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

Riscos diversos perfilam-se no curto prazo

- O crescimento económico mundial deverá desacelerar para 3.1% em 2016, segundo as previsões de Outubro do FMI, cenário que, a confirmar-se, significaria menos uma décima que em 2015 e o menor ritmo de expansão desde o ano da grande recessão, quando o PIB global sofreu uma queda de 0.1%. A desaceleração da economia dos EUA para níveis francamente baixos (1.6% na previsão do Fundo, contrastando com previsões que apontavam para 2.5% no início deste ano), e a materialização de um importante factor de risco com a concretização do Brexit, constituem os principais factores justificativos. Em 2017 antecipa-se uma aceleração ligeira: a economia mundial deverá crescer 3.4%. Mas a incerteza paira sob esta previsão atendendo ao alinhamento de factores de risco económico e político que se perfilam, com destaque para o processo de negociação da saída do Reino Unido da União Europeia, que se prefigura lento e sinuoso; e o calendário eleitoral na Europa, onde os movimentos populistas têm vindo a progredir. Entretanto, para Portugal, o FMI antecipa que até 2021, pelo menos, o crescimento económico seja inferior a 1.2% e que a balança corrente regresse a uma situação de desequilíbrio.
- No mercado cambial, são os factores de ordem política que suscitam os maiores movimentos, destacando-se a desvalorização galopante da libra esterlina reflectindo a especulação em torno de cenários de ruptura com a União Europeia. O EUR/USD continua a transaccionar em torno de 1.11-1.12, mas o eventual reforço da possibilidade de subida de taxas pela Reserva Federal, na reunião do FMOC de Dezembro, poderá induzir o fortalecimento do dólar até à fasquia de 1.08.
- A política monetária deverá manter um cariz de elevado suporte ao crescimento, tanto na UEM como nos EUA. Todavia, a agenda dos respectivos bancos centrais continuará a ditar alguma volatilidade nos mercados financeiros. Nos EUA, o relatório do emprego relativo a Setembro manteve um cariz globalmente sólido apesar do ligeiro declínio do número de postos de trabalho criados e do aumento da taxa de desemprego. Efectivamente, continuou a verificar-se aumento dos salários e a taxa de participação no mercado de trabalho aumentou, sugerindo que a Reserva Federal deverá tirar partido da confluência de factores favoráveis para prosseguir o caminho da lenta normalização dos juros, possivelmente na reunião de Dezembro. Na Zona Euro, o BCE deverá ajustar alguns dos parâmetros de intervenção do seu programa de compra de activos na próxima reunião do Comité de Governadores, a decorrer no final de Outubro. Contudo, a ligeira melhoria do enquadramento económico e o aumento da inflação, associados ao reduzido ajustamento do cenário macroeconómico pela autoridade monetária, sugerem que ainda será cedo para anunciar uma extensão do programa, que está previsto terminar em Março de 2017. O adiamento deste anúncio, caso se confirme, poderá implicar o regresso da volatilidade a alguns mercados e pressionar as taxas de juro de longo prazo.
- Com maior ou menor volatilidade, as *yields* dos principais *benchmark* devem permanecer em níveis reduzidos. Ao efeito da política monetária ultra acomodatícia, em prática em importantes blocos económicos, junta-se o baixo crescimento mundial, acompanhado por uma inflação historicamente baixa. Até ao final do ano, este mercado deverá continuar a beneficiar da incerteza instalada ao nível do comportamento económico, reflectindo a preferência pela qualidade. Nos mercados periféricos, pelo contrário, poderão observar-se agravamentos nos prémios de risco exigidos, tendo em conta a proximidade das datas de apresentação dos respectivos Orçamentos para 2017. Neste contexto, Portugal salienta-se pela negativa, estando o prémio de risco de dívida soberana (10 anos) próximo de máximos desde início do ano (350 p.b. acima do *benchmark* alemão). A proximidade da data de revisão de *rating*, pela DBRS, constitui um importante factor condicionante, para além de outros mais estruturais, associados ao elevado peso da dívida pública e baixo crescimento económico nominal. Esta é uma questão que é aprofundada num tema em destaque publicado neste relatório.
- No mercado de *commodities*, destacamos a tendência aparentemente mais sustentada dos preços do petróleo, que superou a fasquia dos USD 50/barril, na sequência da reunião informal da OPEP, em finais de Setembro, e reflectindo os sinais de aparente concertação entre os países membros da organização, que controla mais de 40% da oferta neste mercado. Refira-se que a estabilização dos preços das *commodities* em patamares intermédios, longe dos mínimos alcançados no início de 2015 (no caso do petróleo) constitui uma importante condição necessária à normalização das economias emergentes mais vulneráveis e dependentes da exportação de matérias-primas, sendo um contributo importante para o suporte do crescimento económico global.
- Entre os vários temas em destaque que publicamos, salientamos uma nota acerca dos factores que pressionam o custo de financiamento da República portuguesa, alinhando-se razões conjunturais e estruturais. Analisa-se também a execução orçamental em Portugal, avançando-se previsões para o saldo das Administrações Públicas no final do ano; o recente acordo da OPEP e consequências previsíveis; os motivos para o abrandamento do comércio internacional; e os principais riscos que se colocam ao cenário global.

Riscos diversos perfilam-se no curto prazo

A mensagem global do Fundo Monetário Internacional, na sua habitual revisão semestral das perspectivas, mantém o tom de algum pessimismo, ainda que as previsões de crescimento globais não tenham sofrido alterações desde Julho, facto que é em si mesmo positivo. Efectivamente perfilam-se a curto prazo vários factores de risco que implicam, de alguma forma, aumento da incerteza quanto às suas potenciais consequências. Citando apenas os eventos mais próximos, em termos de calendário, destacamos as eleições presidenciais nos EUA, onde a possibilidade de vitória do candidato Republicano geraria ondas de choque em diversos domínios, sobretudo pela incógnita que representa; o referendo constitucional em Itália, a ocorrer em início de Dezembro, que poderá trazer instabilidade política à terceira maior economia do bloco do euro; a eventual segunda subida das taxas de juro de referência pela Reserva Federal norte-americana, num movimento que é em simultâneo desejado mas receado pelos potenciais efeitos negativos, sobretudo nos mercados emergentes mais vulneráveis. Num contexto político e económico onde a incerteza e os riscos imperam, os mercados financeiros serão possivelmente marcados por um regresso da volatilidade até final do ano.

DEPARTAMENTO DE
ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS

Paula Gonçalves Carvalho — Economista Chefe
Teresa Gil Pinheiro
Daniel Filipe Belo
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	
Portugal - Factores de pressão sobre os custos de financiamento	07
Portugal - Défice poderá ultrapassar 2.5%, mas não os 3%	11
Contexto económico e Financeiro internacional: que riscos?	15
Reserva Federal - Debate intenso, decisão cautelosa	18
As dificuldades em limitar a produção de petróleo	19
Comércio Mundial e a China	21
Economias	
Zona Euro – Sector dos serviços revela um abrandamento em Setembro	27
Portugal – Crescimento mais fraco, maior descida do desemprego em 2016	28
Angola - FMI revê crescimento económico em baixa	29
Moçambique – FMI revê novamente previsão para o crescimento económico	30
África do Sul – Melhores perspectivas para o crescimento dos preços	31
Mercados	
Mercado Cambial	
Libra mais fraca com maior clareza acerca do processo Brexit	33
Mercado Monetário	
Ajuste das regras de compra de activos possível em Outubro	34
Mercado de Dívida Pública	
Preços continuam pressionados em alta	35
Mercados Accionistas	
Desempenho das bolsas no 4T de 2016 restringido por factores específicos	36
Previsões	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas BPI - EUA&UEM	
Previsões Económicas BPI - Portugal	37
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	38
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	39
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e *Spreads* dos Mercados Emergentes	40
Bases de Dados	41

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perpectivas Globais	Factores de Risco
Global	. No *World Economic Outlook* de Outubro, o FMI manteve as previsões para o crescimento mundial em 2016, alterando no entanto a sua composição, entre economias avançadas e mercados emergentes. A deterioração do sentimento entre os agentes económicos reflectir-se-á em adiamento de decisões de investimento e de consumo e tenderá a ser mais sentida nos países da União Europeia. O FMI continua a altertar para uma procura global que continua bastante contida, num cenário em que o poder das autoridades monetárias é cada vez mais limitado, e sugerindo, onde possível, uma combinação de apoio monetário com expansão orçamental e reformas estruturais. . Em termos globais, o FMI estima que o mundo cresça 3.1% em 2016 e 3.4% em 2017. As economias avançadas deverão crescer 1.6% em 2016, menos 0.2 pontos percentuais do que o estimado em Julho. Por seu turno, o cenário para as economias em desenvolvimento foi revisto em alta por uma décima, esperando-se agora um aumento do PIB de 4.2% este ano, acelerando para 4.6% em 2017. As principais alterações ocorreram para: o México, que deverá crescer menos 0.4 p.p. e 0.3 p.p., respectivamente, em 2016 e 2017, expandindo 2.1% e 2.3% nesses anos; pela positiva, a Rússia, cuja recessão deverá ser este ano 0.4 p.p. menos grave (diminuição de 0.8%), esperando-se também uma recuperação em 2017 uma décima acima, o que corresponde a 1.1%, o que configura apesar de tudo uma recuperação modesta.	. Os cenários traçados para a economia global estão sujeitos a riscos consideráveis e sobretudo enviesados em sentido descendente. . As consequências do processo de Brexit poderão ser mais gravosas se o próprio processo conduzir ao reforço considerável dos níveis de proteccionismo, perturbações políticas e contágio a outros países europeus ou caso regressem volatilidade e instabilidade forte aos mercados financeiros internacionais. . A situação da banca na Europa apresenta-se ainda frágil, num contexto económico adverso. .As alterações estruturais na economia da China e o seu inevitável abrandamento e o processo de ajustamento das economias emergentes, mais vulneráveis e dependentes do mercado das *commodities* a uma nova normal de preços consideravelmente mais baixos, constituem também desafios consideráveis. . A situação dos exportadores de *commodities* é ainda frágil, e assim deverá permanecer com o actual nível dos preços do petróleo. . Factores políticos poderão gerar incerteza - eleições EUA, referendo em Itália.
EUA	. O PIB cresceu 1.4% qoq anualizado no 2º trimestre, confirmando o cenário de fraca expansão na primeira metade do ano. Em particular, o investimento continua em quebra (investimento em capital fixo caiu 1.1%). Contudo, os gastos dos consumidores aumentaram 4.3%, uma significativa aceleração quando comparado à variação de 1.6% nos primeiros três meses do ano. Finalmente, a variação de *stocks* retirou 1.16 pontos percentuais ao crescimento entre Abril e Junho, sendo o 5º trimestre consecutivo com contributo negativo, o que antecipa uma recuperação na segunda metade do ano. . Assim, durante o resto de 2016, é expectável uma recuperação de ritmo, embora esta deva ser condicionada pela evolução do mercado de trabalho e o comportamento da economia mundial, num cenário de incerteza relativa. É expectável também alguma turbulência nos mercados financeiros devido ao possível aumento da taxa de juro de referência em Dezembro. A nossa previsão é de uma expansão de 1.9% este ano, embora com riscos negativos.	. 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 poderá prejudicar igualmente o desempenho das exportações americanas, ainda que este cenário pareça afastado, por ora. . Espera-se também alguma instabilidade durante este mês devido à incerteza resultante das eleições presidenciais americanas.
Japão	. A publicação do relatório Tankan, que avalia o sentimento do sector empresarial indica que o sentimento no sector continua condicionado pela fragilidade da procura externa, pela apreciação do iene e também por falta de dinamismo na procura interna. Adicionalmente, as perspectivas para o comportamento da taxa de inflação das empresas nipónicas apontam para que a sua evolução se mantenha aquém do desejado pelo Banco do Japão. Com efeito, os resultados do inquérito apontam para que daqui a 5 anos a taxa de inflação se situe em 1.1%, abaixo do objectivo do banco central (2%). Na última reunião do Banco do Japão afirmou que iria começar a controlar o comportamento da curva de rendimentos, contribuindo para o aumento da sua inclinação e para inflacionar a economia. . No *World Economic Outlook* de Outubro, o FMI estima que o Japão crescerá 0.5% este ano (mais 0.2 p.p. do que o esperado em Julho) e 0.6% em 2017 (mais 0.5 p.p. do que o esperado em Julho). No médio prazo a despesa pública e a política monetária serão os factores de suporte do crescimento.	. O arrefecimento mais pronunciado das exportações poderá reflectir-se em menor crescimento. Internamente, o elevado nível de dívida pública é 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.
Zona Euro	. É esperado que a recuperação económica na área do euro proceda, ainda que a um ritmo mais brando do que em 2015, de acordo com a última actualização das previsões do FMI. Assim, a instituição reviu em alta em 0.1 pontos percentuais o crescimento económico em 2016 e 2017 para, respectivamente, 1.7% e 1.5%. Este ano, os factores de impulso para a recuperação serão os preços baixos do petróleo, uma expansão (ainda que modesta) da política fiscal, e condições financeiras mais favoráveis. Em 2017, os efeitos destes factores deverão ainda sentir-se; adicionalmente, deverá assistir-se a uma redução da confiança dos agentes económicos, em linha com o desenrolar do processo de saída do Reino Unido da União Europeia e o contexto de incerteza que se poderá assistir. Espera-se, desta forma, um impacto adverso na actividade económica na Zona Euro.	. Desaceleração da economia mundial. . Questões de ordem política: Médio Oriente; incerteza política em Espanha; instabilidade política na Turquia; possibilidade de alastramento do apoio a movimentos mais extremistas e isolacionistas. . Efeitos do referendo britânico e evolução das negociações de preparação da saída do Reino Unido da UE. . Questão dos refugiados. . Intensificar das preocupações relativas à segurança. . Adiamento na resolução de questões relacionadas com o sector bancário. . Pela positiva: baixos preços do petróleo e de outras *commodities*; efeitos do programa do QE.

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perpectivas Globais	Factores de Risco
Reino Unido	. O indicador PMI que avalia a actividade nas manufacturas voltou a melhorar em Setembro, situando-se em 55.4, mais 2 pontos do que em Agosto, beneficiando de uma melhoria, entre outros, do índice que avalia as novas encomendas para exportação. A este facto não será estranho o movimento de depreciação da libra esterlina, que se aprofundou após o anúncio, pela primeira-ministra, que as negociações para a saída do Reino Unido da União Europeia iniciar-se-ão até Março de 2017. . No *World Economic Outlook* de Outubro, o FMI estima que o RU crescerá 1.8% este ano e 1.1% em 2017. O crescimento estará condicionado pelo factor incerteza.	. As perspectivas apresentam-se incertas, mas especialmente enviesados em sentido negativo. O início da negociação da saída do Reino Unido da EU poderá ser um factor a "paralisar" a actividade nos próximos meses.
Portugal	. Na primeira metade do ano, o crescimento do PIB foi ligeiramente inferior a 1%. A economia manteve um ritmo de expansão baixo, em que a queda homóloga do investimento e o abrandamento do consumo no 2º trimestre tiveram um papel importante. Espera-se que o consumo continue a suportar um crescimento significativo, embora os mínimos registados na taxa de poupança impeçam uma aceleração mais vincada; antecipamos assim, para a segunda metade do ano, uma ligeira aceleração do crescimento, com uma previsão de aumento do PIB de cerca de 1.1% para a totalidade de 2016. . O saldo orçamental em contabilidade pública (óptica de caixa) registou um défice de EUR 3.9 mil milhões até Agosto, uma melhoria de EUR 81 milhões em comparação com o mesmo período de 2015. Apesar dos bons resultados, há que ser cauteloso quanto à evolução do défice devido a vários riscos latentes na execução orçamental da segunda metade do ano. Estes riscos estão relacionados, por um lado, com um cenário macroeconómico subjacente demasiado optimista, e por outro lado, com medidas que terão um efeito negativo na execução orçamental na segunda metade do ano, como a descida do IVA na restauração, o impacto da reposição salarial dos funcionários públicos e o horário de 35 horas na função pública. Assim, esperamos um défice no final do ano perto, mas abaixo dos 3%.	. 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 (-3.1% yoy). . Há também riscos associados à possível necessidade de medidas adicionais de consolidação orçamental, um cenário que pode limitar a recuperação económica durante o ano. . Nos próximos meses, vários factores de risco de ordem interna e externa se perfilam, destacando-se os trabalhos preparatórios para o Orçamento de Estado de 2017, cuja proposta será entregue até 15 de Outubro. Para além da execução orçamental e do andamento dos indicadores económicos, estes desenvolvimentos serão também condicionantes da evolução do prémio de risco soberano e do custo de financiamento de Portugal nos mercados internacionais. Chama-se à atenção à futura decisão da DBRS sobre o *rating* da República a 21 de Outubro.
América Latina	. No World Economic Outlook de Outubro, o FMI estima que a América Latina contraia 0.6% em 2016 (esperava -0.4% em Julho), apresentando em 2017 um ritmo de expansão de 1.6%. Para esta evolução contribui em muito o mau momento que atravessa a economia brasileira, estimando esta instituição que esta contraia 3.3% este ano. Para 2017 o FMI prevê uma recuperação desta região, estimando que o PIB avance 1.6%, sendo que para o Brasil estima um crescimento de 0.5%. A informação económica relativa à economia brasileira sugere uma melhoria, ainda que muito gradual nos próximos meses. Sinal disto a permanência do indicador PMI para as manufacturas em terreno indicativo de contracção da actividade.	. 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. . Acrescem ainda as incertezas relativamente à estabilização do crescimento económico da China, e os riscos de uma recuperação mais lenta nos preços das *commodities*. . O Brexit poderá influenciar negativamente, via queda da confiança dos agentes económicos.
África Sub-sariana	. Tendo em consideração as projecções económicas para as duas principais economias (Nigéria e África do Sul que, no conjunto, têm um peso superior a 50% do PIB da região), o FMI reviu em baixa a perspectiva de crescimento económico na região. Assim, para 2016, o crescimento foi revisto em 0.2 pontos percentuais (p.p.) para 1.4%; para 2017, espera-se um crescimento de 2.9% (-0.4 p.p.). A nova estimativa reflecte o ajustamento das economias a um contexto de baixos preços das commodities e, consequentemente, menores receitas. É esperado que a Nigéria registe uma contracção económica este ano (-1.7%), em linha com a escassez de divisas, reduzida produção de energia e débil confiança dos investidores. No caso da África do Sul, o FMI estima que a actividade económica praticamente estagne este ano (+0.1%). Ainda assim, países não-exportadores de *commodities* deverão continuar a registar taxas de crescimento robustas, beneficiando dos baixos preços do petróleo, e de um crescimento favorável do consumo privado e do investimento. . Angola, por seu lado, continua a adaptar-se com alguma dificuldade ao cenário de baixos preços do petróleo, com efeitos nefastos para a economia não-petrolífera resultantes da escassez de receitas. O FMI reviu as suas previsões para o país, esperando agora estagnação económica este ano e uma expansão modesta de 1.5% em 2017. Continua, contudo a acautelar uma quantia prudente de reservas internacionais líquidas que permitem afastar receios sobre a solvabilidade do país.	. 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. . Ritmo e implicações do ajustamento do modelo de crescimento económico chinês; lento crescimento económico em economias avançadas. . Ajustamento lento das reformas necessárias ao crescimento económico. . Condições climáticas adversas. . Aversão global ao risco e turbulência nos mercados financeiros. . Condições financeiras mundiais mais restritivas. . Ameaça de actividades extremistas, como o terrorismo.

Principais Recomendações e Factores de Risco

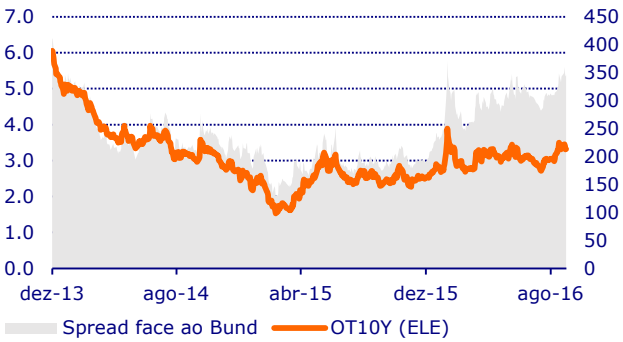
	Recomendações	Factores de Risco
Mercado Cambial	. Investidores e operadores de mercado têm variado entre maior actividade e alguma contenção no que respeita à sua actuação em determinados câmbios relevantes. Existem factores de mercado mais imediatos, como a subida de taxas de juro nos EUA, que suporta o dólar e pode levar a uma apreciação mais expressiva no curto prazo face às moedas rivais; ou factores conhecidos mas com repercussão mais tardia, de acordo com um processo que se desenrolará durante um largo período temporal, que é o caso do Brexit, e que tem mantido a libra sobre constante pressão de depreciação. Neste último caso, a maior definição dos *timings* e a evolução do processo, com mais ou menos atritos entre o Reino Unido e a União Europeia, poderá levar a GBP para níveis de grande debilidade (para 0.98 no EUR/GBP e 1.05 na GBP/USD). Mas para USD e GBP as indicações são contrárias: deverão manter-se posições longas em dólares e curtas em libras. No que respeita ao JPY, o interesse das autoridades é de não permitir apreciações da moeda, dado o actual contexto económico-financeiro e é conhecida a atitude prática do BoJ em actuar directamente no mercado cambial. Neste contexto, a manutenção de posições curtas em ienes. Também o banco central helvético tem tido interesse em manter controlado o valor do CHF, por isso, será de se evitar gerir posições nesta moeda.	. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais. . Decepção ou surpresas positivas com a evolução económica em alguns blocos. . Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais. . A questão do Brexit deverá ter consequências mais vastas (e incertas), para além do espaço do Reino Unido, embora o processo se mostre longo.
Mercado Monetário	. Enquanto se aguarda a esperada subida dos juros nos EUA, o BCE confirmou que as suas taxas de juro directoras podem permanecer nos níveis actuais durante um período alargado e muito para além do horizonte das compras líquidas de activos. Também a este nível (aquisições mensais), o BCE mostrou menor apetência pela alteração do programa, pelo menos para já, mas deverá anunciar brevemente alterações técnicas ao programa de forma a fazer face à escassez de títulos de dívida pública elegível. . Neste cenário, atribuímos uma elevada probabilidade a que as taxas de curto prazo do euro se mantenham em terreno negativo. Com efeito, as taxas de juro implícitas nos futuros da Euribor a 3 meses apontam para que estas 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 (*term premium*).	. Na zona euro, as taxas de curto prazo encontram-se em terreno negativo em todos os prazos, admitindo-se a possibilidade de que novos mínimos se verifiquem. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido. . Nos EUA, a possibilidade de que a Reserva Federal aumente o intervalo da taxa dos fed funds, poderá reforçar a tendência de aumento das taxas de juro de curto prazo: desde início do ano, a Libor de 3 meses do USD, já aumentou cerca de 24 p.b.
Dívida Pública	. Com maior ou menor volatilidade, as *yields* dos principais *benchmark* devem permanecer em níveis reduzidos. Ao efeito da política monetária ultra acomodatícia, em prática em importantes blocos económicos, junta-se o baixo crescimento mundial, acompanhado por uma inflação historicamente baixa. Até ao final do ano, este mercado deverá continuar a beneficiar da incerteza instalada ao nível do comportamento económico, reflectindo a preferência pela qualidade. . Nos mercados periféricos, pelo contrário, poderão observar-se agravamentos nos prémios de risco exigidos. Para além dos factores externos, internamente estes países também enfrentam factores menos favoráveis, tanto no campo económico como político.	. Caso o actual ambiente de incerteza se deteriore, os títulos de dívida pública dos países com melhor avaliação de risco poderão beneficiar de maior procura. . Nos países da periferia o risco é de agravamento mais pronunciado dos prémios de risco exigidos, dada a percepção de que o BCE poderá ter de reduzir o montante das compras de forma a acomodar as compras mensais à disponibilidade de activos elegívei.
Dívida Diversa	. A decisão do BCE de incluir compra de dívida diversa no programa de compra de activos já se reflectiu na redução dos *spreads* 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. A questão do Brexit, que chegou a afectar os *spreads* de crédito no sentido do agravamento, concretamente no sector financeiro, está agora mais diluída. . Mantém-se o aumento do número de incumprimentos de empresas com notação especulativa, em particular no sector energético dos EUA, indicando um provável fim de ciclo de crédito. Globalmente, existe alguma volatilidade nos *spreads*, mas a tendência é de queda ou de estabilização.	. Incerteza em relação ao processo de saída do Reino Unido da União Europeia. . Exposição a empresas do sector energético com menor qualidade creditícia. . O crescimento de intermediários financeiros não bancários (ou *shadow banking*). . O risco da reduzida liquidez do mercado, nomeadamente nesta altura do ano. . Exposição aos mercados emergentes.
Acções	. O mercado accionista europeu mostra-se actualmente mais dependente da evolução da política monetária norte-americana do que do processo de separação do Reino Unido da União Europeia (factor que vem perdendo importância). Passado o período do Verão, aguarda-se uma retoma gradual, que poderá ser afectada pela divulgação dos resultados das empresas do 3ºT, desenvolvimentos no sector bancário e evolução de indicadores macroeconómicos. . A *performance* americana está condicionada pelas expectativas acerca do 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. O 4ºT do ano será ainda marcado pelas eleições presidenciais no país.	. No caso americano, o eventual 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. . Questões políticas e geopolíticas, com destaque para as eleições presidenciais nos EUA, incerteza política nalguns países europeus e Médio Oriente. . Desaceleração económica na China. . Novos estímulos monetários. . Ambiente de incerteza em torno do Brexit, à medida que forem sendo conhecidos novos desenvolvimentos.
Commodities	. Em termos globais, permanece o cenário de ampla oferta e uma procura globalmente menor. No mercado energético, a oferta continua superior à procura, embora a OPEP tenha recentemente reconhecido que os estados-membros chegaram a acordo acerca da diminuição da produção (só se conhecerão detalhes em Novembro). . Também nos restantes mercados - metais para a indústria, bens alimentares, etc. - a oferta tem sido satisfatória não havendo pressão de subida dos preços. . A necessidade de encontrar activos de menor risco dá suporte ao preço dos metais preciosos.	. 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. . Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes, geradores de volatilidade nos preços. . Concertação entre a OPEP e outros países produtores de petróleo para a redução da produção. . No Reino Unido, a vitória do Brexit acrescentou incerteza e indefinição aos mercados.

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.

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

(%, pontos base)



Fonte: Reuters, calc. BPI

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.

Necessidades de Financiamento

Mil Milhões de Euros

	2016	2017	2018	2019	2020
1. Necessidades Líquidas de Financiamento (*)	**9.1**	**6.1**	**4.5**	**4.8**	**2.8**
2. Reembolsos	**30.7**	**25.0**	**27.9**	**26.8**	**28.6**
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
Necessidades de Financiamento Brutas (1+2)	**39.8**	**31.1**	**32.4**	**31.6**	**31.4**
Em % do PIB	**21.7%**	**16.4%**	**16.5%**	**15.5%**	**14.9%**
Disponibilidade de depósitos no final do ano	**6.4**	**6.5**	**5.5**	**4.5**	**4.5**

Fonte: IGCP, Bloomberg, BPI.
Notas: (*) - Em 2016 não deverá considerar a possibilidade de capitalização da CGD, pelo que a rúbrica 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 rúbricas estimam-se em cerca de 2.3 MME) .
(**) - 2016 e seguintes: Saldo vivo de BT's no final de Agosto, segundo informação do IGCP

Recentemente o BCE tem vindo a diminuir as compras de dívida pública, o que em grande parte é percepcionado 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.

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.**

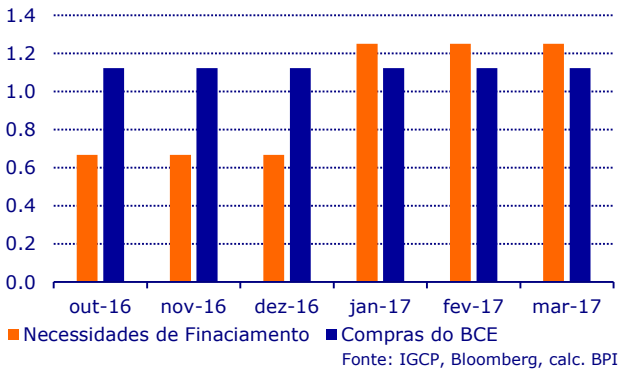
Estimativa de termo de dívida pública portuguesa elegível disponível para o Programa de compra de dívida pública do BCE

	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 nop PPSP	
Se compras idênticas às de Setembro	abr-17
Se compras idênticas à media 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

- O aumento continuado da dívida pública pode ser percepcionado 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 vido a assistir ao incremento da dívida líquida de depósitos da administração central.

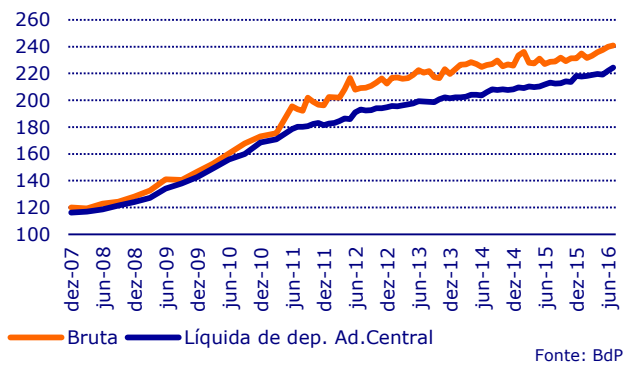
A este comportamento recente acresce o risco de que a recapitalização da CGD possa implicar uma deterioração mais significativa do nível de dívida pública, fragilizando o cenário da sua sustentabilidade. Com efeito, o programa de recapitalização que foi anunciado, que ascende a cerca de 5.2 mme, envolverá uma injecção 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

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

almofada de liquidez substancial por se encontrar entre os países mais vulneráveis a choques adversos, tendo em conta as nossas necessidades de financiamento.

Dívida na óptica de Maastricht (I)

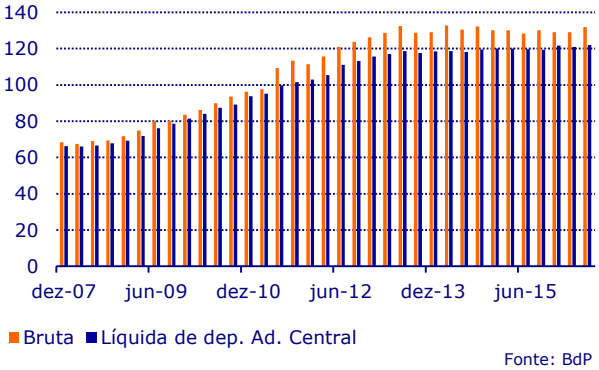
(mil milhões de euros)



Fonte: BdP

Dívida na óptica de Maastricht (II)

(% do PIB)

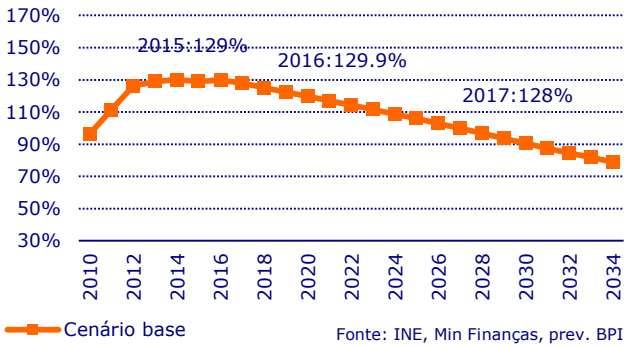


Fonte: BdP

Ainda que o cenário delineado seja sujeito a riscos, atribuímos maior probabilidade a que a trajectória para a dívida pública se mantenha sustentável, observando declínios ligeiros a partir de 2017, tendo presente o compromisso de Portugal no cumprimento do tratado orçamental. Recorde-se que "para o rácio de dívida pública ter uma trajectória descendente, o saldo primário deve ser superior à diferença entre a taxa de juro implícita da dívida pública e a taxa de crescimento do PIB nominal multiplicada pelo rácio de dívida"[1]. Tendo em conta este equilíbrio, verifica-se que **as condições de estabilidade melhoraram substancialmente desde 2011: nessa altura, o custo implícito da dívida pública situava-se em 4.4%, que compara com 3.6% projectados para este ano.** Todavia, o crescimento nominal também tem vindo a encolher, pelo que a trajectória futura dependerá sobretudo da dimensão do saldo público, excluindo juros, bem como da inexistência de factores adicionais extraordinários – assunção de passivos contingentes, necessidades adicionais de fundos no sistema bancário, ou outras – que pesem sob o rácio.

Cenário para a dívida pública

(% do PIB)



Fonte: INE, Min Finanças, prev. BPI

Em 2016, o ligeiro aumento esperado no rácio de dívida pública reflectirá essencialmente a existência de factores extraordinários, como já referimos (relacionados com a necessidade de injecção de capital na CGD, 2.7 mme) para além do expectável menor crescimento do PIB nominal. O rácio estimado para final do ano tem subjacente uma previsão conservadora para o crescimento nominal do PIB (2.5%, o que implica que a economia cresça 1.1% e que o deflator do PIB se situe em 1.4%), admite que o saldo primário será positivo, na ordem de 2% do PIB e que o défice público situar-se-á em 2.7% (pressupondo que o aumento de capital da CGD apenas afectará a dívida e não o défice). Estas estimativas estão sujeitas a riscos negativos, pelo que o rácio final poderá ser ligeiramente mais alto.

- Fragilidade do sistema bancário tenderá a pesar sobre a avaliação do prémio de risco de Portugal tendo em conta os episódios de resolução de bancos domésticos e necessidade de recapitalização do banco público. Criação de um banco mau poderá agravar as responsabilidades contigentes do Estado, sendo um potencial factor de agravamento do rácio de dívida pública.

O nível de crédito mal parado no balanço dos bancos continua elevado e está principalmente associado a crédito concedido a sectores problemáticos, colocando restrições sobre a capacidade de concessão de crédito a sectores mais rentáveis, limitando a capacidade de crescimento da economia e tornado o sistema bancário mais vulnerável a choques adversos.

No segundo trimestre, conforme informação do Banco de Portugual[2], o rácio de crédito total em risco (inclui créditos vencidos e créditos reestruturados) situava-se em 12.7%, reflectindo essencialmente um elevado grau de incumprimento ou necessidade de reestruturação de créditos a empresas não financeiras. A acrescer a isto, a primeira metade do ano ficou marcada por uma diminuição da cobertura do crédito em risco por imparidades. De facto no final do primeiro semestre as imparidades de crédito representavam 64.6% do crédito em risco, abaixo dos 67.5% observados no final de 2015.

[1] *BdP, "Condições de estabilidade do rácio da dívida pública"*
[2] *BdP, "Sistema Bancário Português - Desenvolvimentos recentes, 2ºTrm 2016"*

Temas em Destaque

Portugal – Factores de pressão sobre os custos de financiamento (cont.)

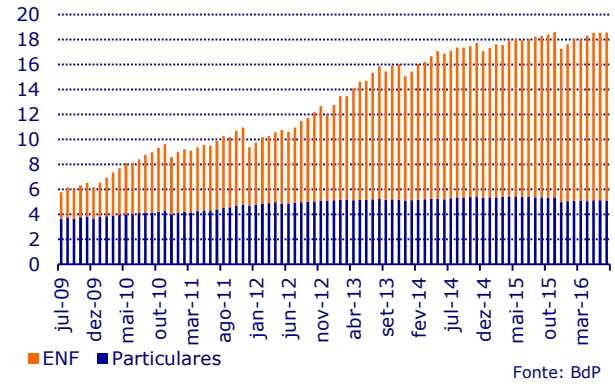
Para fazer face à dimensão do crédito vencido tem vindo a ser equacionada a possibilidade de criação de um "banco mau" para absorver os créditos mal parados. De acordo com o Banco de Portugal, este banco mau poderá ter a forma de um veículo constituído com o propósito de gerir os activos tóxicos do sistema 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

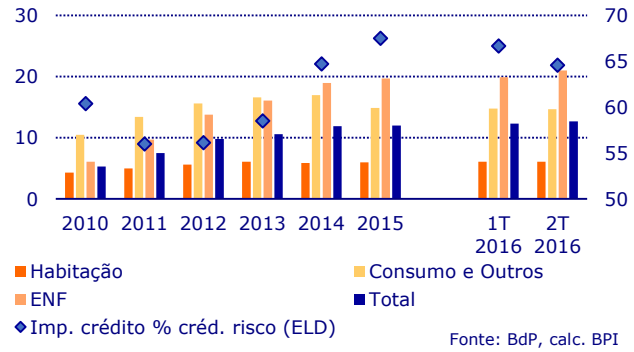
(mil milhões de euros)



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

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

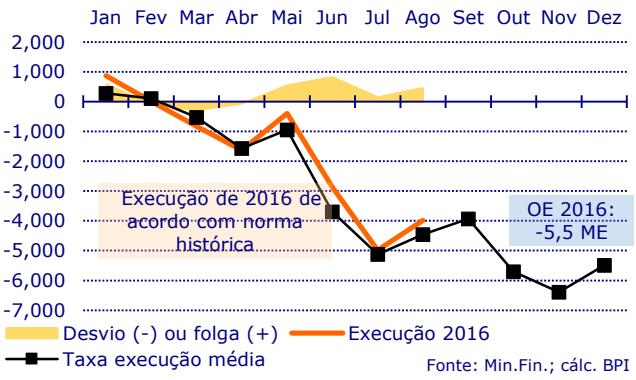
C. Pública	Ajustes	C. Nacional	Défice/PIB
-5,493	1,368	-4,125	-2.2%

Fontes: INE, Min. Finanças.

▸ **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 superávite 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 superávite 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.

Saldo orçamental - Contabilidade Nacional

(EUR milhões)



Fonte: Min.Fin.; cálc. BPI

▸ **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.

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) Ago-15	Ago-16	% Variação Execução	OE16	Desvio implícito*
Receita corrente	**48,104.74**	**48,773.14**	**1.4**	**4.5**	**-1,514.90**
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
Receita de capital	**1,128.07**	**1,081.06**	**-4.2**	**23.0**	**-306.05**
Receita efectiva	**49,232.81**	**49,854.20**	**1.3**	**5.0**	**-1,851.48**
Despesa corrente	**50,133.25**	**50,948.93**	**1.6**	**4.8**	**-1,578.91**
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
Despesa de capital	**3,169.90**	**2,894.78**	**-8.7**	**18.1**	**-848.97**
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
Despesa efectiva	**53,303.16**	**53,843.72**	**1.0**	**5.6**	**-2,468.00**
Saldo global	**-4,070.34**	**-3,989.52**	**-2.0**	**-**	**616.52**
Despesa primária	48,013.49	48,226.34	0.4	5.8	-2,558.66
Saldo primário	**1,219.32**	**1,627.86**	**-**	**-**	**-**

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

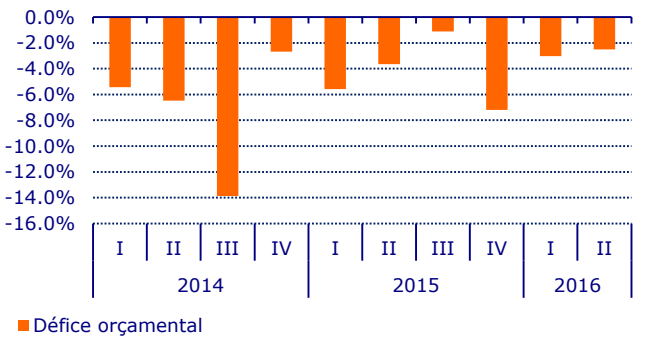
▸ **O défice o Estado em contabilidade nacional foi de EUR 2.510 mil milhões, o que corresponde a 2.8% do PIB, bem abaixo dos 4.6% registados no mesmo período de 2015.**

▸ **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)



Fontee: INE

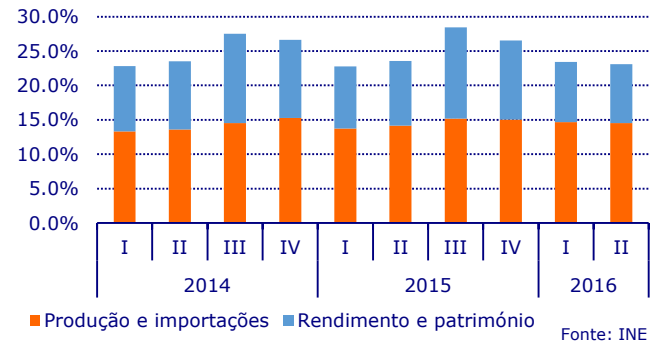
Portugal – Défice poderá ultrapassar 2.5%, mas não os 3% (cont.)

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

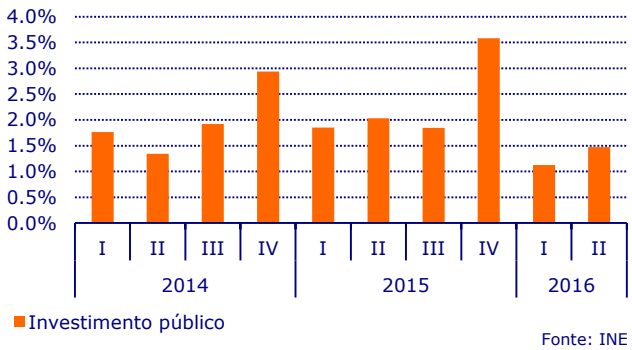
(% do PIB)



Fonte: INE

Investimento público - Contabilidade Nacional

(% do PIB)



Fonte: INE

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 ambas 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.**

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

▸ **No entanto, este 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 Défice Excessivo.

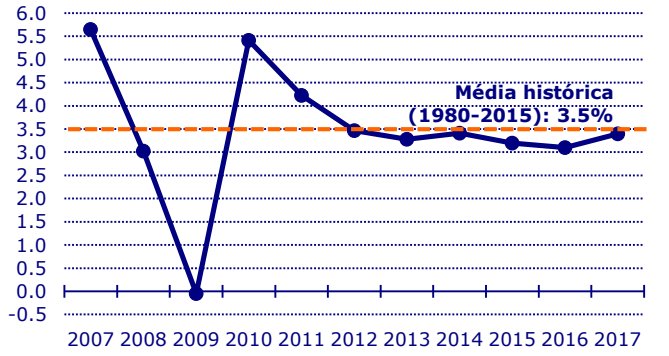
José Miguel Cerdeira

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.

Taxa de Crescimento Real do PIB da Economia Mundial

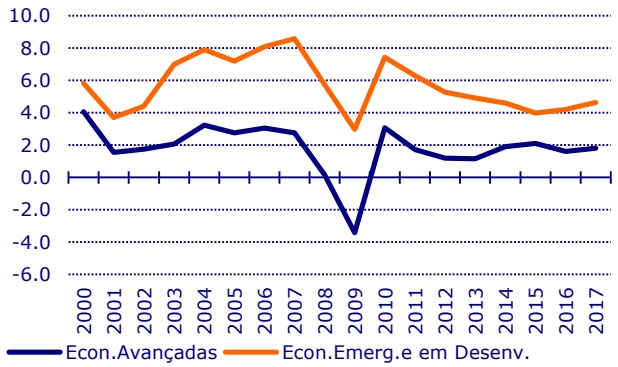
(percentagem)



Fonte: FMI; calc. BPI

Crescimento Económico: Economias Avançadas vrs Emergentes e em Desenvolvimento

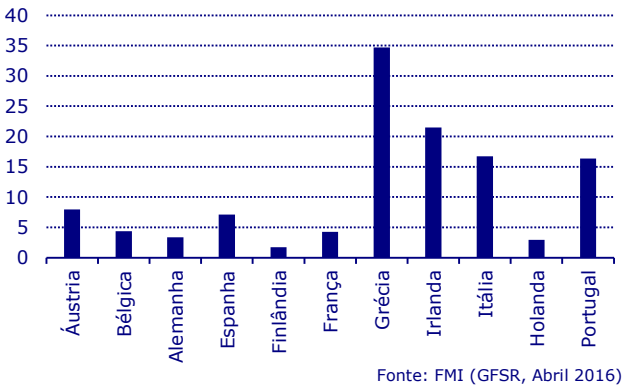
(taxa de crescimento real do PIB, em %)



Fonte: FMI

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

(% total de créditos de cobrança duvidosa)



Fonte: FMI (GFSR, Abril 2016)

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.

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, consequentemente, 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

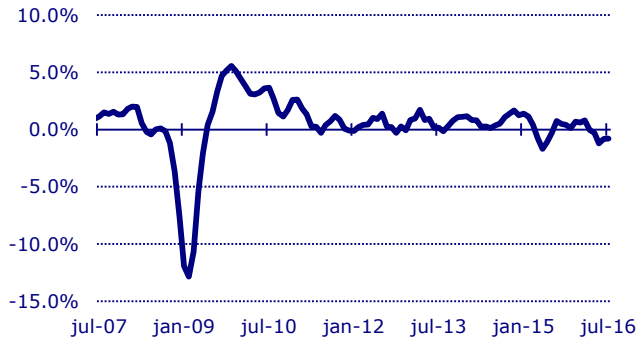
%

	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

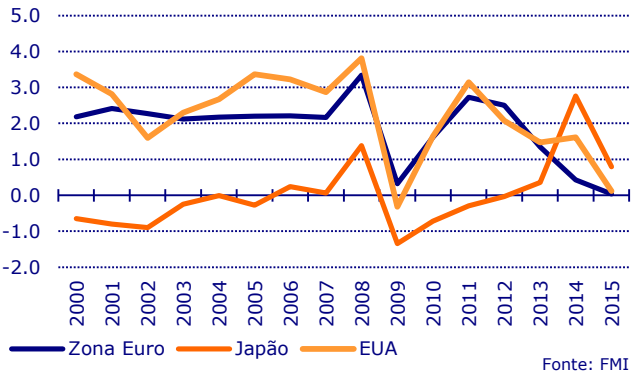
Fonte: FMI (WEO Outubro 2016).

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)



Fonte: FMI

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 desemprenho 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 contraccionista) 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
Var. do PIB real	**1.8**	**2.0**	**2.0**	**1.8**	**1.8**
Prev. de Junho	2.0	2.0	2.0	-	2.0
Tx. de desemp.	**4.8**	**4.6**	**4.5**	**4.6**	**4.8**
Prev. de Junho	4.7	4.6	4.6	-	4.8
Inflação PCE	**1.3**	**1.9**	**2.0**	**2.0**	**2.0**
Prev. de Junho	1.4	1.9	2.0	-	2.0
Fed funds rate	**0.6**	**1.1**	**1.9**	**2.6**	**2.9**
Prev. de Junho	0.9	1.6	2.4	-	3.0

Fonte: Reserva Federal.

José Miguel Cerdeira

As dificuldades em limitar a produção de petróleo

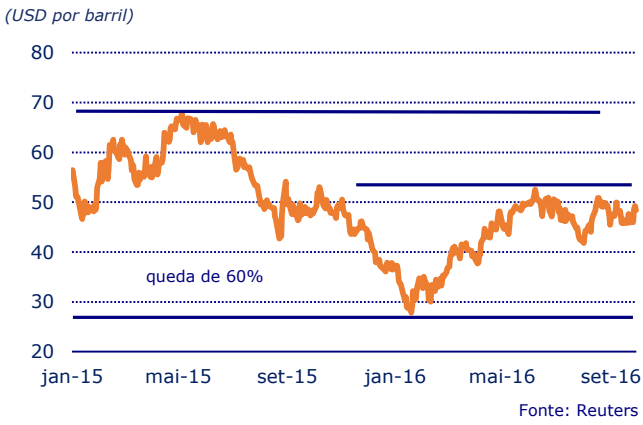
Na última reunião da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), realizada na Argélia, dia 28 de Setembro, chegou-se a um acordo de corte de produção. Face à conhecida dificuldade em impor a limitação de produção aos diferentes países (são 14 e representam cerca de 42% do total da produção 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 (correcção 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.

Evolução do preço do *Brent*



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

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.

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 %
OPEP	**40.42**	**41.7%**
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%
Total crude	**33.47**	**34.6%**
Outras especificidades (1)	6.95	7.2%
Não OPEP	**56.45**	**58.3%**
Produção total	**96.87**	**100.0%**
Consumo total (2)	**96.65**	

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
Mundo - comércio de mercadorias em volume	**2.2**	**2.4**	**2.8**	**2.7**	**1.7**	**1,8-3,1**
Exportações						
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	**2.7**	**5.0**	**4.8**	**3.1**	**0.3**	**1,8-3,2**
Outras regiões (1)	3.9	0.6	-0.1	3.9	2.5	1,5-2,6
Importações						
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	**3.7**	**4.8**	**3.3**	**1.8**	**1.6**	**2,0-3,3**
Outras regiões (1)	9.9	3.5	-0.5	-6.0	-2.8	0,6-1,0
PIB real às taxas de câmbio do mercado	**2.3**	**2.2**	**2.5**	**2.4**	**2.2**	**2.5**
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, desacelerá 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	Aráb. 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.

Principais exportações por produto, 2014

(mil milhões de dólares; %)

	Valor	Peso
Produtos agrícolas	**1765**	**9.5**
Combustíveis e minérios	**3789**	**20.5**
Combustíveis	3068	16.6
Manufacturas	**12243**	**66.2**
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
...	...	...

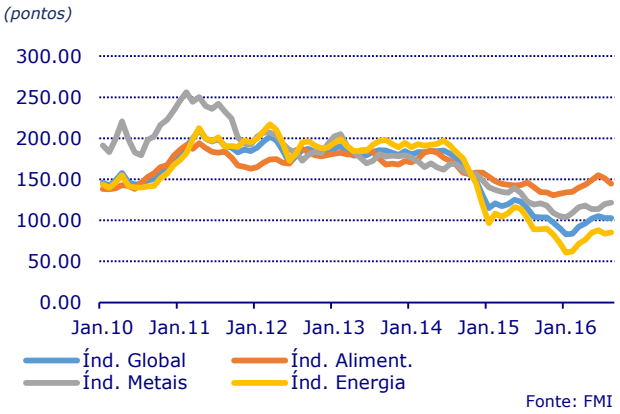
Fonte: World Trade Organization.

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.

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.

Evolução dos principais índices de *commodities*



Fonte: FMI

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.

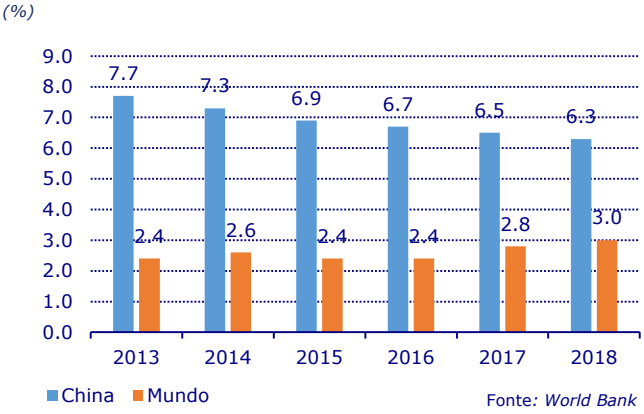
De facto, entre 1985 e 2007 assistiu-se à intensificação da globalização, do comércio e do crescimento económico. E o comércio internacional trouxe prosperidade, especialização, economias de escala e vantagens comparativas. A tecnologia ajudou à introdução de novos produtos e ao aumento da produtividade. **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.**

Crescimento do Produto



Fonte: *World Bank*

Temas em Destaque

Comércio Mundial e a China (cont.)

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

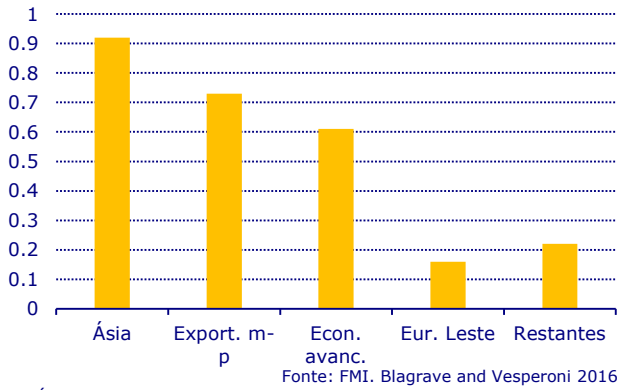
Dada a dimensão económica da China e as inúmeras ligações comerciais regionais e mundiais (encontra-se profundamente integrada nas cadeias de fornecimento globais), espera-se que a actual transformação em curso possa permitir a longo prazo um crescimento sustentado, com benefícios para a economia global. 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).

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

(%; PIB - média ponderada)



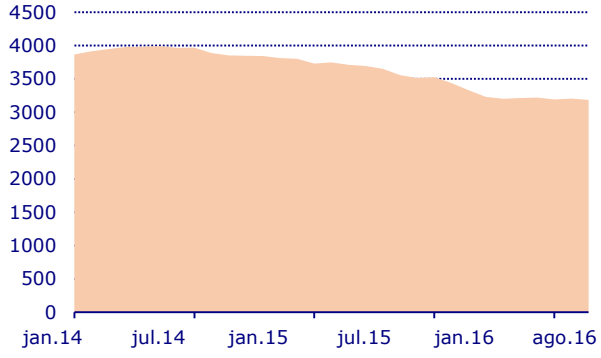
Fonte: FMI. Blagrave and Vesperoni 2016

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.

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 prossuposto 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 renmimbi perdeu perto de 3% contra o dólar (desvalorização de cerca de 3% em cada ano).

Evolução das reservas cambiais

(mil milhões USD)



Fonte: Bloomberg

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

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).

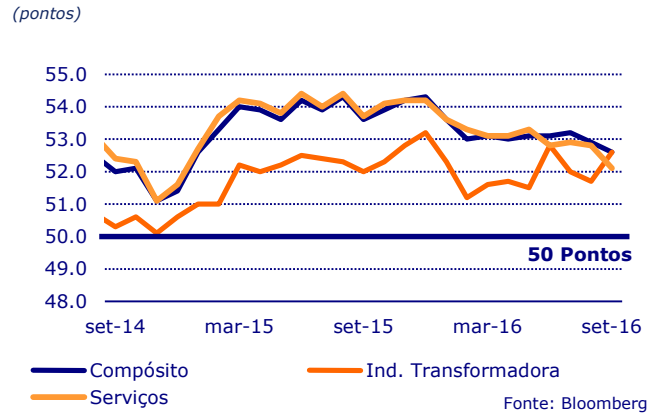
A questão é saber se estas alterações no modelo chinês (alterações de produção, especialização, etc.), assim como as repercussões noutras economias emergentes, afectaram de forma significativa (e permanente) a expansão das cadeias de valor. Já se referiu anteriormente nalgumas dificuldades em prosseguir 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 proteccionismo, 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.

ZONA EURO – SECTOR DOS SERVIÇOS REVELA UM ABRANDAMENTO EM SETEMBRO

▫ **O indicador PMI compósito voltou a cair no mês de Setembro, de acordo com os dados preliminares.** Assim, o indicador passou de 52.9 pontos em Agosto para 52.6 em Setembro, o que representa um decréscimo da média do PMI compósito no 3T, comparativamente com o trimestre precedente (52.9 vs 53.1 no 2T). O desempenho entre os dois sectores de actividade analisados foi distinto: no caso dos serviços, assistiu-se a um abrandamento da actividade, enquanto a indústria transformadora aumentou em quase 1 ponto face ao mês anterior, beneficiando do crescimento das novas encomendas domésticas e externas. A desaceleração dos serviços deve-se ao desempenho do sector na Alemanha, onde a redução foi de 1.1 pontos para 50.6, um nível muito próximo da marca dos 50 pontos, que separa expansão de contracção económica. Esta redução levou o indicador PMI compósito para o país a atingir 52.7 pontos, o nível mais baixo desde Maio de 2015, e inferior ao observado para França (53.3). Em sentido contrário ao observado na economia germânica, o PMI para indústria transformadora em França, ainda que tenha aumentado, manteve-se abaixo dos 50 pontos. A surpresa foi registada no sector dos serviços, onde o aumento foi de quase 2 pontos face ao mês anterior (54.1).

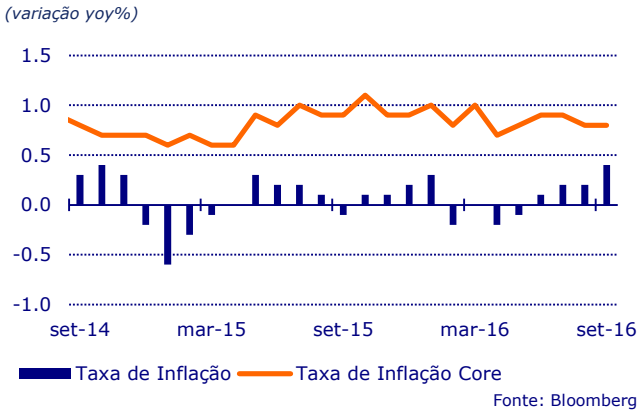
▫ **Para além do indicador PMI, alguns indicadores da actividade económica na Alemanha têm surpreendido pela negativa.** As vendas a retalho caíram surpreendentemente em Julho em 1.5% y/y, a par da produção industrial, que, no mesmo mês, caiu 1.2% y/y. O indicador ZEW permaneceu inalterado no mês de Setembro em 0.5 pontos, substancialmente abaixo da média de longo-prazo (24.1), com o indicador que avalia as condições actuais a cair ligeiramente em 2.5 pontos. A contrastar com estes resultados, o indicador de clima empresarial Ifo registou um crescimento substancial de 106.3 pontos em Agosto para 109.5 em Setembro, o nível mais elevado desde 2014, revelando os empresários se revelam mais optimistas para as condições actuais da actividade e para as expectativas futuras. O mercado de trabalho germânico continua a evidenciar um comportamento muito favorável, com a taxa de desemprego a atingir níveis mínimos, mesmo após a introdução do salário mínimo, em Janeiro de 2015.

Redução do PMI Compósito* justificada pela queda do indicador no sector dos serviços



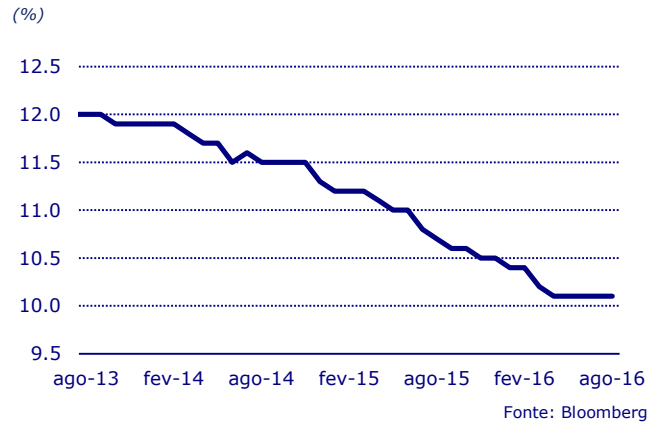
Fonte: Bloomberg

Taxa de Inflação anual deverá ter aumentado para 0.4% em Setembro, impulsionada pelos serviços



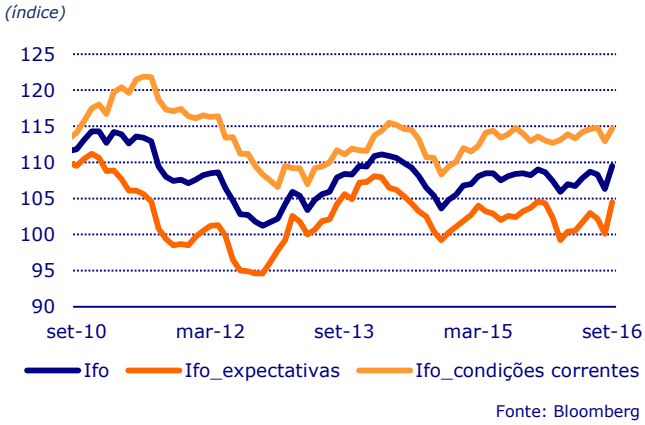
Fonte: Bloomberg

Taxa de Desemprego mantém-se em 10.1% em Agosto, pelo quinto mês consecutivo



Fonte: Bloomberg

Empresários alemães revelam-se mais optimistas para os próximos meses



Fonte: Bloomberg

Vânia Patrícia Duarte

Economias

Portugal – Crescimento mais fraco, maior descida do desemprego em 2016

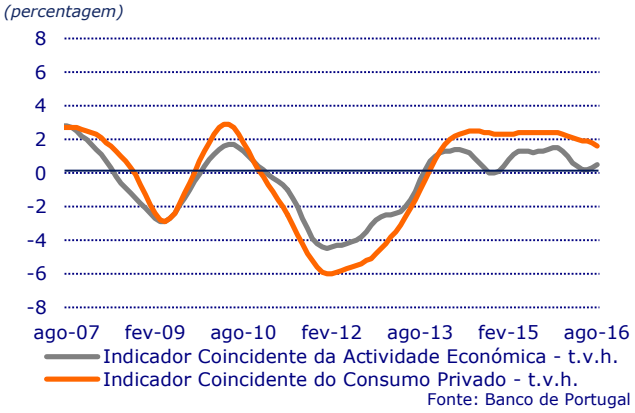
▫ **Em linha com a evolução relativamente modesta da economia na primeira metade do ano, e uma recuperação apesar de tudo contida na segunda metade do ano, revemos a nossa previsão de crescimento para este ano para os 1.1%.** A revisão em baixa em duas décimas é motivada principalmente por duas questões. Em primeiro lugar, o consumo privado enquanto motor de crescimento económico tem-se revelado menos resiliente do que o expectável. Deu-se um crescimento homólogo de 2.6% no 1º trimestre, a que se seguiu uma desaceleração para 1.7% entre Abril e Junho. As vendas de bens duradouros, em particular, desaceleraram de 12.7% yoy para 8.2%. E os dados sobre a venda de automóveis (um bom indicador sobre este componente do consumo) mostram um aumento homólogo no 3º trimestre de apenas 7.2% nos veículos ligeiros de passageiros, a menor subida desde o 2º trimestre de 2013. Assim, a nossa expectativa quanto ao consumo privado piorou em 2 décimas para este ano, para um crescimento de 1.8%. O outro factor por detrás desta revisão prende-se com o investimento: por um lado, além das reduções homólogas nos dois primeiros trimestres (respectivamente, -1.7% e -3.1%, em volume), com a principal componente de máquinas e equipamentos a registar decréscimos desde o 3º trimestre de 2015, a perspectiva para o resto do ano não é ainda muito animadora. A recuperação para um ritmo positivo de crescimento está a tardar, e não terá começado ainda em Julho, olhando para o indicador de FBCF do INE, que voltou a descer nesse mês retomando o movimento descendente iniciado em Abril de 2015. Além disso, a continuada contenção no investimento público deverá continuar a condicionar a evolução desta componente do PIB. Nesse sentido, reduzimos a previsão da evolução homóloga do investimento de uma subida de 0.1% para uma descida de 0.5%. **Recorde-se que o FMI manteve a sua previsão de 1.0% para o crescimento do PIB este ano, nas suas previsões de Outubro.** Mais preocupante é a expectativa de médio-prazo da instituição, que vê um aumento do PIB de 1.2% em 2021, um nível de crescimento bastante modesto.

▫ **Revimos também, desta feita positivamente, a nossa previsão para o nível de desemprego.** A taxa de desemprego deverá este ano cumprir a expectativa do Executivo, ao ficar nos 11.4% para a globalidade de 2016. O FMI é ainda mais optimista, e prevê uma taxa de desemprego de 11.2% para este ano. No 3º trimestre, a taxa deverá manter-se em níveis próximos ao anterior, sendo que pela sazonalidade própria da variável deverá registar uma subida significativa nos últimos três meses do ano. A taxa de desemprego no 2º trimestre foi de 10.8%, e o registo provisório mensal de Agosto (11.0% ajustado de sazonalidade) faz prever uma taxa trimestral entre os 10.5% e os 10.7% entre Julho e Setembro.

Portugal - Previsões BPI

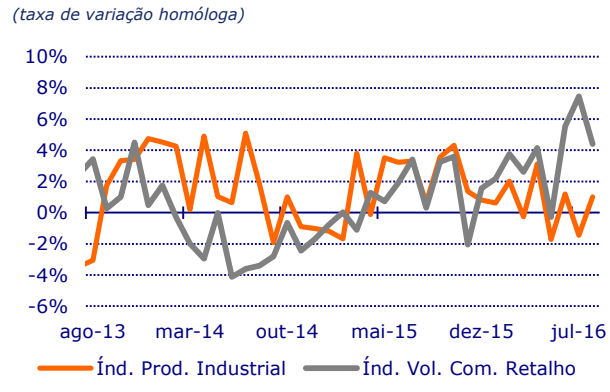
	2016	2017	2018
Consumo privado	1.8	1.6	1.8
Consumo público	0.9	0.7	0.4
Formação Bruta de Capital	-0.5	2.6	3.3
Exportações	2.6	2.1	2.5
Importações	3.0	2.0	2.4
PIB	1.1	1.6	1.8
Défice Orçamental (PDE)	2.7	2.4	2.1
Taxa de inflação média	0.7	1.2	1.5
Taxa média de desemprego	11.4	11.0	10.7

Indicadores começam a antever recuperação mas a ritmo modesto ainda



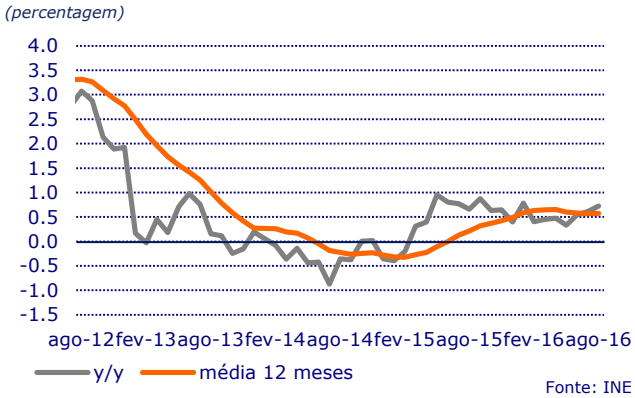
Fonte: Banco de Portugal

Comércio a recuperar, embora a menor ritmo; produção industrial em desaceleração



Fonte: Comissão Europeia, Banco de Portugal

A inflação continua em recuperação hesitante e lenta



Fonte: INE

José Miguel Cerdeira

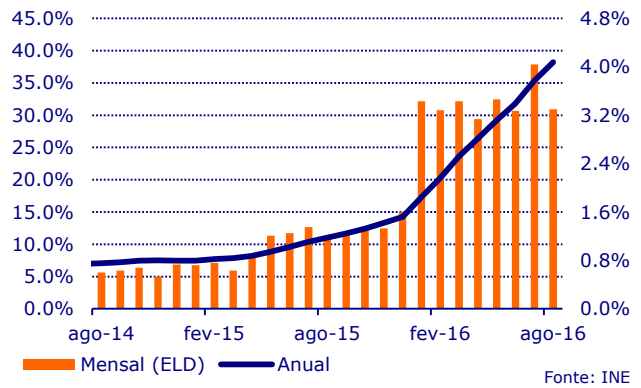
Angola – FMI revê crescimento económico em baixa

▫ **As novas previsões económicas do FMI mostraram-se mais pessimistas em relação à economia angolana.** O Fundo, no seu *World Economic Outlook* de Outubro deste ano, espera em 2016 uma estagnação económica, vendo um crescimento do PIB de 1.5% em 2017. O mais preocupante é mesmo a previsão de médio-prazo, para 2021, que situa o aumento do PIB em 3.5%, um nível baixo em comparação com o passado recente da economia angolana. A instituição considera que Angola (tal como a Nigéria e África do Sul) está a adaptar-se ainda à queda nas receitas de exportações de petróleo, afectando naturalmente o resto da economia bastante dependente destas. A anterior previsão apontava para um crescimento de 2,5% em 2016 e 2.7% em 2017. Além disso, a organização prevê também uma continuação de valores altos na inflação, esperando 33.7% este ano e inclusivamente uma aceleração para 38.3% em 2017. Para 2021, a organização espera uma inflação mais baixa de 17.8%. **Igualmente, o FMI espera uma continuação da existência de défice na balança corrente, embora com tendência de redução (foi de 8.5% do PIB em 2015) para 5.4% neste ano e no próximo, e para 2.5% em 2021.**

▫ **A agência de notação Fitch reviu em baixa o *rating* de Angola para B, atribuindo igualmente um *outlook* negativo à avaliação da dívida angolana.** A instituição refere vários factores para justificar esta acção. Nomeadamente, é notada a continuação da difícil situação macroeconómica provocada pela baixa dos preços do petróleo, que causa desequilíbrios orçamentais e externos. Além disso, é mencionada também a baixa disponibilidade de moeda estrangeira, o que, devido à dependência dos sectores não-petrolíferos de importações, está a levar a uma significativa deterioração da actividade nesta parte da economia. Ainda que o sector petrolífero continue sustentado pelo nível absoluto da produção, a agência espera uma estagnação no PIB durante este ano. Para o défice orçamental, a Fitch antecipa uma degradação para 5.8% em 2016 (semelhante à previsão do Governo), com algumas reformas do lado da despesa pública a compensarem apenas parcialmente a quebra de receitas petrolíferas. **No entanto, a Fitch considera positivo o nível de reservas internacionais do país, que chega a cobrir 8 meses de importações (acima da média dos países em situação semelhante, cerca de 3.5 meses).** Estas diminuíram ligeiramente em Setembro para USD 22.989 mil milhões, de um nível revisto de USD 23.221 mil milhões em Agosto, mas continuam num patamar bastante confortável.

Inflação continuou a subida em Agosto

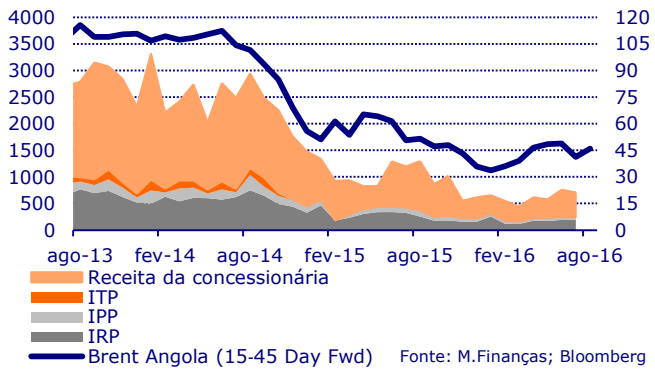
(yoy%; mom%)



Fonte: INE

Receitas fiscais petrolíferas ainda num nível bastante baixo

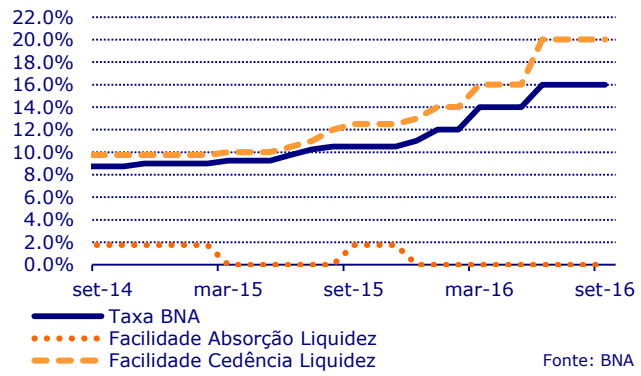
(milhões de USD; USD)



Fonte: M.Finanças; Bloomberg

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

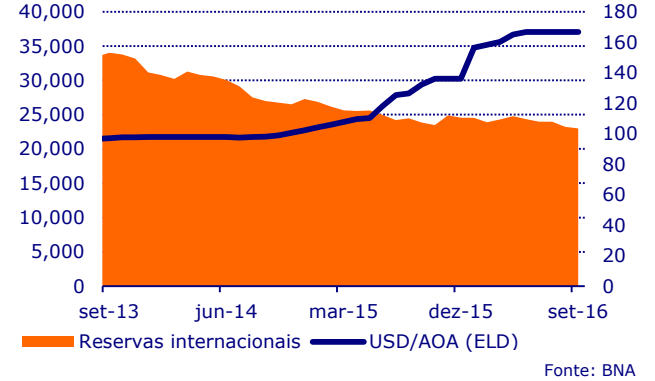
(percentagem)



Fonte: BNA

Reservas ainda num nível confortável, mas em descida ligeira

(milhões USD; x kwanzas por USD)



Fonte: BNA

José Miguel Cerdeira

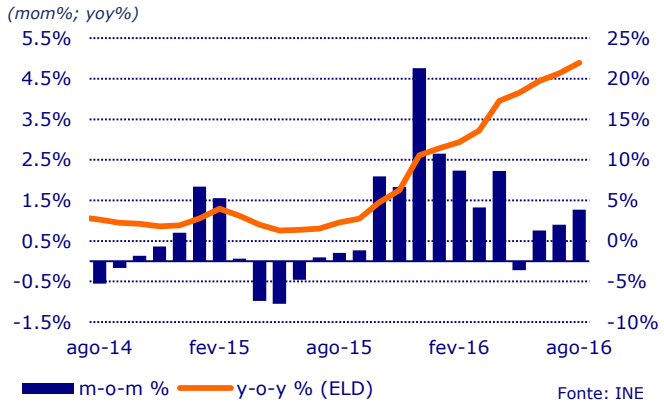
Economias

Moçambique – FMI revê novamente previsão para o crescimento económico

▫ **O FMI concluiu uma visita a Moçambique, com o objectivo de definir os termos para uma auditoria internacional e independente a três empresas públicas.** Esta missão iniciou a discussão sobre os termos para uma auditoria internacional e independente às empresas EMATUM, Proindicus e MAM. O objectivo passa por melhorar a transparência, o governance e a contabilidade, no sentido de evitar que eventos semelhantes ao que se passaram com estas três empresas voltem a acontecer. **Adicionalmente, o FMI voltou a rever a sua previsão para o crescimento económico para Moçambique em 2016, passando de 4.5% para 3.7%.** A confirmar-se esta previsão, este será o ritmo de crescimento mais baixo dos últimos 15 anos, e estará significativamente abaixo da média registada na última década (7.2%). Ainda assim, o FMI congratulou o Governo pelas medidas tomadas desde a sua última visita ao país, em Junho, nomeadamente a aprovação do Orçamento de Estado Rectificativo para 2016 e as medidas de natureza monetária que foram tomadas. Ainda assim, a instituição chama a atenção para a necessidade de o Executivo tomar novas medidas, incluindo mais consolidação das finanças públicas no Orçamento de 2017 e o ajustamento da política monetária no sentido de atenuar as pressões inflacionistas. **As autoridades do país solicitaram ainda ao FMI que se retomassem as discussões no âmbito da facilidade de crédito acordada em Dezembro de 2015 e até ao momento suspensa.** Recorde-se que o FMI tinha suspendido o desembolso da segunda tranche, num montante de USD 165 milhões, aquando a divulgação de um montante adicional de dívida pública externa, num total de USD 1.4 mil milhões, em Abril.

▫ **As pressões inflacionistas continuam a pesar na envolvente económica.** Em Agosto, a taxa de inflação anual de Moçambique aumentou em 1.28 pontos percentuais (p.p.) para 21.96%. Com excepção do sub-índice relativo à educação, todos os restantes revelaram ritmos de crescimento mais acentuados do que no mês anterior. Destacamos a pressão sobre os preços dos bens alimentares, que cresceram 36.6% y/y e registaram um contributo de 16.33 p.p. para a inflação homóloga, reflectindo os efeitos da seca no país, assim como a depreciação da moeda nacional. De acordo com a EIU, é esperado que a situação de seca que afecta actualmente o país termine na próxima estação de chuvas em Outubro-Dezembro. Ainda assim, não será suficiente para recuperar as colheitas perdidas este ano. Considerando que as novas colheitas apenas estarão disponíveis em Março/Abril do próximo ano e que 1.5 milhões de moçambicanos se encontram numa situação de insegurança alimentar, a escassez de bens alimentares deverá intensificar e agravar as pressões inflacionistas nos próximos meses. Esta situação será ainda exacerbada pelas restrições fiscais esperadas até ao final do ano e pela manutenção de um cenário de desvalorização da moeda nacional.

Pressões inflacionistas acentuam, face às condições de seca e depreciação do Metical



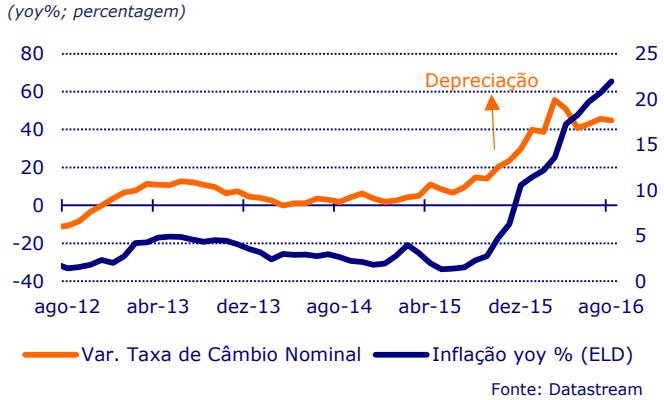
Previsões para o crescimento económico e taxa de inflação

%

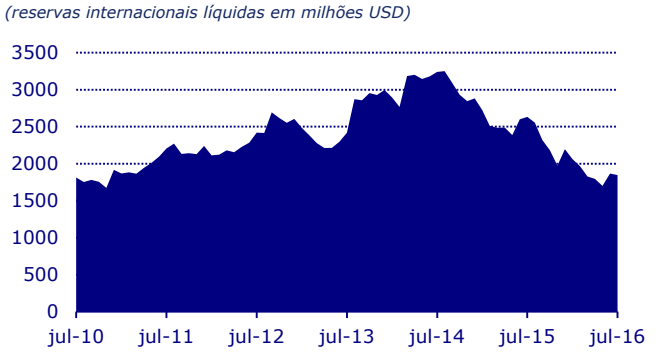
	Tx. de cres. real do PIB		Tx. de Inflação Média Anual	
	2016	2017	2016	2017
Governo	4.5	-	16.7	-
FMI	3.7	6.8	6.0	5.6
EIU	3.6	4.2	17.8	14.3
Moody's*	6.0	6.8	13.2	9.8
S&P	4.0	6.0	15.0	5.5
FocusEconomics	4.6	5.9	18.4	13.8

Fonte: Orçamento de Estado Rectificativo para 2016; FMI; EIU; Moody's; S&P; FocusEconomics.
*Nota: * Taxa de inflação no final do período.*

Depreciação do Metical vs Crescimento dos preços



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



Vânia Patrícia Duarte

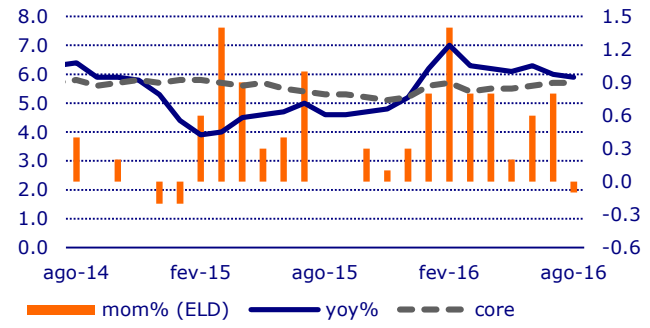
ÁFRICA DO SUL - MELHORES PERSPECTIVAS PARA O CRESCIMENTO DOS PREÇOS

▫ **A taxa de inflação caiu para níveis compreendidos dentro do intervalo definido pelo Banco Central.** A taxa de inflação caiu pelo segundo mês consecutivo em Agosto, fixando-se em 5.9%, abaixo do limite superior do intervalo de 3%-6% definido pelo SARB. A contribuir para este desempenho esteve o sub-índice dos transportes, onde se registou uma desaceleração do crescimento dos preços no mês de Agosto (+2.0% y/y vs 3.1% y/y em Julho). Este desempenho é resultado da diminuição dos preços da gasolina (-7.2% y/y), considerando a queda dos preços do petróleo nos mercados internacionais no mês de Agosto (-2% y/y) e a redução do preço da gasolina em 99 cêntimos por litro no país. Em sentido distinto, os preços dos bens alimentares continuam a ser a principal fonte das pressões inflacionistas, reflectindo os impactos das condições climatéricas adversas que se têm feito sentir no país. De facto, os preços neste sub-índice aumentaram em 11.6% y/y, realçando-se o incremento significativo do preço da fruta (+20.0% y/y). A inflação mensal contraiu 0.1%, em linha com a forte queda dos preços dos transportes.

▫ **Considerando os dados favoráveis da taxa de inflação, o Banco Central optou por manter inalterada a taxa de juro de política monetária, e reviu em baixa a sua previsão para o crescimento dos preços em 2016.** Na última reunião de política monetária, em Setembro, o Banco Central da África do Sul decidiu manter a taxa de recompra em 7.0%, tendo em conta a melhor perspectiva para a inflação e o frágil cenário para a actividade económica. A instituição reviu em baixa em 0.2 pontos percentuais (p.p.) a taxa de inflação média anual prevista para 2016, para 6.4%, ainda que preveja um pico de 6.7% nos últimos três deste ano. Em causa deverão estar novos aumentos dos preços dos bens alimentares neste período, em linha com o expectável incremento dos preços da carne. Para 2017, a previsão foi revista em baixa na mesma dimensão para 5.8%, com o Banco Central a antecipar que a taxa de inflação irá regressar a níveis compreendidos entre o intervalo de 3%-6% apenas no 2T desse ano. Ainda assim, as previsões para a taxa de inflação acarretam riscos, decorrentes da vulnerabilidade do Rand face a desenvolvimentos domésticos e externos, e da evolução dos preços dos bens alimentares. As perspectivas para o crescimento económico também foram revistas: para 2016, a previsão passou de 0% para +0.4%; para 2017 e 2018, foram revistas em +0.1 p.p. para 1.2% e 1.6%, respectivamente.

Tx. de Inflação atinge 5.9%, abaixo do limite superior do intervalo definido pelo Banco Central (3%-6%)

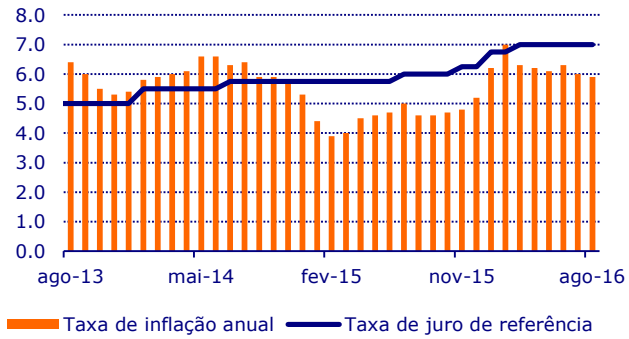
(yoy%; mom%)



Fonte: Bloomberg

Banco Central mantém inalterada, pela 3ª vez consecutiva, a orientação da política monetária

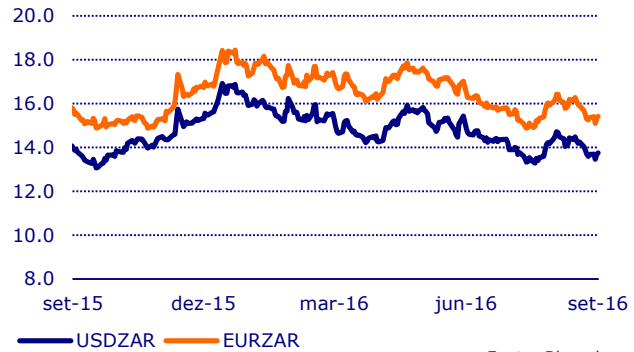
(percentagem)



Fonte: Bloomberg

Rand alevia da pressão vendedora, reflectindo o adiamento da subida da taxa de juro nos EUA

(Rands por USD; Rands por EUR)



Fonte: Bloomberg

Previsões para o crescimento económico e taxa de inflação

%

	Tx. de cresc. real do PIB		Tx. de Inflação Média Anual	
	2016	2017	2016	2017
Banco Central - SARB	0.4	1.2	6.4	5.8
Governo	0.9	1.7	6.8	6.3
FMI	0.1	1.0	6.5	6.3
EIU	0.5	1.4	6.5	5.6
Moody's*	0.5	1.5	6.9	5.5
S&P	0.6	1.5	6.5	6.0
FocusEconomics	0.3	1.2	6.4	6.0
Consensus Bloomberg	0.4	1.2	6.4	5.8

Fonte: SARB; Tesouro Nacional (OGE 2016); FMI; EIU; Moody's; S&P; FocusEconomics; Bloomberg.
Nota: Taxa de inflação no final do período."*

Vânia Patrícia Duarte

› Mercado Cambial

Libra mais fraca com maior clareza acerca do processo de Brexit

▫ **O anúncio pelo governo britânico de que no final de Março de 2017 será accionado o artigo 50 e se iniciará o processo de saída do Reino Unido da União Europeia levou a um novo movimento de depreciação da libra.** Anteriormente, o mercado tinha deixado esta questão em espera, pois sabia-se que as autoridades britânicas não mostravam clareza e mesmo interesse num processo rápido. Recentemente, a PM britânica deixou claro que tudo se iniciará no final de Março e de que não há interesse em arrastar a questão. No mercado ficou a sensação que a saída será mais rápida do que se suponha, mas que questões como as novas relações comerciais, financeiras e mesmo de mobilidade da mão-de-obra poderão trazer atrito. Assim, depois de um certo "esquecimento" em relação aos câmbios da libra, o regresso do factor Brexit levou a novas fugas da libra e de activos em libras, dados os previsíveis reflexos nefastos na actividade económica, pelo menos no curto e médio prazo. Entretanto, as anteriores previsões mais catastrofistas foram revistas e embora se espere um menor crescimento económico em 2017, já não será situação de recessão.

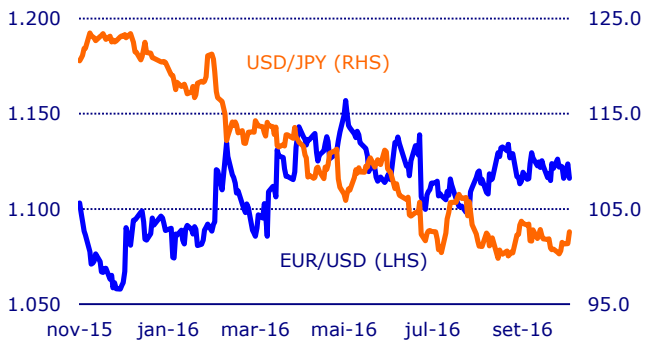
▫ **Caso sejam públicas algumas fricções entre o Reino Unido e a União Europeia em matérias importantes, o EUR/GBP poderá se aproximar dos 0.98, valor máximo alcançado em Janeiro de 2009 (valor máximo desde a criação do euro; ou seja, valor mais baixo da libra em relação ao euro).** No caso do GBP/USD, poderá ser registado um valor mínimo à volta de 1.05 (valor alcançado na década de 80). Já que relativamente a este câmbio, o valor mínimo de 1.35 de Janeiro de 2009 já foi testado e quebrado (presentemente o mercado situa-se à volta de 1.25), o GBP/USD poderá vir para 1.05 (com o EUR/USD muito mais baixo do que se encontra agora).

▫ **Face aos indicadores económicos norte-americanos (com especial destaque para a impressionante performance do mercado de trabalho) existe cada vez mais a convicção de que até final do ano a Fed subirá as suas taxas de juro de referência.** E, por antecipação, há quem já aposte num movimento de apreciação do dólar. O EUR/USD, que tem evoluído em torno de 1.12, poderá facilmente se aproximar de 1.08.

▫ **O Banco do Japão (BoJ) pretende ter maior controlo sobre a evolução das taxas de juro ao longo da curva de rendimentos, através da recompra adicional de títulos nas carteiras dos bancos.** Para além do interesse em manter as taxas de juro em território negativo, o BoJ pretende guiar a taxa de inflação em direcção ao objectivo dos 2%, sendo necessário uma actuação complementar ao nível da política fiscal na ajuda à economia. Por outro lado, o banco central tem actuado de modo a não permitir que o USD/JPY se aprecie ainda mais e venha abaixo do nível psicológico dos 100 ienes por dólar. De facto, nas últimas semanas tem-se existido uma aparente estabilização e o USD/JPY encontra-se no patamar dos 103 ienes por dólar.

BoJ tenta segurar o USD/JPY acima dos 100 ienes; EUR/USD cristalizado à volta de 1.12

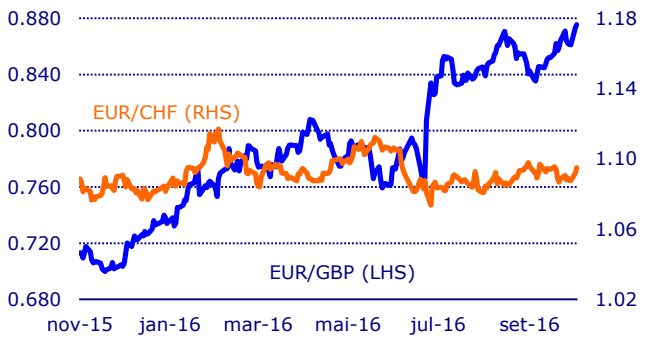
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

EUR/GBP em valores máximos dos últimos anos; EUR/CHF estabilizado pelo b. central da Suíça

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



Fonte: Reuters, BPI

EUR/USD e EURCHF em equilíbrio; JPY sobrevalorizado; GBP subavaliado

04.Out.16

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.1314	1.1161	-1.36%
EUR/JPY	133.86	114.50	-14.46%
EUR/GBP	0.7417	0.8754	18.03%
EUR/CHF	1.0938	1.0949	0.10%

Fonte: BPI.

Cotações a Prazo

04.Out.16

Moedas	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.1194	1.1243	1.1346
EUR/JPY	114.59	114.63	114.72
EUR/GBP	0.8769	0.8787	0.8828
EUR/CHF	1.0958	1.0925	1.0905

Fonte: BPI.

Agostinho Leal Alves

Mercados › **Mercado Monetário**

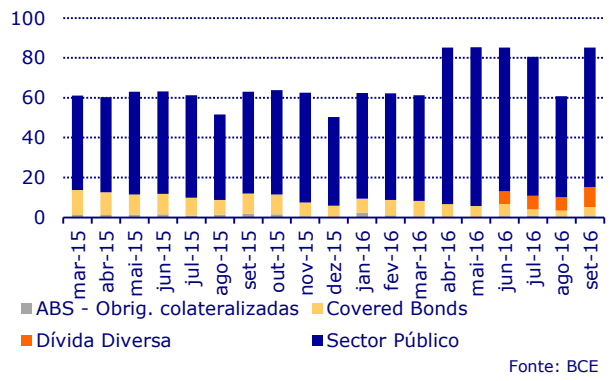
Ajuste das regras de compra de activos possível em Outubro

Em Setembro, a taxa de inflação na zona euro aumentou para 0.4%, o que poderá ser um factor de confiança adicional para o BCE do êxito do programa de compra de divida pública, reduzindo a pressão sobre a necessidade de alterar (expandir) o período de vigência do actual programa de compra de activos de longo prazo planeado para terminar em Março. Contudo, a possibilidade de extensão não se alterará, mantendo a actuação do BCE flexível. De certa forma, o comportamento da inflação vem em linha com o teor das declarações que se seguiram à última reunião de política monetária, que sugeriram que o BCE não estará na eminência de adoptar novas medidas. Relembra-se que nessa reunião Mario Draghi não fez nenhuma referência a que medidas adicionais estariam prestes a serem anunciadas, como já tinha feito anteriormente; e que a revisão do cenário macroeconómico foi bastante suave.

Todavia, foi sinalizado que estão a ser estudadas algumas alterações técnicas ao actual programa, sendo por isso muito provável que essas alterações venham a ser anunciadas na reunião de 20 de Outubro. Estas alterações deverão sobretudo visar o alargamento do leque de títulos de dívida pública disponíveis para aquisição pelo BCE, corrigindo factores que actualmente estão a limitar a sua capacidade de compra de activos. Em jogo poderá estar a alteração do limite máximo de compra de cada emissão, actualmente em 33% e/ou o abandono do limite de compra de dívida de cada estado-membro à percentagem de capital desse estado no BCE (*Key capital*). Também o facto das *yields* de vários títulos de dívida pública estarem em níveis inferiores a -0.4%, sugere a possibilidade de que este limite possa ser retirado dos requisitos actuais para que um título seja elegível.

Programa de compra de activos do BCE

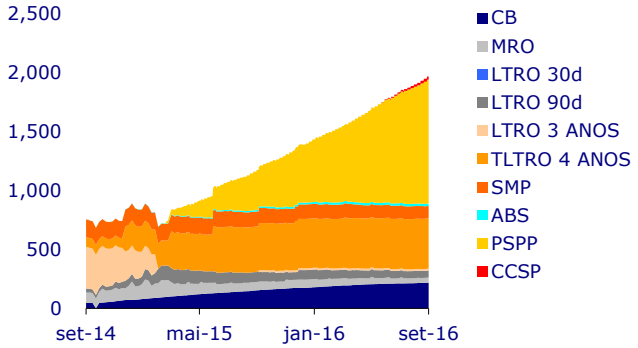
(mil milhões de euros)



Fonte: BCE

Balanço do BCE

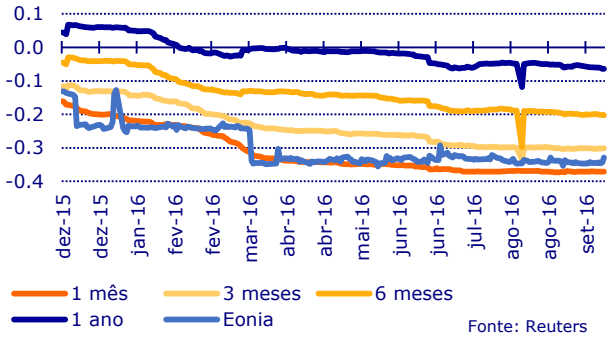
(mil milhões de euros)



Fonte: BCE, Bloomberg, calc. BPI

Taxas Euribor

(%)



Fonte: Reuters

Previsões do BCE para o crescimento e inflação

%

		PIB	Inflação
Setembro	2016	1.7	0.2
	2017	1.6	1.2
	2018	1.6	1.6
Junho	2016	1.6	0.2
	2017	1.7	1.3
	2018	1.7	1.6

Fonte: BCE.

Teresa Gil Pinheiro

› Mercado de Dívida Pública

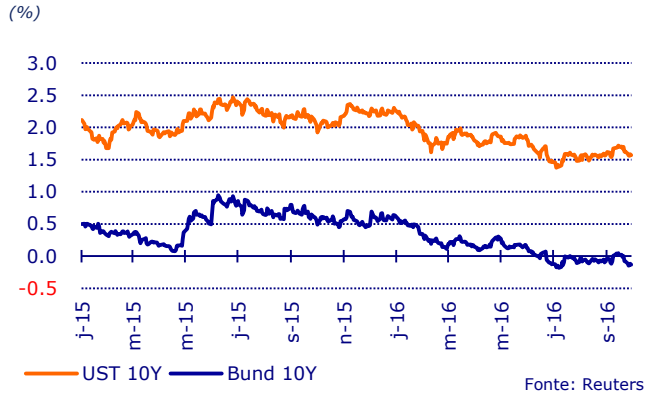
Preços continuam pressionados em alta

A perspectiva de que o crescimento global será frágil e que os riscos são negativos, de que a inflação permanecerá baixa e factores de incerteza de curto-prazo relacionados com o calendário eleitoral norte-americano e, na zona euro, com o referendo em Itália sobre a revisão constitucional, continuam a pressionar em baixa as taxas de rentabilidades dos principais títulos de taxa fixa. A isto acresce o suporte dado pelas políticas monetárias dos principais bancos centrais que continuam focadas na expansão dos próprios balanços; questões regulatórias ou necessidade de ter estes activos em carteira para serem utilizados como colateral também pressionam em alta os preços dos títulos de dívida pública. Ou seja, as perspectivas são de que os preços dos principais títulos de taxa fixa se mantenham altos e as respectivas *yields* baixas, ainda que a expectativa em relação às opções de política monetária pelo BCE possam induzir alguma volatilidade.

Mercados desenvolvidos: Em Setembro as *yields* do UST e do Bund a 10 anos continuaram a transaccionar em intervalos estreitos. Nos EUA, a *yield* do UST a 10 anos transaccionou num intervalo entre 1.54%-1.72%, um pouco acima do registado no mês anterior; e o *Bund* com o mesmo prazo transaccionou entre -0.15% e 0.05%, observando pressão ascendente no início de Outubro em reflexo de alguma expeculação em torno da possibilidade de paragem abrupta do programa de compra de activos do BCE, em Março.

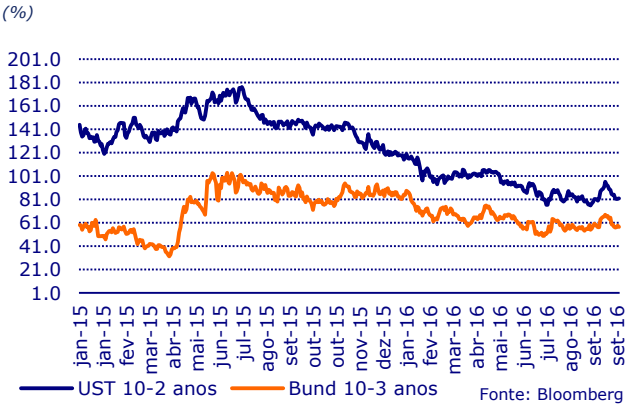
Mercados periféricos: Os prémios de risco apresentam comportamento díspares entre os vários países, sendo evidente o melhor comportamento das dívidas irlandesa e espanhola, reflectindo comportamentos mais positivos da actividade económica e percepção mais favorável do risco. Por seu turno a dívida italiana e portuguesa apresentam alargamento dos prémios de risco, reflectindo fragilidades e factores de incerteza nas duas economias. O movimento é consideravelmente mais marcado em Portugal, onde o prémio exigido nos dez anos se situa em torno dos 350 pontos base face ao *benchmark* da dívida da zona euro com o mesmo prazo. (para a dívida pública portuguesa ver tema em destaque "PORTUGAL – Factores de Pressão sobre os custos de Financiamento", nesta publicação).

Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais continuam em mínimos



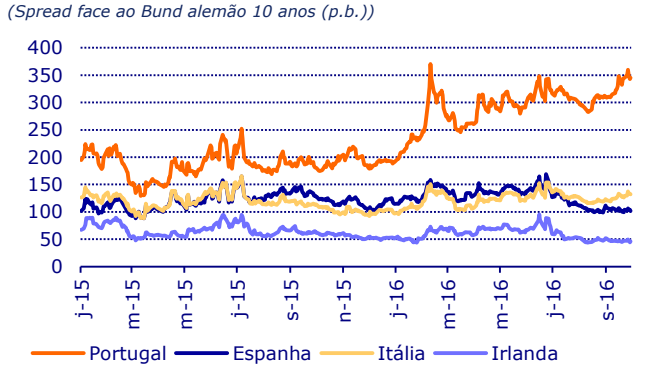
Fonte: Reuters

Curvas de rendimentos pouco inclinadas



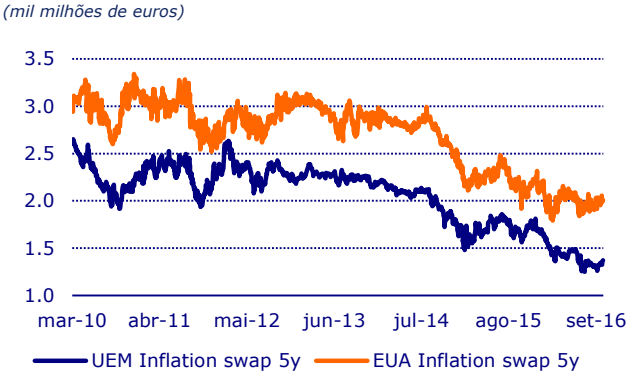
Fonte: Bloomberg

UEM: *Spreads* mercados periféricos reflectem percepção do risco país



Fonte: Reuters, calc. BPI

Expectativas inflacionistas melhoram mas continuam baixas



Fonte: Reuters, calc. BPI

Teresa Gil Pinheiro

Mercados › **Mercados Accionistas**

Desempenho das bolsas no 4T de 2016 restringido por factores específicos

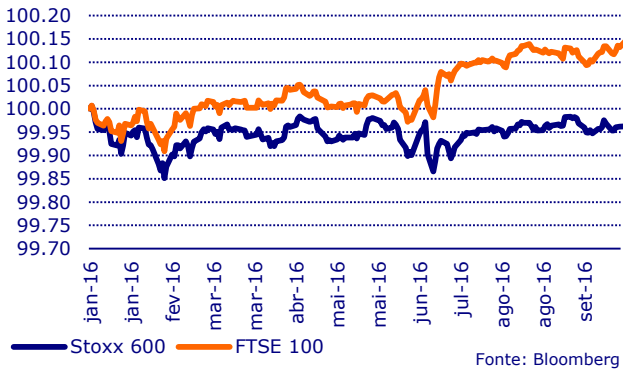
▫ **No Reino Unido, o mercado accionista, analisado pelo FTSE 100, tem superado o mercado europeu.** O FTSE 100 é um índice de maior presença global e, por essa via, tira partido das depreciações da libra esterlina. Considerando as perdas que a moeda tem registado, justifica-se o impulso que o índice accionista tem registado. Mais recentemente, o FTSE 100 tirou partido da queda da libra para mínimos de mais de 30 anos, após o anúncio da data de início prevista para as negociações do Brexit (Março de 2017).

▫ **Os mercados accionistas norte-americanos contrariaram o adágio "*sell in May and go away*".** Depois do mês de Junho ter sido marcado pelos efeitos imediatos do Brexit e pela especulação em torno de uma nova subida das taxas de juro nos EUA, Julho e Agosto beneficiaram de um período de maior calma e de recuperação das reacções iniciais excessivas face ao referendo britânico. Ainda assim, enquanto os mercados accionistas norte-americanos registaram ganhos entre o final de Maio e Setembro, os mercados europeus acabaram por sofrer perdas. O mês de Setembro ficou marcado pela decepção dos investidores quanto à não adopção de mais estímulos por parte do BCE, assim como pela especulação em torno da normalização da política monetária nos EUA.

▫ **O 4T costuma ser favorável para a *performance* no mercado accionista, mas este ano os últimos três meses do ano serão marcados pelo desenrolar de um conjunto de factores específicos que podem afectar as bolsas.** Destacamos as eleições nos EUA, a evolução do preço do petróleo e a *performance* das empresas do sector petrolífero, reuniões de política monetária (nomeadamente a expectativa de um novo aumento da taxa de juro nos EUA em Dezembro) ou novos desenvolvimentos no sector bancário europeu. Estes eventos deverão impedir que os índices americanos atinjam novos máximos históricos nos meses que se seguem; os índices europeus, por sua vez, deverão manter-se longe dos recentes máximos de 2015. **O PSI-20 também deverá oscilar em torno de um conjunto de factores,** dos quais se inclui a discussão do Orçamento de Estado para 2017 e a execução do orçamento de 2016, revisão do *rating* pela DBRS, divulgação de dados macroeconómicos e novos desenvolvimentos relativamente ao programa de compra de activos do BCE. Na ausência de eventos relevantes, o índice português deverá evoluir em linha com os pares europeus.

FTSE 100 ultrapassa o Stoxx 600, apesar da decisão favorável ao Brexit

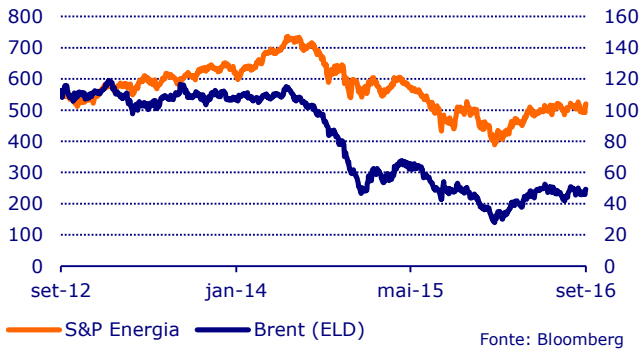
(base 100=Jan.2016)



Fonte: Bloomberg

Acções do sector petrolífero recuperaram, em linha com a evolução dos preços do petróleo

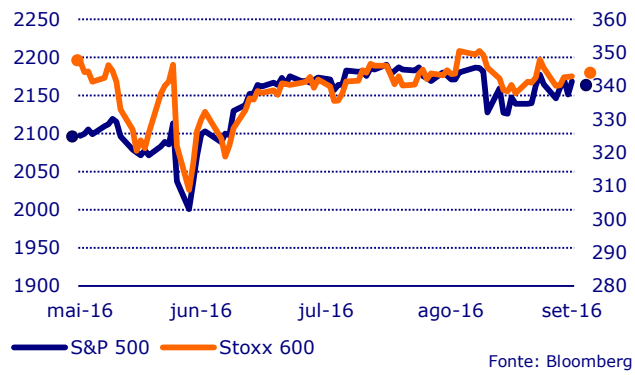
(pontos; USD)



Fonte: Bloomberg

Adágio "*sell in May and go away*" não se verificou nos índices norte-americanos

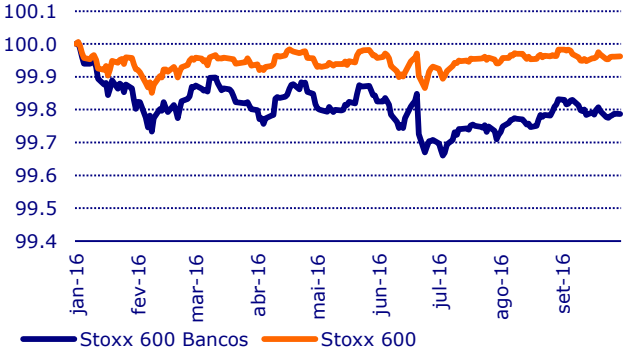
(índice; índice)



Fonte: Bloomberg

Sect. bancário europeu tem sido adversamente afectado com o cenário de baixas txs e outros desenv.

(base 100=Jan.2016)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI

Vânia Patrícia Duarte

Previsões

Economias Desenvolvidas

	Taxa de Inflação			Saldo orçamental/PIB			Dívida pública/PIB			Necessidades Financ/PIB			Desemprego			Crescimento PIB		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
E.U.A.	1.2	2.1	2.0	-3.7	-3.6	-4.1	100.3	100.3	108.0	-2.7	-2.4	-2.9	4.9	4.7	1.7	2.1	1.9	2.2
Japão	0.0	1.0	0.7	-4.8	-4.4	-5.0	239.4	241.7	253.0	3.4	3.5	2.7	3.3	3.1	0.5	0.6	0.5	0.4
UE	0.3	1.5	-	-2.1	-1.8	-	86.4	85.5	-	2.2	2.1	-	8.9	8.5	1.8	1.9	-	1.9
UEM	0.2	1.2	1.4	-1.9	-1.6	-1.5	91.3	89.5	88.7	3.3	3.1	2.8	10.2	9.8	1.6	1.3	1.6	1.5
Alemanha	0.4	1.5	1.8	0.3	0.2	0.3	67.9	64.4	64.1	8.5	8.0	7.6	5.0	5.1	1.6	1.3	1.6	1.5
França	0.3	1.1	1.3	-3.3	-2.8	-2.9	97.2	96.7	98.6	-0.4	-0.4	-0.4	10.0	9.8	1.4	1.2	1.6	1.4
Itália	0.1	1.0	1.2	-2.4	-2.0	-1.8	132.8	130.9	132.0	2.4	2.2	2.2	11.4	11.1	0.9	0.7	0.9	1.1
Espanha	-0.4	1.2	1.3	-3.9	-3.3	-2.7	100.0	100.0	98.9	1.4	1.2	1.6	19.9	18.6	2.8	2.0	1.9	2.2
Holanda	0.2	1.1	1.4	-1.6	-1.4	-1.2	65.1	64.3	63.6	9.2	8.7	8.4	6.6	6.4	1.6	1.5	1.7	1.8
Bélgica	1.6	1.7	1.7	-2.6	-2.2	-1.4	106.2	105.4	103.1	1.3	1.4	1.8	8.3	7.9	1.3	1.3	1.7	1.5
Áustria	1.1	1.8	1.9	-1.6	-1.3	-1.2	85.7	84.0	82.8	2.7	2.7	2.5	6.0	6.0	1.4	1.4	1.5	1.5
Finlândia	0.2	1.1	1.9	-2.4	-2.3	-1.8	64.5	66.8	64.7	-0.1	-0.1	0.2	9.4	9.3	0.7	1.0	1.4	1.0
Grécia	-0.1	0.7	1.7	-2.5	-2.1	-2.5	178.0	179.4	179.1	-0.2	0.1	0.7	24.4	23.6	-0.5	1.6	1.3	1.3
Irlanda	0.5	1.7	1.3	-1.1	-0.5	0.1	89.1	83.5	78.4	5.8	5.6	7.0	8.3	7.5	4.7	3.2	3.1	3.8
Reino Unido	0.7	2.1	3.1	-3.4	-3.3	-2.8	89.5	90.0	91.0	-5.4	-4.4	-3.8	5.1	5.2	1.7	1.0	1.7	1.9
Suécia	1.0	1.5	2.2	-0.7	-0.5	0.2	41.8	40.7	40.0	5.7	5.6	2.9	6.9	6.9	3.3	2.6	2.2	2.6
Dinamarca	0.5	1.4	1.1	-2.6	-2.1	-2.0	41.0	42.1	47.0	6.3	6.2	4.2	6.0	5.9	1.1	1.6	0.8	1.6
Luxemburgo	0.1	1.5	1.7	1.1	0.3	0.4	22.2	23.3	22.5	4.9	5.3	5.4	6.4	6.3	3.5	3.6	3.2	3.7
Suíça	-0.5	0.3	0.4	-0.1	-0.1	-0.1	39.9	38.9	42.0	10.0	9.5	8.1	3.8	3.7	1.3	1.4	1.6	1.4
Portugal	0.6	1.2	1.4	-2.8	-2.4	-1.9	127.6	125.8	123.8	1.4	1.4	1.5	11.8	11.3	1.2	1.3	1.6	1.5

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		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Brasil	8.7	5.6	4.6	-3.5	1.0	2.0	10.6	11.4	10.8	76.3	80.5	-	-9.1	-8.3	-	-1.1	-1.3	-1.3	41.4	41.5	-
México	2.8	3.3	3.5	2.3	2.6	2.9	4.2	4.0	-	54.9	54.9	-	-3.0	-2.8	-	-3.0	-2.9	-	45.2	45.7	-
Argentina	36.7	20.1	16.4	-1.0	3.1	3.0	8.1	7.7	-	60.7	60.9	-	-5.2	-4.9	-4.4	-2.5	-2.6	-2.7	37.1	35.9	-
Chile	4.0	3.2	-	1.7	2.3	-	6.9	7.1	-	19.8	22.5	-	-2.8	-2.7	-	-2.0	-2.2	-	65.2	65.5	-
R. Checa	0.7	1.8	2.2	2.4	2.7	2.9	5.6	5.2	5.5	40.8	39.8	38.9	-1.0	-1.0	-0.9	1.0	0.6	-0.4	71.2	71.2	71.7
Polónia	-0.6	1.5	1.8	3.4	3.3	3.5	9.1	8.4	7.8	51.9	52.9	53.2	-2.9	-3.0	-3.0	-0.7	-1.3	-1.5	69.7	67.4	67.4
Hungria	0.6	2.3	2.5	2.1	2.6	2.9	6.0	5.9	5.3	74.2	73.7	72.6	-2.1	-2.4	-2.4	4.4	3.6	2.6	103.4	96.3	86.4
Russia	7.3	5.6	5.0	-0.8	1.3	1.5	5.7	5.9	5.9	17.1	18.2	19.2	-3.7	-3.1	-2.4	3.5	3.5	2.9	39.1	34.9	34.2
China	2.0	2.0	2.6	6.5	6.3	6.3	4.2	4.3	4.2	38.6	39.1	39.3	-3.4	-3.5	-3.5	2.8	2.6	2.3	10.2	9.6	9.8

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*		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
EUA	1.9%	2.3%	2.5%	1.5%	2.0%	2.0%
Zona Euro	**1.6%**	**1.7%**	1.8%	0.3%	0.8%	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

	2016	2017	2018
Consumo privado	**1.8**	**1.6**	**1.8**
Consumo público	0.9	0.7	0.4
Formação Bruta de Capital	-0.5	2.6	3.3
Exportações	2.6	2.1	2.5
Importações	3.0	2.0	2.4
PIB	**1.1**	**1.6**	**1.8**
Défice Orçamental (PDE)	**2.7**	**2.4**	**2.4**
Taxa de inflação média	**0.7**	**1.2**	**1.5**
Taxa média de desemprego	**11.5**	**11.0**	**10.7**

Previsões

Taxas de Câmbio

06.Out.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.12	1.10	1.09	1.09	1.10
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.11	1.09	1.12	1.13
USD/JPY	102.91	103.50	103.00	103.00	107.50
USD/JPY (Prev. BPI)	-	102.00	104.00	104.00	110.00
EUR/JPY	115.20	113.00	113.00	112.00	119.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	113.22	113.36	116.48	124.30
EUR/GBP	0.88	0.86	0.86	0.86	0.84
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.88	0.90	0.95	0.95
EUR/CHF	1.10	1.09	1.09	1.08	1.10
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.09	1.08	1.09	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.Out.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	-0.30%	-0.32%	-0.31%	-0.30%	-0.26%	-117	-121	-131	-141	-166
EUR (Prev. BPI)	-	-0.30%	-0.30%	-0.30%	-0.26%	-	-120	-130	-145	-151
USD	0.86%	0.89%	1.00%	1.11%	1.40%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.90%	1.00%	1.15%	1.25%	-	-	-	-	-
JPY	-0.02%	-0.04%	-0.06%	-0.08%	-0.08%	-89	-93	-106	-119	-148
JPY (Prev. BPI)	-	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-	-92	-102	-117	-127
GBP	0.38%	0.25%	0.23%	0.23%	0.23%	-48	-64	-77	-88	-117
GBP (Prev. BPI)	-	0.25%	0.20%	0.20%	0.20%	-	-65	-80	-95	-105
CHF	-0.74%	-0.78%	-0.78%	-0.78%	-0.76%	-161	-167	-178	-189	-216
CHF (Prev. BPI)		-0.75%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-	-165	-175	-190	-200
Taxas de juro 10 A										
POR	3.40%	3.41%	3.41%	3.40%	3.70%	173	167	156	144	123
POR (Prev. BPI)	--	3.41%	3.41%	3.40%	3.70%	-	171	166	155	125
ALE	-0.05%	-0.05%	0.01%	0.11%	0.32%	-172	-179	-184	-185	-185
ALE (Prev. BPI)	-	-0.09%	0.01%	0.10%	0.40%	-	-179	-174	-175	-175
EUA	1.67%	1.74%	1.85%	1.96%	2.17%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	1.70%	1.75%	1.85%	2.15%	-	-	-	-	-
JAP	-0.02%	-0.09%	-0.10%	-0.08%	-0.05%	-169	-183	-195	-204	-222
JAP (Prev. BPI)	-	-0.02%	-0.10%	-0.08%	-0.05%	-	-172	-185	-193	-220
RU	0.78%	0.82%	0.92%	0.98%	1.10%	-89	-92	-93	-98	-107
RU (Prev. BPI)	-	0.80%	0.85%	1.00%	1.10%	-	-90	-90	-85	-105
SUI	-0.01%	-0.45%	-0.36%	-0.28%	-0.11%	-168	-219	-221	-224	-228
SUI (prev. BPI)	-	-0.01%	-0.01%	0.00%	0.05%	-	-171	-176	-185	-210

Fonte: BPI, várias instituições de research.
Nota: projecções do BPI em confronto com média de previsões de outras instituições financeiras.

Previsões

Taxas Directoras dos Principais Bancos Centrais

	Taxa de referência	Nível em 31-Dez-14	Nível actual 06-Out-16	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
Bancos Centrais G-7						
Reserva Federal dos EUA 1*	*Fed Funds Rate*	0%-0.25%	0.25%-0.50%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	02-nov-16	+25 p.b./ S/alt.
Banco Central Europeu 2*	*Minimum Bid Refi Rate*	0.05%	0.00%	10-Mar-16 (-5 pb)	20-out-16	S/alt.
Banco do Japão 3*	*Balance Rate*	0.10%	-0.10%	29-Jan-16 (-10 pb)	01-nov-16	-
Banco do Canadá	*O/N Lending Rate*	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	19-out-16	-
Banco de Inglaterra	*Repo Rate*	0.50%	0.25%	4-Ago-16 (-25 pb)	03-nov-16	S/alt./-25 p.b.
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	*Libor 3M do CHF*	0%-0.25%	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	15-dez-16	S/alt.
Riksbank (Suécia)	*Repo Rate*	0.00%	-0.50%	17-Fev-16 (-15 bp)	27-out-16	-
Norges Bank (Noruega)	*Key Policy Rate*	1.25%	0.50%	17-Mar-16 (+25 pb)	27-out-16	-
Banco Nacional da Dinamarca	*Lending Rate*	0.20%	0.05%	20-Jan-15 (-15 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	*Cash Rate*	2.50%	1.50%	2-Ago-16 (-25 pb)	01-nov-16	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	*Selic*	11.75%	14.25%	2-Set-15 (+50 bp)	19-out-16	-
BANXICO (México)	*O/N Interbank Funding Rate*	3.00%	4.75%	29-Set-16 (+50 pb)	17-nov-16	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	2.00%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	09-nov-16	-
NBH (Hungria)	*Repo Rate* - 2 semanas	2.10%	1.35%	21-Jul-15 (-15pb)	25-out-16	-
CNB (República Checa)	*Repo Rate* - 2 semanas	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	03-nov-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.Out.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de câmbio					
USD/BRL	4.03	4.11	3.60	3.35	3.47
USD/MXN	17.82	18.10	17.66	18.63	18.47
USD/ARS	13.70	14.50	14.50	15.28	17.50
EUR/CZK	27.03	27.00	27.00	27.00	26.50
EUR/PLN	4.36	4.40	4.35	4.36	4.25
EUR/HUF	318.37	312.00	314.00	314.00	311.00
USD/RUB	61.83	66.10	66.83	65.00	64.03
USD/CNY	6.58	6.60	6.55	6.70	6.83

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.Out.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%	13.65%	12.75%	11.90%	11.00%	1359	1349	1266	1171	1008
MXN	4.75%	4.60%	4.75%	4.90%	5.20%	259	349	351	346	338
ARS	12.75%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1209	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.29%	0.27%	0.26%	0.27%	0.35%	-37	-40	-55	-67	-99
PLN	1.62%	1.73%	1.74%	1.77%	1.93%	96	104	92	78	61
HUF	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	1.05%	69	24	1	-14	-42
RUB	12.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1134	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CNY	4.35%	4.20%	4.15%	4.15%	4.10%	369	354	331	321	273
Taxas de juro 10 A										
BRL	4.39%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	409	-	-	-	-
MXN	6.07%	6.24%	6.34%	6.40%	6.71%	218	-	-	-	-
ARS	7.37%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	581	-	-	-	-
CZK	0.35%	0.42%	0.51%	0.60%	0.92%	54	-	-	-	-
PLN	3.01%	2.92%	3.01%	3.12%	3.43%	303	-	-	-	-
HUF	2.80%	2.85%	2.91%	2.96%	2.98%	299	-	-	-	-
RUB	9.29%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	267	-	-	-	-
CNY	2.70%	2.77%	2.74%	2.77%	2.72%	302	-	-	-	-

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.

BASES DE DADOS

Indicadores Estruturais
Endividamento do Sector Privado

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Outubro e Novembro 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	Variação 2008 a 2014	Variação 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
Polônia	:	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 Outubro e Novembro de 2016*

Outubro		
FMI	4	Publicação do *World Economic Outlook*
Zona Euro	6	Publicação da acta da reunião do BCE de 7-8 de Setembro
Portugal	7	Publicação do boletim económico do Banco de Portugal
Zona Euro	8	Discurso de Draghi no encontro Banco Mundial/FMI em Washington
Zona Euro	10	Reunião dos ministros das finanças
EUA	14	Discurso de Janet Yellen no Jackson Hole Policy
Portugal	14	Apresentação do Orçamento de Estado 2017
Portugal	21	Publicação da classificação de risco pela DBRS

Novembro		
EUA	2	Decisão de política monetária do FOMC
Japão	6	Publicação das actas da reunião de política monetária de 20-21 de Setembro
EUA	8	Eleições Presidenciais
Zona Euro	7	Reunião dos ministros das finanças
Portugal	23	Publicação do relatório de estabilidade financeira
União Europeia		Previsões económicas de Outono

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 em Portugal

	2013	2014	2015			2016										
			Out..	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.
Contas Nacionais (Base 2010)																
PIB	-1.1%	0.9%	-	-	1.3%	-	-	0.9%	-	-	0.9%	-	-	-	-	-
Consumo privado	-1.3%	2.3%	-	-	2.3%	-	-	2.6%	-	-	1.7%	-	-	-	-	-
Consumo público	-2.0%	-0.5%	-	-	0.9%	-	-	0.9%	-	-	0.2%	-	-	-	-	-
Investimento	-5.1%	5.5%	-	-	4.4%	-	-	-1.2%	-	-	-3.0%	-	-	-	-	-
Exportações	7.0%	3.9%	-	-	2.8%	-	-	3.1%	-	-	1.5%	-	-	-	-	-
Importações	4.7%	7.2%	-	-	5.3%	-	-	4.6%	-	-	0.9%	-	-	-	-	-
Preços e salários																
Taxa de inflação média (%)	0.3	-0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	-	-	-
Taxa de inflação homóloga (%)	0.2	-0.36	0.63	0.64	0.40	0.78	0.40	0.45	0.48	0.33	0.55	0.61	0.72	-	-	-
Taxa de inflação harmonizada (%)	0.2	-0.3	0.7	0.6	0.3	0.7	0.2	0.5	0.5	0.4	0.7	0.7	0.8	-	-	-
Inflação de bens (taxa harmonizada)	0	-1.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.2	-0.5	-0.4	-0.2	-0.7	-0.1	0.1	0.3	-	-	-
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	0.4	1.1	1.7	1.7	0.9	1.3	1.1	1.7	1.5	1.8	1.8	1.6	1.4	-	-	-
Var. de salários sector priv. (taxa anualizada; %)	-0.1	1.0	0.8	0.5	-	1.4	-	1.4	1.5	3.3	0.8	2.1	-	-	-	-
Nível de actividade																
Indicador coincidente do BdP (tvh)	1.2	0.1	1.4	1.5	1.5	1.3	1.0	0.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.5	-	-	-
Índice de produção industrial (tvh)	4.8	-1.1	4.3	1.4	0.8	0.6	2	-0.3	3.1	-1.7	1.2	-1.5	1	-	-	-
Índice de confiança na indústria	-5.1	-2.8	-1.4	-1.6	-2.2	0.7	-0.3	-2.4	-2.1	-1.4	-0.3	-1.8	-3.2	-1.8	-	-
índice de confiança dos consumidores	-29.3	-15.8	-11.9	-14.4	-10.9	-9.7	-14.2	-12.5	-12.2	-12.1	-14.1	-13.5	-13.9	-12.6	-	-
Índice de confiança no sector da construção	-45.1	-39	-37.1	-35.7	-34.7	-33.4	-34.3	-33.1	-33.3	-32.7	-33.4	-32	-32	-29.6	-	-
Índice de confiança no comércio a retalho	-0.6	-0.2	-0.2	1.3	2.1	-1.4	-0.1	-0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.6	1	1.3	-	-
Vendas a retalho (tvh)	0.3	2.7	3.3	0.7	-0.6	0.2	4.1	1.5	2.3	0.5	3.9	4.2	2.9	-	-	-
Vendas de automóveis (tvh)	35.8	37.9	16.1	13.9	10.3	17.7	26	31.8	6.4	13.6	10.9	0.6	12.8	-	-	-
Vendas de cimento (tvh)	-21.1	-9.2	0.5	22.4	3.5	-15.8	1.7	-8.5	-8.7	-2.0	-2.1	-12.6	0.0	-	-	-
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	4.6	10.5	6.8	7.9	8.8	10.0	15.5	21.1	6.1	7.8	17.9	7.0	-	-	-	-
Taxa de desemprego (%)	15.3	13.5	-	-	12.2	-	-	12.4	-	-	10.8	-	-	-	-	-
Exterior																
Balança corrente (ytd; M.E.)	2626.5	110.3	1031.1	953.2	754.9	-368.6	-788.8	-392.4	-403.2	-1331.1	-1540.0	-522.3	-	-	-	-
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-9639.6	-10780.1	-8507.6	-9207.7	-10400.6	-669.9	-1358.3	-2420.6	-3150.2	-4092.1	-5005.0	-5562.4	-	-	-	-
Exportações mercadorias (tvh)	4.6	1.7	4.2	4.2	3.8	-2.5	-0.5	-1.6	-1.9	-1.7	-1.8	-1.9	-	-	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	2.0	4.0	4.3	4.7	4.3	-1.3	1.2	0.4	0.6	0.9	0.8	0.5	-	-	-	-
Importações mercadorias (tvh)	1.1	3.4	2.2	2.2	2.0	-1.3	2.0	1.2	-1.0	-1.6	-1.4	-2.2	-	-	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	2.0	6.0	7.1	6.9	6.8	5.4	6.5	5.3	3.9	4.5	4.3	3.2	-	-	-	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	5,587.8	3,127.9	2,975.0	3,467.0	3,257.0	-373.6	-797.1	-158.1	337.7	-1,003.8	-1,090.1	543.1	-	-	-	-
Invest. directo em Port. (M.E. - ytd)	8,676.6	9,837.2	361.4	-331.4	-1,206.5	523.8	1,250.2	2,311.2	2,236.2	2,788.0	4,317.2	4,617.8	-	-	-	-
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	5,125.7	7,194.9	301.4	523.2	719.6	131.3	478.8	758.9	1,058.9	1,149.6	1,438.1	1,658.6	-	-	-	-
Outro invest. em Portugal (M.E.- ytd) (3)	-14,517.7	1,121.0	-9,423.4	-10,220.5	-11,314.8	-1,472.1	2,688.8	10.5	894.4	1,540.7	3,709.1	4,851.1	-	-	-	-
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E - ytd) (3)	-10,614.5	4,575.1	-6,797.8	-8,914.6	-9,401.8	-1,981.7	-2,368.0	-1,766.7	-2,229.0	-2,495.3	-317.6	519.1	-	-	-	-
Finanças públicas																
Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)	6,156.0	13,305.0	5,898.0	5,500.0	8,537.0	-304.0	-250.0	353.0	1,276.0	125.0	2,692.0	5,163.0	-	-	-	-

Fontes: Dados compilados pelo BPI a partir de publicações do Banco de Portugal e INE.
Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2013 e 2014.
(1) tvh - taxa de variação homóloga
(2) Variação das remunerações declaradas à Segurança Social, excluindo as entidades empregadoras do sector bancário;
(3) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

	2012	2014	2015			2016										
			Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.
Matérias Primas																
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	110.82	55.76	47.62	42.82	35.75	33.20	35.94	38.72	46.36	48.31	48.42	41.01	46.18	47.71	-	-
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-11.2	-4.9	-16.9	-20.9	-18.2	-13.9	-12.9	-8.5	-4.2	-3.9	-4.5	-1.1	6.0	6.9	-	-
Custos laborais																
EUA	-1.6	2.7	-	-	2.7	-	-	2.4	-	-	2.6	-	-	-	-	-
Zona Euro	1.3	1.2	-	-	1.6	-	-	1.6	-	-	1.0	-	-	-	-	-
Japão	0.2	0.9	0.7	0.0	0.0	0.0	0.7	1.5	0.0	-0.1	-4.5	1.2	-	-	-	-
Taxas de juro de curto prazo																
EUA	0.25	0.26	0.33	0.42	0.61	0.61	0.63	0.63	0.64	0.69	0.65	0.76	0.84	0.85	-	-
Zona Euro	0.27	0.06	-0.07	-0.12	-0.13	-0.18	-0.22	-0.25	-0.27	-0.28	-0.29	-0.30	-0.32	-0.32	-	-
Japão	0.15	0.11	0.08	0.07	0.08	0.05	-0.01	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.03	-0.03	-	-
Taxas de juro de longo prazo																
EUA	3.03	2.17	2.14	2.21	2.27	1.92	1.73	1.77	1.83	1.85	1.47	1.45	1.58	1.59	-	-
Alemanha	1.93	0.54	0.52	0.47	0.63	0.33	0.11	0.15	0.27	0.14	-0.13	-0.12	-0.07	-0.12	-	-
Japão	0.74	0.33	0.31	0.31	0.27	0.10	-0.06	-0.03	-0.08	-0.11	-0.22	-0.19	-0.06	-0.09	-	-
Taxas de câmbio efectivas																
EUA (+ valorização;-depreciação)	2.8	8.4	12.6	12.4	10.9	11.0	8.6	4.5	3.9	5.8	5.2	4.1	1.2	1.1	-	-
Zona Euro	4.8	-5.2	-6.4	-8.9	-5.6	1.1	1.2	5.6	3.5	3.7	3.0	3.9	1.4	1.3	-	-
Japão	-17.5	-7.9	-2.1	4.1	6.9	5.7	10.9	9.2	10.6	16.5	24.2	21.1	19.6	18.8	-	-
Preços no produtor																
EUA	1.4	-0.6	-4.0	-3.3	-2.7	-1.2	-2.0	-2.3	-1.5	-2.3	-2	-2.2	-2.1	-	-	-
Zona Euro	-0.7	-2.7	-3.2	-3.2	-3.0	-3.0	-4.1	-4.1	-4.4	-3.8	-3.1	-2.6	-2.1	-	-	-
Japão	2.5	1.8	-3.8	-3.7	-3.5	-3.2	-3.4	-3.8	-4.2	-4.3	-4.2	-3.9	-3.6	-	-	-
Preços no consumidor																
EUA	1.5	0.8	0.2	0.5	0.7	1.4	1.0	0.9	1.1	1	1	0.8	1.1	-	-	-
Zona Euro	0.8	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	-0.2	0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	-	-
Japão	1.6	2.4	0.3	0.3	0.2	-0.1	0.2	0	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-	-	-
Massa monetária																
EUA (M2)	5.4	5.9	5.6	6.0	5.7	6.2	5.8	6.2	6.4	6.8	7	7.1	7.5	-	-	-
Zona Euro (M3)	1.0	3.8	5.0	4.8	4.5	5.1	5.0	5.1	4.6	4.9	5	4.9	5.1	-	-	-
Japão (M2)	4.2	3.6	3.7	3.3	3.1	3.2	3.2	3.2	3.4	3.4	3.5	3.4	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

	2013	2014	2015			2016										
			Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.
Crescimento do Produto																
EUA (anualizado)	4.0	2.3	-	-	0.9	-	-	0.8	-	-	1.4	-	-	-	-	-
Zona Euro (q/q)	0.2	0.4	-	-	0.4	-	-	0.5	-	-	0.3	-	-	-	-	-
Japão (q/q)	0.0	0.6	-	-	-0.4	-	-	0.5	-	-	0.2	-	-	-	-	-
Desemprego																
EUA	6.7	5.6	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0	4.7	4.9	4.9	4.9	-	-	-
Zona Euro	11.9	11.3	10.6	10.5	10.4	10.4	10.3	10.2	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	-	-	-
Japão	3.7	3.4	3.2	3.3	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0	3.1	-	-	-
Confiança das Empresas																
EUA - Índice de confiança PME	94	100	96	95	95	94	93	93	94	94	95	95	94	-	-	-
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-3	-5	-2	-3	-2	-3	-4	-4	-4	-4	-3	-3	-4	-2	-	-
Japão - Índice Tankan (global)	17	15	-	-	18	-	-	17	-	-	17	-	-	16	-	-
Confiança dos Consumidores																
EUA - Índice da Universidade de Michigan	82.5	93.6	90	91.3	92.6	92.0	91.7	91.0	89.0	94.7	93.5	90.0	89.8	91.2	-	-
Índice do Conference Board	77.54	93.06	99.1	92.6	96.3	97.8	94.0	96.1	94.7	92.4	97.4	96.7	101.8	104.1	-	-
Zona Euro - Índice do Eurostat	-14	-11	-8	-6	-6	-6	-9	-10	-9	-7	-7	-8	-9	-8	-	-
Japão - Índice do ESRI	40.6	38.3	41.1	41.8	41.8	42.1	39.7	41.6	40.7	41.5	42.5	41.6	42.6	43.0	-	-
Indicador Avançado da OCDE																
EUA	107.4	109.8	110.4	110.5	110.6	110.7	110.8	111.0	111.2	111.4	111.5	-	-	-	-	-
Zona Euro	101.8	102.5	103.7	103.8	103.9	103.9	104.0	104.0	104.0	104.1	104.1	-	-	-	-	-
Japão	103.6	102.9	103.4	103.3	103.3	103.3	103.3	103.3	103.3	103.3	103.4	-	-	-	-	-
Indicador da Actividade Industrial																
EUA - ISM manufacturas	55.9	54.9	49.4	48.4	48.0	48.2	49.5	51.8	50.8	51.3	53.2	52.6	49.4	51.5	-	-
PMI manufacturas	52.7	50.6	52.3	52.8	53.2	52.3	51.2	51.6	51.7	51.5	52.8	52.0	51.7	52.6	-	-
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	102.9	101.9	103.0	102.2	101.6	102.8	101.9	102.3	103.2	101.9	102.9	103.2	-	-	-	-
Produção Industrial (t.v.h.)																
EUA	1.9	3.5	-0.5	-2.1	-2.3	-1.4	-1.4	-2.0	-1.3	-1.2	-0.6	-0.6	-1.1	-	-	-
Zona Euro	1.6	1.0	2.8	2.4	0.8	3.6	1.0	-0.3	1.8	0.4	0.8	-0.6	-	-	-	-
Japão	7.2	-0.1	-1.6	1.4	-2.1	-4.2	-1.2	0.2	-3.3	-0.4	-1.5	-4.2	4.6	-	-	-
Vendas a Retalho (t.v.h.)																
EUA	3.3	3.6	1.6	1.6	2.8	2.8	3.6	1.7	3.0	2.2	2.8	2.4	1.9	-	-	-
Zona Euro	0.2	3.2	2.6	2.1	2.6	2.2	2.5	1.7	1.5	1.7	1.6	2.4	-	-	-	-
Japão	2.8	-1.4	-0.7	-1.8	-3.1	-4.3	-2.7	-5.1	-4.0	-5.2	-5.5	-5.3	-3.1	-	-	-
Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)																
EUA	-702.2	-752.2	-637.0	-699.5	-762.6	-63.7	-129.0	-186.3	-244.9	-307.4	-373.0	-433.4	-	-	-	-
Zona Euro	152.4	182.0	239.7	243.8	246.0	244.4	243.8	253.6	260.1	266.4	271.2	265.3	-	-	-	-
Japão	-11,645	-12,875	-2,978	-2,894	-2,850	112	282	561	985	1,285	1,631	1,971	2,379	-	-	-

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 2012 e 2013.

Cotações no Mercado Spot

Data	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
01-set-16	1.1146	115.59	0.8405	1.0978	103.71
02-set-16	1.1193	115.83	0.8426	1.0959	103.48
05-set-16	1.1156	115.24	0.8364	1.0925	103.30
06-set-16	1.1159	115.39	0.8354	1.0923	103.41
07-set-16	1.1237	114.23	0.8397	1.0891	101.66
08-set-16	1.1296	114.80	0.8456	1.0917	101.63
09-set-16	1.1268	115.85	0.8456	1.0969	102.81
12-set-16	1.1226	114.38	0.8448	1.0935	101.89
13-set-16	1.1247	114.98	0.8476	1.0925	102.23
14-set-16	1.1218	115.37	0.8508	1.0945	102.84
15-set-16	1.1254	114.98	0.8520	1.0941	102.17
16-set-16	1.1226	114.35	0.8520	1.0941	101.86
19-set-16	1.1165	113.65	0.8550	1.0955	101.79
20-set-16	1.1184	113.93	0.8621	1.0943	101.87
21-set-16	1.1150	112.49	0.8569	1.0883	100.89
22-set-16	1.1238	113.19	0.8593	1.0867	100.72
23-set-16	1.1214	113.02	0.8644	1.0887	100.78
26-set-16	1.1262	113.11	0.8709	1.0905	100.44
27-set-16	1.1220	112.52	0.8641	1.0880	100.29
28-set-16	1.1225	112.93	0.8621	1.0891	100.61
29-set-16	1.1221	113.88	0.8614	1.0876	101.49
30-set-16	1.1161	113.09	0.8610	1.0876	101.33
Var. Mês %	0.13	-2.16	2.44	-0.93	-2.29
Var. em 2016 %	2.41	-12.86	16.65	-0.14	-14.91
Média mensal	1.1212	114.22	0.8523	1.0919	101.87

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

04.Out.16

	O/N	1 Mês	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	-0.40%	-0.37%	-0.32%	-0.21%	-0.08%
USD	0.42%	0.52%	0.85%	1.23%	1.54%
JPY	-0.03%	-0.08%	-0.03%	0.00%	0.10%
GBP	0.23%	0.27%	0.38%	0.52%	0.74%
CHF	-0.79%	-0.80%	-0.73%	-0.65%	-0.48%

Fonte:BPI, Reuters
Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2013	2014	2016										
			Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo														
Saldo em final do mês (10^6 euros)	270,360	264,641	264,431	261,899	263,147	263,611	266,064	267,414	268,740	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10^6 euros)	-118	2,840	764	-791	1,393	1,956	1,824	1,772	71	-	-	-	-	-
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas														
Emissões brutas OT's (10^6 euros)[1]	0	0	3,966	0	2,504	1,466	1,324	1,124	2,333	0	-	-	-	-
Emissões brutas BT's (10^6 euros)[1]	1,115	998	1,936	999	1,864	1,100	1,991	999	2,354	1,567	-	-	-	-
Emissões líquidas (10^6 euros)[2]	584	22	143	0	214	190	0	0	0	-	-	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10^6 euros)														
Saldo em final do mês (10^6 euros)	34,151	33,523	33,289	33,199	33,609	33,291	33,937	33,667	33,653	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10^6 euros)[3]	279	1,170	-196	-102	431	-311	634	-268	-32	-	-	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10^6 euros)														
Saldo em final do mês (10^6 euros)	58,995	51,768	51,559	51,638	50,787	50,614	50,753	50,492	49,679	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10^6 euros)[3]	547	-235	-453	226	-590	-238	192	-223	-237	-	-	-	-	-
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10^6 euros)	109,957	119,879	122,377	121,560	123,196	125,746	127,121	129,047	129,548	132,103	-	-	-	-
BT's	16,242	15,023	13,596	14,445	13,755	14,855	14,165	15,054	14,523	16,090	-	-	-	-
OT's	92,400	103,865	107,790	104,357	106,738	108,188	109,555	110,593	111,679	111,466	-	-	-	-
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	-	-	-	-
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	1,264	940	940	2,707	2,652	2,652	3,350	3,349	3,295	4,496	-	-	-	-
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10^6 euros)	8,289	5,745	5,809	4,646	4,386	4,348	5,438	5,952	5,870	6,800	-	-	-	-
Valor de Obrig. na posse de não residentes[4]	76,829	78,106	-	-	74,393	-	-	72,475	-	-	-	-	-	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.8	0.8	-	-	0.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Transac. de Obrig. do Tesouro no MEDIP.[5] (média diária) (10^6 euros)	126	141	197	212	59	60	114	116	109	-	-	-	-	-

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVLP,IGCP.
Notas: 1. Inclui apenas emissões em mercado interno de Títulos de Dívida Transaccionáveis - BT's, OT's e OTRV's
2. Inclui emissões no mercado interno e externo pela Administração Central; inclui certificados de aforro.
3. Inclui emissões no mercado interno e externo; inclui títulos de participação.
4. Inclui apenas Dívida Pública emitida no mercado interno e o valor encontra-se expresso em milhões de euros.
5. MEDIP: Mercado Especial de Dívida Pública, a funcionar desde 24.07.00 (inclui EuroMTS)

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

06.Out.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	4,088	0	0	4.200%	100.06	0.02	1.889%
OTs 10 Anos 07	2017-10-16	6,786	1	0	4.350%	104.49	0.99	-0.011%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	8,180	1	8	4.450%	106.81	1.64	0.404%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,139	2	8	4.750%	109.95	2.54	0.983%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	3	8	4.800%	111.20	3.39	1.647%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	11,839	4	6	3.850%	108.24	4.11	1.929%
OTs 7 Anos 15	2022-10-17	4,581	6	0	2.200%	98.49	5.45	2.472%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	8,558	7	0	4.950%	113.12	5.78	2.869%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	7	4	5.650%	116.56	5.95	3.097%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	11,893	9	0	2.875%	95.99	7.63	2.920%
Ots 10 anos 16	2026-01-21	7,332	9	3	2.875%	95.99	7.89	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,915	13	4	3.875%	100.37	10.04	3.838%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	8,604	20	6	4.100%	100.15	13.45	4.088%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	3,000	28	4	4.100%	96.93	16.13	4.131%

Fonte:BPI.
Nota: O YTM é uma taxa anual.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções

	05.10.2016	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	3,026.3	-1.4	4.0	-7.4	13.2	2016-02-11	-14.1	2015-11-30	-6.0	14.6
DJ EURO STOXX	326.9	-1.2	4.6	-5.3	15.0	2016-02-11	-10.9	2015-12-01	-3.1	15.2
DJ EUROPE STOXX 50	2,860.0	-1.7	4.2	-7.9	11.7	2016-02-11	-13.6	2015-12-03	-7.5	15.9
DJ EUROPE STOXX	344.2	-1.7	3.9	-6.1	13.6	2016-02-11	-11.3	2015-12-03	-4.7	16.2
MSCI EUROPE	1,412.1	0.2	7.5	-0.0	17.5	2016-02-11	-3.9	2015-11-30	0.9	n.a.
BBG US INTERNET	128.1	2.8	19.0	13.0	44.9	2016-02-08	-0.2	2016-10-05	25.8	28.4
FTSE 100	7,033.3	3.1	14.2	12.8	28.0	2016-02-11	-1.2	2016-10-04	11.3	17.5
DAX	10,585.8	-1.1	9.9	-1.6	21.5	2016-02-11	-7.5	2015-11-30	6.8	13.6
CAC 40	4,490.0	-0.9	4.8	-3.2	15.3	2016-02-11	-10.4	2015-11-06	-3.7	14.7
PSI-20	4,575.2	-3.9	-6.0	-14.2	9.1	2016-06-24	-19.0	2015-11-04	-16.6	15.2
IBEX 35	8,778.3	-1.2	4.7	-7.9	16.0	2016-06-27	-17.3	2015-11-04	-13.0	15.5
DOW JONES INDUST.	18,281.0	-1.4	3.2	4.9	18.3	2016-01-20	-2.1	2016-08-15	8.9	17.0
S&P 500	2,159.7	-1.2	4.5	5.7	19.3	2016-02-11	-1.6	2016-08-15	9.1	18.3
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5,316.0	0.8	8.0	6.2	26.3	2016-02-11	-0.5	2016-09-22	12.0	22.3
S&P UTILITIES	504.0	-0.6	5.4	8.7	23.2	2016-01-20	-1.7	2016-07-20	12.3	17.5
S&P FINANCIALS INDEX	325.3	-1.4	7.7	1.1	23.8	2016-02-11	-2.9	2015-11-06	4.7	13.4
NIKKEI 225	16,899.1	-1.1	7.5	-11.2	13.7	2016-06-24	-15.6	2015-12-01	-7.1	16.8
BOVESPA	60,254.3	0.2	25.3	39.0	62.6	2016-01-20	-0.4	2016-10-05	26.2	15.5
MSCI WORLD	1,309.2	-0.7	5.9	2.5	17.2	2016-02-11	-0.7	2015-12-01	4.9	n.a.
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.)

	05.10.2016	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	291.8	-5.1	-8.2	-17.4	3.7	2016-06-27	-23.3	2015-12-01	-15.1	17.8
DJ EUROPE BANK	143.2	-0.5	4.9	-20.9	24.2	2016-07-06	-27.3	2015-10-23	-25.1	12.2
DJ EUROPE TECHNLGY	367.9	1.4	11.1	3.1	24.2	2016-02-11	-1.7	2015-12-03	14.2	21.5
DJ EUROPE INDUSTRIAL	445.4	-1.7	8.3	3.9	23.5	2016-02-11	-3.3	2015-12-01	6.7	17.4
DJ EUROPE INSURANCE	237.5	0.2	-0.6	-16.7	16.8	2016-07-06	-20.5	2015-12-03	-10.2	10.5
DJ EUROPE MEDIA	275.7	-4.0	-5.4	-10.2	9.9	2016-06-27	-14.6	2015-12-02	-10.1	17.7
DJ EUROPE FINANCIAL	404.1	-0.5	2.8	-10.0	17.6	2016-06-27	-14.4	2015-12-02	-6.9	15.2
DJ EUROPE OIL&GAS	289.9	0.9	16.0	10.7	30.5	2016-01-21	-4.0	2015-11-04	2.7	21.4
DJ EUROPE UTILITY	279.8	-5.8	-1.0	-8.4	4.7	2016-02-11	-12.7	2015-11-04	-6.9	14.5
DJ EUROPE AUTO	497.1	0.8	6.3	-12.1	23.2	2016-07-06	-17.3	2015-12-01	2.5	8.6
DJ EUROPE CONSTRUCT	410.8	-0.8	8.7	5.6	25.9	2016-02-09	-1.5	2016-09-07	9.8	19.1
DJ EUROPE HEALTHCARE	722.2	-2.2	1.2	-9.5	9.8	2016-02-09	-12.3	2015-12-03	-6.4	17.3
DJ EUROPE PR & HO GOODS	765.5	-3.3	2.8	0.9	12.2	2016-02-11	-5.5	2015-12-03	n.a.	19.6
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	223.2	-4.9	-6.6	-16.4	8.6	2016-06-27	-18.2	2015-12-03	n.a.	14.3
DJ EUROPE BAS.RESR	333.5	6.1	32.2	35.8	73.9	2016-01-20	-2.5	2016-10-04	15.6	19.2
DJ EUROPE FOOD&BEV	640.4	-2.4	3.2	-0.7	9.1	2016-02-11	-6.1	2015-12-03	5.3	22.6
DJ EUROPE CHEMICAL	812.9	-0.7	7.0	-1.6	18.1	2016-02-11	-9.4	2015-11-26	n.a.	17.1
DJ EUROPE RETAIL	308.9	-2.5	-2.4	-8.9	12.3	2016-06-27	-16.8	2015-11-05	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	119.1	-1.1	4.5	-5.2	20.1	2016-02-11	-11.8	2015-10-23	-5.1	8.2
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	800.9	1.1	8.3	11.0	27.7	2016-02-08	-0.5	2016-09-22	16.5	17.8
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	636.1	-0.9	1.5	2.4	18.6	2016-02-08	-2.7	2016-08-15	4.9	18.7
S&P CONSUMER STAPLES	537.4	-4.3	-2.3	3.7	10.6	2016-01-20	-6.5	2016-07-14	8.2	20.7
S&P ENERGY	521.8	1.1	13.5	16.4	38.7	2016-01-20	-1.7	2015-11-03	5.7	n.a.
S&P HEALTH CARE	834.0	-0.9	2.6	0.1	15.0	2016-02-08	-5.1	2016-08-01	7.9	16.2
S&P MATERIALS	297.4	-3.2	5.7	8.7	29.8	2016-01-20	-4.1	2016-08-23	10.2	18.1
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	164.9	-5.6	-3.3	10.0	15.9	2015-10-08	-11.1	2016-07-05	14.7	13.6

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

		Preços						Variação				
	Peso	**06.Out.16**	**1 mês**	**3 meses**	**6 meses**	**12 meses**	**31.dez.15**	**1 mês**	**3 meses**	**6 meses**	**12 meses**	**ytd**
CRB Futuros												
Índice Global	100%	188.6	181.8	190.8	168.2	200.7	176.7	3.7%	-1.2%	12.1%	-6.0%	6.7%
CRB Energia												
Petróleo		50.2	47.9	47.9	47.9	48.5	47.9	4.9%	4.9%	4.9%	3.5%	4.9%
Heating oil		158.5	150.4	150.4	150.4	161.2	150.4	5.4%	5.4%	5.4%	-1.6%	5.4%
Gas natural		3.1	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	35.4%	35.4%	35.4%	24.0%	35.4%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1259.1	1350.4	1367.1	1222.5	1146.8	1060.2	-6.8%	-7.9%	3.0%	9.8%	18.8%
Platina		970.8	1102.7	1086.9	942.9	933.0	891.7	-12.0%	-10.7%	3.0%	4.1%	8.9%
Prata		17.6	20.0	20.2	15.1	16.0	13.8	-12.3%	-12.8%	16.7%	10.0%	27.3%
CRB Agrícola												
Milho		346.8	379.0	379.0	379.0	398.3	379.0	-8.5%	-8.5%	-8.5%	-12.9%	-8.5%
Sementes de soja		953.0	910.5	910.5	910.5	888.0	910.5	4.7%	4.7%	4.7%	7.3%	4.7%
Trigo		407.5	519.0	519.0	519.0	526.3	519.0	-21.5%	-21.5%	-21.5%	-22.6%	-21.5%
CRB Alimentares												
Cacau		2800.0	3366.0	3366.0	3366.0	3092.0	3366.0	-16.8%	-16.8%	-16.8%	-9.4%	-16.8%
Café		147.9	114.3	114.3	114.3	128.1	114.3	29.4%	29.4%	29.4%	15.4%	29.4%
Sumo de laranja		202.0	106.8	106.8	106.8	106.8	106.8	89.1%	89.1%	89.1%	89.1%	89.1%
Açúcar		23.2	14.8	14.8	14.8	13.6	14.8	56.8%	56.8%	56.8%	70.1%	56.8%
CRB Industriais												
Cobre		215.3	233.1	233.1	233.1	235.5	233.1	-7.6%	-7.6%	-7.6%	-8.6%	-7.6%
Algodão		68.0	61.6	61.6	61.6	61.1	61.6	10.4%	10.4%	10.4%	11.3%	10.4%
CRB Gado												
Bovino		102.9	100.0	112.8	132.1	125.1	135.8	2.8%	-8.8%	-22.1%	-17.8%	-24.3%
Suíno		48.2	58.9	81.6	67.5	73.6	59.8	-18.2%	-40.9%	-28.6%	-34.5%	-19.4%

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