

Itália – ambiente económico, financeiro e político

Dezembro 2016

Vânia Duarte

21 310 11 84

vania.patricia.duarte@bancobpi.pt

A economia italiana tem registado um fraco crescimento económico ao longo dos últimos anos, revelando um conjunto de fragilidades estruturais impeditivas a uma expansão mais substancial. A estrutura produtiva composta por uma grande quantidade de micro e pequenas empresas, a fraca capacidade de alocar os recursos em sectores e/ou empresas mais produtivas, a insuficiente inovação na actividade das empresas, a par de uma elevada carga fiscal e elevados níveis de evasão fiscal são os principais factores apontados e que distanciam Itália dos seus principais pares europeus. Para além das questões económicas, também o ambiente político tem sido marcado por grande instabilidade, dado o sistema bicameralista perfeito que caracteriza o sistema político no país. Numa tentativa de reformular este sistema e de tornar o processo legislativo mais célere, o actual Primeiro-Ministro Renzi propôs um referendo, votado no passado dia 4 de Dezembro, e do qual resultou a rejeição por parte dos italianos a esta reforma constitucional. É esperado um ambiente de incerteza em Itália, em linha com a instabilidade política esperada perante os vários cenários que agora se colocam.

O que se pretende expor neste artigo é uma caracterização do ambiente económico, financeiro e político em Itália, fazendo referência aos principais desafios que o país tem vivido nos últimos anos e o que é esperado para os anos que se seguem. A dimensão da economia italiana no seio da União Económica e Monetária (UEM) e algumas semelhanças com a economia portuguesa, sobretudo no que concerne às fragilidades identificadas, justificam também a atenção que devotamos ao tema.

1. Referendo italiano: o que está em causa

O sistema político em Itália é composto por um sistema bicameralista, constituído por um Senado e um Parlamento. O Senado é composto por 315 membros eleitos para um período de 5 anos, e 5 senadores vitalícios, apontados pelo Presidente da República. Por outro lado, o Parlamento é composto por 630 lugares, por um período também de 5 anos. As últimas eleições foram em Fevereiro de 2013 para os dois órgãos: no Senado, a coligação de centro-esquerda colocou 123 senadores (dos quais 111 respeitantes ao Partido Democrático), a coligação centro-direita colocou 117, do Movimento 5 Estrelas foram colocados 54 senadores, e a coligação centrista colocou 19; no caso do Parlamento, a coligação centro-esquerda elegeu 345 deputados (dos quais 301 pertencentes ao PD), a centro-direita colocou 125 membros (dos quais 50 respeitantes ao Forza Italia), o M5E colocou 91 lugares e a coligação centrista colocou 47 elementos. Assim, neste momento, o actual Governo é apoiado pelo PD (Partito Democratico), AP (Area Popolare), CI (Civici e Innovatori), SC (Scelta Civica per L'Italia), Demo.S (Democrazia Solidale), CD (Centro Democratico) e pelo Gruppo Misto.

Estes dois órgãos têm poderes iguais e, ainda que o sistema bicameralista tenha sido criado no sentido de prevenir um novo regime ditatorial, ele torna o processo legislativo complexo e demorado. De facto, os dois órgãos têm de aprovar a nova legislação e qualquer uma das subsequentes alterações terá de ser enviada para o outro órgão para ser aprovada. Ao mesmo tempo, o Governo deverá ter a confiança dos dois órgãos, o que contribui para as constantes alterações políticas no país. De facto, desde 1945, Itália teve 63 governos e o tempo médio em que está no poder ronda os 18 meses; o país teve ainda 15 Primeiros-Ministros nos últimos 30 anos, enquanto Espanha teve apenas 4. Neste sentido, foram apresentadas duas medidas: a reforma constitucional denominada "Italicum", e as medidas incluídas no referendo do início de Dezembro.

No sentido de conferir maior estabilidade ao sistema político, o referendo pretendia eliminar o sistema bicameralista. Deste modo, a reforma constitucional incluía a redução de poderes do Senado, nomeadamente a

Constituição do Senado Italiano

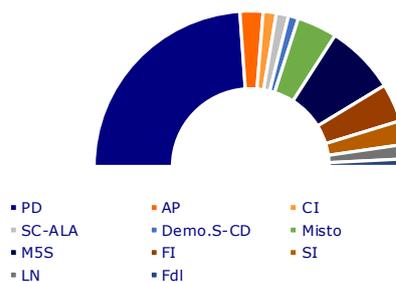
(número de lugares)



Fonte: CIA

Constituição do Parlamento Italiano

(número de lugares)



Fonte: Camera dei Deputati

capacidade legislativa e o direito a votar moções de confiança ao Governo. Ao mesmo tempo, o objectivo passava também pela diminuição do número de assentos no Senado, passando de 315 para 100, dos quais 74 conselheiros regionais, 21 presidentes de câmara e 5 senadores que seriam nomeados pelo Presidente da República. A opção por fazer este referendo partiu do Governo de Renzi, e acabou por se transformar numa espécie de voto de confiança ao actual Primeiro-Ministro. De facto, Renzi declarou que se o referendo fosse rejeitado, ele se demitiria, tal como se veio a verificar.

No entanto, algumas pessoas foram críticas da ideia de base do referendo, incluindo os partidos da oposição e alguns elementos do partido de Renzi. A favor desta alteração constitucional estaria a agilização e aceleração dos processos legislativos. O argumento em favor do "não" assentava no facto de que esta reforma se poderia tornar prejudicial em conjugação com a nova lei eleitoral introduzida no ano passado para a eleição do Parlamento e que ainda aguarda aprovação final do Tribunal Constitucional (*Italicum*). O que esta lei recente diz é que o partido ou coligação que sair vencedora das eleições terá acesso a 340 lugares caso obtenha mais de 40% dos votos; caso contrário, os primeiros dois partidos políticos vencedores na primeira volta serão sujeitos a uma segunda ronda e o vencedor obtém os 340 assentos. O que muitos críticos apontam é que estas reformas podem ser perigosas no actual contexto político volátil na Europa (dado o aumento da popularidade de partidos mais populistas, como também tem acontecido em Itália com o partido Movimento 5 Estrelas). Neste sentido, e tentando chegar a consensos dentro do próprio partido, no início de Outubro, Renzi sugeriu a possibilidade de alterar a lei eleitoral, mas só depois do referendo.

Com a vitória do "Não" à reforma constitucional, cresce a incerteza quanto ao destino político de Itália. Perante este resultado ("Não" ganhou com 59.1%, enquanto o "Sim" obteve 40.9%), e considerando que o actual Primeiro-ministro se demitiu, são apontados quatro cenários possíveis: (i) ainda que Renzi tenha apresentado a sua demissão, o Presidente da República, Sergio Mattarella, pode rejeitar esse pedido e dar um mandato a Renzi para formar um novo Governo, com uma constituição semelhante à actual; (ii) se o Presidente aceitar a demissão, ele próprio pode nomear um sucessor dentro do PD e com capacidade de reunir apoios para a formação de um novo Governo; (iii) outra possibilidade ainda seria formar um Governo tecnocrata até às próximas eleições legislativas (2018); (iv) em última análise, haverá a possibilidade de eleições antecipadas, ainda que não se perceba ao certo qual o sistema eleitoral que estaria em vigor: se com o *Italicum* como actualmente está desenhado, se haverá um sistema *Italicum* mas reformulado, ou se com o anterior sistema eleitoral.

Ainda que se anteceda um período de alguma instabilidade nos mercados financeiros até que a situação política esteja estabilizada, os mercados não tiveram uma reacção tão alarmante como tinha acontecido aquando do referendo britânico. De facto, os investidores, nas sessões que precederam o referendo, já tinham incorporado nas suas decisões a expectativa de uma vitória do "Não", o que potenciou movimentos mais contidos nos mercados financeiros. O BCE também mostrou disponibilidade para actuar no mercado, o que poderá ser feito através da compra de dívida pública italiana ao abrigo do programa de *quantitative easing*, o que permitiria atenuar o aumento significativo das *yields*.

2. Actividade Económica

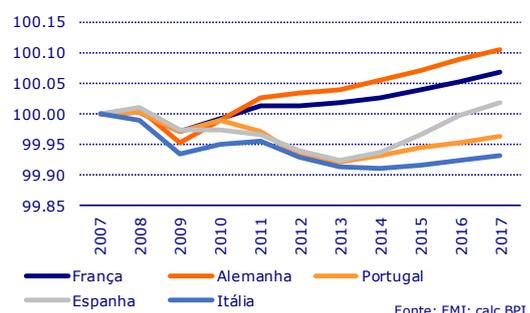
No contexto dos países da Zona Euro, e excluindo a Grécia e o Chipre, Itália é o país que pior performance económica regista: tendo como ponto de partida o ano de 2007, antes da eclosão da crise financeira internacional, o PIB italiano deverá encerrar 2016 em cerca de 8% abaixo dos níveis observados em 2007.

Itália ressentiu-se da designada Grande Recessão – em 2009, o PIB contraiu 5.5%-, e também dos efeitos da crise das dívidas soberanas – entre 2011 e 2013, a economia registou uma contracção média anual de 1.3%. Mais recentemente, em 2014 e 2015, a economia registou um ritmo de crescimento muito ténue, quase estagnação, sendo sobretudo estimulada pelo contributo da procura interna, com destaque para o consumo privado. Neste caso, contribuíram factores como o aumento do rendimento nominal das famílias, a reduzida inflação, a melhoria do mercado de trabalho, políticas fiscais mais benéficas e os reduzidos preços do petróleo nos mercados internacionais.

Nos primeiros 9 meses de 2016, a economia cresceu, em média, 0.9%, de acordo com as estimativas publicadas pelo Gabinete de Estatística italiano, com destaque para o desempenho menos favorável observado no 2T. De facto, a desaceleração observada no 2T ficou a dever-se à queda da produção industrial, enquanto a actividade no sector dos serviços manteve uma trajectória de crescimento gradual. Na óptica da despesa, o realce vai para as exportações, que recuperaram face ao trimestre anterior, enquanto o investimento e o consumo das famílias desaceleraram. **Os factores de suporte à actividade económica este ano mantêm-se semelhantes aos do ano anterior.**

Recuperação económica pós-crise financeira

(base 100=2007; PIB a preços constantes)



Fonte: FMI; calc.BPI

Principais Indicadores Económicos

	Unidade	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 Est.	2017 P	2018 P
PIB														
Taxa de crescimento real	(%)	2.0	1.5	-1.1	-5.5	1.7	0.6	-2.8	-1.7	0.1	0.7	0.7	0.9	1.0
A preços constantes	mil milhões EUR	1,662.6	1,687.1	1,669.4	1,577.9	1,604.5	1,613.8	1,568.3	1,541.2	1,542.6	1,553.9	1,564.9	1,579.0	1,594.8
Contributos para o crescimento do PIB														
Consumo Privado	p.p.	0.9	0.7	-0.6	-0.9	0.7	0.0	-2.4	-1.5	0.3	0.9	0.8	0.6	0.7
Consumo Público	p.p.	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	-0.4	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.2	0.1	0.1
FBCF	p.p.	0.7	0.3	-0.7	-2.1	-0.1	-0.4	-1.8	-1.2	-0.5	0.2	0.3	0.4	0.5
Inventários	p.p.	0.4	0.2	-0.1	-1.2	1.2	0.2	-1.2	0.2	0.6	0.1	-0.4	0.0	0.0
Exportações Líq.	p.p.	0.1	0.2	0.2	-1.3	-0.2	1.2	2.9	0.9	0.0	-0.4	-0.1	-0.2	-0.3
Taxa de desemprego	% força de trabalho	6.8	6.1	6.7	7.7	8.4	8.4	10.7	12.1	12.7	11.9	11.5	11.4	11.3
Taxa de inflação	média anual	2.2	2.0	3.5	0.8	1.6	2.9	3.3	1.2	0.2	0.1	-0.1	0.5	0.8
Balança Corrente	% PIB	-1.5	-1.4	-2.8	-1.9	-3.4	-3.0	-0.4	1.0	1.9	1.6	2.8	2.5	2.1
Saldo Orçamental	% PIB	-3.6	-1.5	-2.7	-5.3	-4.2	-3.7	-2.9	-2.7	-3.0	-2.6	-2.4	-2.4	-2.5
Dívida Pública Bruta	% PIB	102.6	99.8	102.4	112.5	115.4	116.5	123.3	129.0	131.9	132.3	133.0	133.1	133.1
Dívida Externa Líquida		-	-	37	41.2	47.7	45.8	52.3	56.4	58.7	59.7	-	-	-
PII	% PIB	-20.1	-21.2	-21.7	-22.3	-20.7	-19.2	-23.9	-25.3	-24.5	-23.6	-	-	-
Endividamento Famílias	% PIB	40.9	43.4	44.2	47.7	48.8	48.8	49.1	48.7	48.0	47.3	-	-	-
Endividamento Empresas Não-Financeiras	% PIB	195.9	191.4	185.7	185.2	177.8	172.1	180.9	186.9	186.8	187.4	-	-	-
População	1000 pessoas	58,428.4	58,787.4	59,241.9	59,578.3	59,829.6	60,060.0	60,339.1	60,646.4	60,789.1	60,730.6	60,751.6	60,926.1	61,087.0

Fonte: AMECO, FMI; Eurostat.

2.1. Limitações ao crescimento e perspectivas

A economia italiana continua a evidenciar um diferencial de crescimento comparativamente aos seus principais pares europeus, explicado por um conjunto de factores estruturais que estarão a limitar a actividade económica. De acordo com o Banco Central de Itália, e referindo vários estudos elaborados, em causa estarão três factores: (i) uma estrutura produtiva caracterizada por micro e pequenas empresas; (ii) fraca capacidade de alocar os recursos em sectores e empresas mais produtivas; (iii) insuficiente inovação na actividade das empresas. É ainda acrescentada a carga fiscal elevada e os elevados níveis de evasão fiscal. A constituição do tecido empresarial por empresas de reduzida dimensão agrava o ambiente de fraca inovação da actividade e estimula a evasão fiscal. Adicionalmente, o FMI aponta como outros desafios estruturais o fraco crescimento da produtividade e do investimento, o ineficiente sector público, a morosidade do sector judicial, a elevada taxa de desemprego, os desafios do sector bancário e o elevado nível de dívida pública, que limita a actuação da política fiscal na resposta a choques na economia. **Estas limitações à actividade económica são também visíveis na economia portuguesa, o que as coloca perante problemas semelhantes, ainda que possam assumir dimensões distintas. Uma análise sumária aos indicadores apresentados no quadro anterior confirma que a economia italiana apresenta indicadores mais favoráveis comparativamente a Portugal, pelo menos nos seguintes aspectos: endividamento das famílias, posição de investimento internacional, dívida externa e saldo público primário consistentemente positivo.**

2.2. Previsões de crescimento

As perspectivas das instituições internacionais são de fraco crescimento para este ano e para o próximo. O FMI considera que o PIB possa crescer cerca de 0.8% em 2016 e 0.9% em 2017, com os riscos apontados no sentido descendente. O destaque vai para a volatilidade nos mercados financeiros, a crise dos refugiados e os efeitos do fraco crescimento do comércio internacional. Consideramos importante apontar ainda os desafios que se colocam na reconstrução após a devastação provocada pelos recentes sismos. **A instituição revela que Itália apenas deve voltar a níveis pré-crise em 2025.** A Comissão Europeia, nas

	Previsões para o crescimento económico e taxa de inflação				
	Taxa de crescimento real do PIB		Taxa de Inflação Média Anual		
	%	2016	2017	2016	2017
Governo		0.8	1.0	0.1	0.9
Comissão Europeia		0.7	0.9	0.0	1.2
FMI		0.8	0.9	-0.1	0.5
Moody's*		0.8	0.8	0.0	0.7
S&P		0.9	0.8	0.0	1.1
FocusEconomics		1.6	1.4	0.2	1.3

Fonte: OGE 2017, Previsões de Outono da Comissão Europeia, WEO (Outubro), S&P, Moody's e FocusEconomics.

*Taxa de inflação homóloga em Dezembro.

últimas previsões publicadas (Novembro), apontava para um crescimento de 0.7% em 2016 e de 0.9% em 2017, o que representa revisões em baixa de 0.4 p.p. nos dois anos face às previsões da Primavera da CE. As previsões dos analistas consultados pela FocusEconomics estão em linha com as do FMI. **Mais recentemente, o Governo reviu em baixa as suas previsões para a actividade económica em 2016.** Assim, a estimativa passou de 1.2% em 2016 e 1.4% em 2017 para, respectivamente, 0.8% e 1.0%. É esperado pelo Executivo que o ritmo de crescimento na segunda metade do ano atinja 0.9%. Esta nova projecção inclui o surgimento de novos riscos que emergiram em meados de 2016, incluindo o resultado do referendo britânico (o Reino Unido tem um peso superior a 5% no total exportado por Itália), eventos políticos na Turquia e uma nova onda de terrorismo na Europa. Relativamente ao Brexit, o Executivo italiano chama a atenção para 4 possíveis canais de influência da saída do Reino Unido da União Europeia: (i) contágio financeiro ou aumento dos receios sobre o sistema bancário europeu; (ii) incerteza em torno do processo de negociação; (iii) depreciação da libra e queda do consumo britânico, e consequente impacto na procura de bens italianos; (iv) fraco crescimento do consumo privado em Itália, devido a uma deterioração das expectativas para o ambiente económico e financeiro.

O cenário apontado de baixo crescimento para os próximos anos deverá acentuar a divergência entre Itália e os seus pares europeus. Ao mesmo tempo, um período prolongado de baixo crescimento terá outras implicações: (i) os desafios sobre as fragilidades do sector financeiro poderão prolongar-se, restringindo a capacidade de concessão de crédito por parte dos bancos e, por esta via, o investimento poderá retrair-se; (ii) os níveis elevados de desemprego poderão manter-se ao longo do tempo; (iii) a ausência de medidas que potenciem a melhoria da produtividade poderá restringir o crescimento dos salários reais.

3. Finanças Públicas

3.1. Execução das finanças públicas em 2015

O Governo restringiu fortemente a política fiscal durante a crise, registando um saldo estrutural primário máximo de 4.0% em 2013, entre os maiores do conjunto da área do euro. Desde esse ano, a política adoptada tem assumido um carácter ligeiramente expansionista.

Em 2015, o saldo estrutural revela uma ligeira melhoria, que é explicada pela queda dos juros. De facto, analisando o saldo estrutural primário, denota-se uma deterioração de 0.3 pontos percentuais no ano passado. O rácio dos juros no total do produto interno bruto caiu em 0.4 p.p. para 4.2%, de acordo com o banco central italiano.

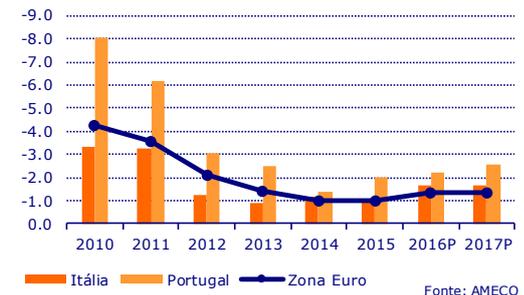
As receitas totais do Governo aumentaram 1.0% em 2015, para o equivalente a 47.9% do PIB. As contribuições para a segurança social aumentaram 2% face ao ano anterior, reflectindo o crescimento dos salários brutos no total da economia (o Governo introduziu, ao abrigo do *Stability Law 2015*, um alívio fiscal que contribuiu para a queda de EUR 1.7 mil milhões nas receitas líquidas, de acordo com o Banco Central italiano). No caso dos impostos directos, o valor arrecadado aumentou 1.9%, devido ao aumento dos impostos sobre o rendimento das pessoas singulares (+2.7%) e das empresas (3.2%). No entanto, no caso dos impostos indirectos, o aumento foi mais moderado, atingindo 0.5%, reflectindo a queda em 7.5% dos recebimentos com o imposto IRAP (imposto local sobre a produção) face à exclusão dos custos laborais da base tributável, e a queda dos recebimentos relacionados com a tributação do gás natural (-33.1%). Em sentido positivo contribuiu o desempenho dos impostos arrecadados em sede de IVA (+4.2%), beneficiando da recuperação do consumo e dos novos métodos de pagamento do imposto estabelecido no *Stability Law 2015* e ainda as contribuições dos bancos para o Fundo de Resolução, num total de EUR 2.3 mil milhões.

Apesar de alguma correcção, Itália apresenta-se como o quinto país com maior carga fiscal sobre o trabalho no conjunto dos países da OCDE no ano passado (Portugal assumiu a posição 11 no *ranking*). Comparativamente a Portugal, é possível verificar que, em Itália, para níveis de rendimento entre 67% e 100% do salário médio, a carga fiscal sobre o factor trabalho diminuiu entre 2013 e 2015, contrariamente ao que se verifica em Portugal. Apesar disso, verifica-se também que a carga fiscal que incide nos custos laborais é mais baixa neste último.

As despesas do Estado italiano aumentaram em 0.1% em 2015 face ao ano precedente, representando cerca de 51% do PIB. A rubrica relativa a gastos com salários registou uma queda pelo quinto ano consecutivo (-1.1%), beneficiando da diminuição do número de empregados e da redução dos salários médios (neste caso, para além do congelamento dos salários, contribuíram também os salários das novas contratações, que, em média, são mais baixos do que os salários dos trabalhadores que abandonaram a função pública). As despesas de capital cresceram significativamente (+10.7% em 2015, depois de um aumento de 4.4% em 2014), reflexo de dois factores: (i) a inclusão da restituição dos pagamentos aos pensionistas no seguimento da decisão do Tribunal Constitucional de considerar inconstitucional uma medida que pretendia congelar as pensões; (ii) e o desembolso de fundos do Fundo de Resolução para cobrir as perdas de quatro bancos nacionais que se situavam numa situação de resolução em

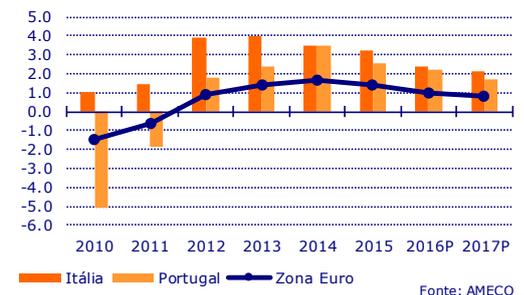
Saldo Orçamental Estrutural

(% do PIB potencial, a preços correntes)



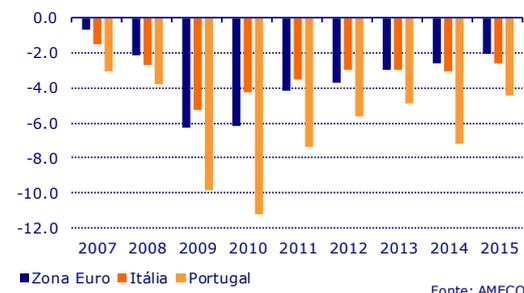
Saldo Orçamental Estrutural Primário

(% do PIB potencial, a preços correntes)



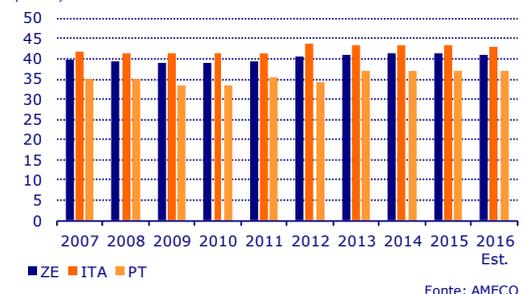
Saldo Orçamental

(% PIB)



Carga Fiscal Total

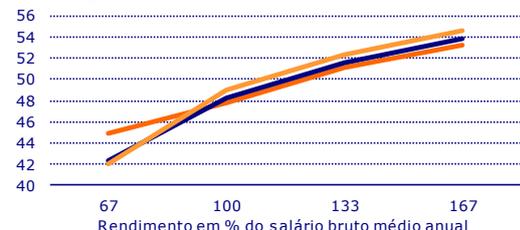
(% PIB)



Novembro. Tal como referido anteriormente, os gastos com juros da dívida caíram (-7.9%), o que se verifica pelo terceiro ano consecutivo. De acordo com o Banco Central de Itália, o aumento da dívida foi mais do que compensado pela queda do seu custo médio (de 3.6% em 2014 para 3.2% em 2015). A diminuição dos custos com o pagamento de juros é explicado pela queda das *yields* das obrigações de curto, médio e longo prazo, em linha com a política monetária expansionista protagonizada pelo BCE.

Carga Fiscal sobre o trabalho* (Itália)

(peso da carga fiscal no total dos custos laborais)

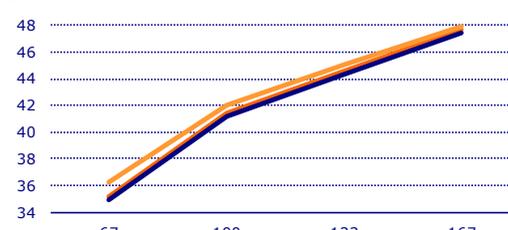


Fonte: OCDE

*Inclui o imposto sobre o rendimento e contribuições sociais feitas pelo empregador e empregado, excl. benefícios das famílias.

Carga Fiscal sobre o trabalho* (Portugal)

(peso da carga fiscal no total dos custos laborais)



Fonte: OCDE

3.2. Orçamento de Estado 2017

Para 2016, o Governo espera que o défice tenha caído de 2.6% para 2.4%, ainda assim ligeiramente superior ao antecipado no programa de estabilidade para este ano (2.3%). Esta queda face ao ano precedente resulta do excedente primário superior ao antecipado e às menores despesas com juros. A Comissão Europeia aponta para um aumento das receitas inferior a 1% face a 2015, menos do que era esperado pelo Executivo italiano. Este desempenho reflecte a redução na colecta de receitas fiscais, face aos cortes na carga fiscal sobre o trabalho e à eliminação da taxa de imposto sobre as residências principais das famílias. Ainda assim, o Governo considera que a colecta de impostos está em linha com o esperado, reflectindo o crescimento da procura doméstica e os novos métodos de colecta no caso do Imposto sobre o Valor Acrescentado introduzidos em 2015.

Principais rubricas do Orçamento Geral do Estado

(% PIB)	2015	2016 Est.	2017 Prev.
Total de receitas	48.0	47.0	46.7
Total de despesas	50.5	49.5	49.0
dos quais: Juros	4.2	4.0	3.7
Saldo Orçamental	-2.6	-2.4	-2.3
Dívida Pública Bruta	132.3	132.8	132.6
Taxa de juro implícita	3.3	3.1	2.9

Fonte: Orçamento de Estado

O Orçamento de Estado para o próximo ano será marcado pela consideração de despesas extraordinárias relativas a dois aspectos: o fluxo de entrada de refugiados e a necessidade de reconstrução de espaços, decorrente da destruição provocada pelos recentes sismos.

Este orçamento foi elaborado tendo em conta uma projecção para a taxa de crescimento do PIB de 1.0% em 2017, que deverá ser potenciada pela procura doméstica. O défice no próximo ano deverá cair ligeiramente, de 2.4% em 2016 para 2.3%, mas, a confirmar-se este valor, estará acima do que foi requerido pela Comissão Europeia (1.8% em 2017). Ao mesmo tempo, é esperado que o défice estrutural em percentagem do PIB se agrave em 0.4 pontos percentuais face a este ano, para 1.6%, contrariamente ao que o Governo tinha assumido como compromisso junto da Comissão Europeia, que incluía uma redução de 0.6% do PIB ou superior. O Governo italiano justifica estes desvios face ao solicitado pela Comissão Europeia com três factores: (i) débil contexto económico mundial; (ii) fluxo de refugiados; (iii) necessidade de reconstrução após os recentes sismos.

Spreads obrig. tesouro face ao Bund (10 anos)

(pontos base)



Fonte: Bloomberg

Do lado das receitas, importa destacar o adiamento do aumento do IVA, previsto anteriormente pelo Governo; do lado das despesas, é esperado um aumento do total equivalente a 0.6% do PIB, reflexo das despesas extraordinárias relacionadas com o fluxo de refugiados e sismos. Considerando o adiamento do aumento da taxa de IVA e estas despesas extraordinárias, o défice orçamental em 2017 deveria atingir os 3.1% do PIB, caso mais nenhuma medida fosse tomada. No entanto, o Governo antecipa um conjunto de medidas equivalentes a 0.7% do PIB, reflectindo cortes nas despesas e aumento das receitas (essencialmente através de mais eficiência na arrecadação de receitas, incluindo IVA, já que o Governo exclui a possibilidade de aumento de impostos).

Após recepção da proposta de Orçamento, a Comissão Europeia solicitou esclarecimentos ao Governo italiano e que podem obrigar a uma revisão do orçamento ou mesmo à sua rejeição. De acordo com a instituição, este orçamento não cumpre os critérios orçamentais delineados pela Comissão e quer obter clarificações quanto aos montantes incluídos na proposta de Orçamento de Estado para as despesas extraordinárias. A Comissão pode rejeitar a proposta de

Orçamento de Itália, mas o Primeiro-Ministro Renzi já afirmou que não deverá proceder com alterações ao orçamentado, mesmo que solicitado pela Comissão.

4. Dívida Pública

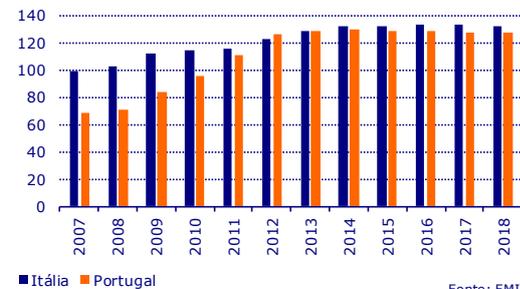
Historicamente, o rácio de dívida pública italiana em percentagem do PIB tem sido potenciado por juros elevados, reflectindo não só o significativo stock de dívida pública, mas também a yield elevada requerida pelo mercado em emissões no passado. A dívida pública deverá fixar-se em 132.8% este ano, que, a confirmar-se, deverá ser superior ao projectado no Programa de Estabilidade (132.4%). Em causa deverá estar a diminuição das projecções para o PIB nominal e a redução significativa das receitas decorrentes com os processos de privatização. O Governo antecipa que o rácio de dívida pública em percentagem do PIB assuma uma tendência descendente entre 2017 e 2019, antecipando que atinja 126.7% no final deste período, beneficiando dos excedentes primários e de políticas fiscais que impulsionem o PIB nominal.

Num documento elaborado pelo Departamento do Tesouro italiano, é explicado que o fraco crescimento económico e a baixa taxa de inflação são factores que dificultam a redução do nível de dívida de países fortemente endividados, como Itália. Neste relatório é ainda valorizado o esforço de redução da exposição ao risco de taxa de juro feito nos últimos 20 anos por Itália, através do prolongamento da maturidade dos instrumentos de dívida. Este processo permitiu aumentar o peso dos instrumentos com maturidade maior ou igual a 10 anos de 16% do total emitido em 2014 para 20% em 2015. Apesar de permitir reduzir a sensibilidade dos pagamentos de juros a choques no mercado, também adia o proveito da queda das yields das obrigações potenciada pelo programa de compra de activos por parte do Banco Central Europeu.

No início deste ano, a Comissão Europeia considerava, no seu Relatório de Estabilidade Fiscal, que, embora Itália apresentasse um stock de dívida significativo, a estrutura da dívida pública (em termos de maturidade e base de credores) não apresentava riscos no curto-prazo. Ao mesmo tempo, a probabilidade de o país registar, em 2020, um nível de dívida superior ao registado em 2015 era a segunda mais baixa (11%), logo atrás da Alemanha. No caso de Portugal, essa probabilidade sobe para 28%, enquanto a análise de sustentabilidade da dívida para o médio prazo apresentou um elevado risco para os dois países. A comparação entre os dois países também permite concluir que mais de metade da dívida pública italiana é detida por residentes (67%), uma percentagem maior do que acontece em Portugal (51%). O sector financeiro (incluindo Bancos Centrais nacionais) é detentor de quase 62% do total da dívida pública em Itália, enquanto em Portugal o peso é menor (24%).

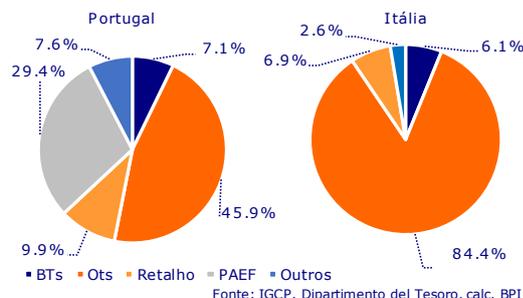
Dívida Pública Bruta

(% do PIB)



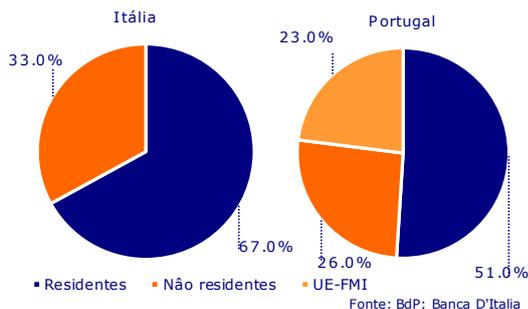
Desagregação da dívida directa do Estado por tipo de instrumento

(% total da dívida pública directa)



Desagregação da dívida pública por sector detentor

(% dívida pública)



Responsabilidades Contingentes

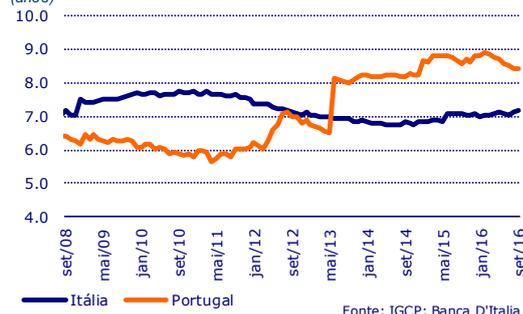
(% PIB)

Stock de garantias do Governo			
	2012	2013	2014
Itália	6.21	6.14	2.69
Portugal	13.56	13.30	7.15
PPP			
	2012	2013	2014
Itália	0.02	0.02	0.02
Portugal	5.39	5.15	4.85
NPLs			
	2012	2013	2014
Itália	0.00	0.00	0.00
Portugal	1.68	1.52	1.39
Total das responsabilidades vencidas de entidades controladas pelo Governo e classificadas fora do Sector Público			
	2012	2013	2014
Itália	-	45.45	44.3
Portugal	-	51.79	79.3

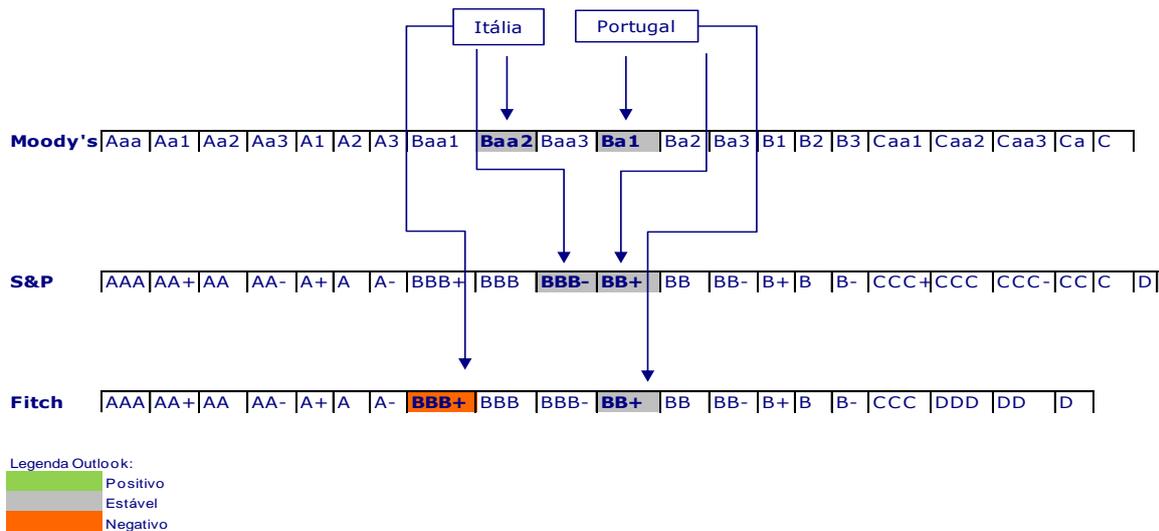
Fonte: Eurostat.

Maturidade média residual da dívida pública bruta

(anos)



5. Avaliação do risco da dívida soberana por parte das agências de rating

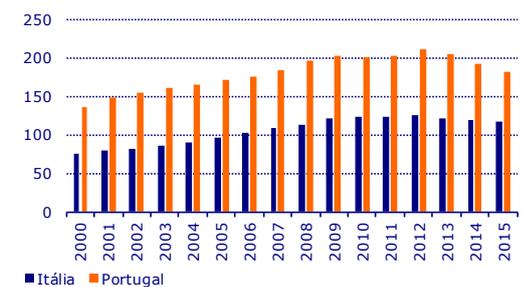


A avaliação das principais agências de *rating* internacionais é mais favorável a Itália do que a Portugal, com este último a ser ainda afectado na sua avaliação pelos *downgrades* feitos quando o pedido de ajuda internacional. Para Itália, as agências de *rating* apontam como aspectos positivos a dimensão da economia e a sua diversificação, o reduzido endividamento do sector privado e um cenário de consistentes excedentes orçamentais primários, apesar do ritmo de crescimento económico lento e alterações constantes do tecido político. Ao mesmo tempo, as agências de *rating* consideram positiva a implementação de reformas estruturais que o Governo tem executado, incluindo o sistema educacional, mercado de trabalho, sector bancário e sistema eleitoral. Pelo contrário, o elevado nível de dívida pública e a dificuldade em reverter essa tendência é apontada como uma das fraquezas de Itália. A par disso, o deslize do Orçamento face aos esforços de consolidação, a baixa inflação e o ritmo de crescimento débil colocam pressão sobre o rácio de dívida pública em percentagem do PIB. Deste modo, e de acordo com a S&P, estes factores colocam o país vulnerável a choques no crescimento e uma eventual normalização das taxas de juro, actualmente em níveis reduzidos impulsionadas pela acção expansionista do Banco Central Europeu. Outros factores de fragilidade em Itália incluem o ambiente empresarial, constrangido por obstáculos administrativos e pelo crescimento superior dos custos com o trabalho face à produtividade. Por fim, as preocupações com o sector bancário também pesam na avaliação do *rating* da dívida soberana de Itália.

Para Portugal, as agências consideram que o país deverá continuar a fazer um esforço de consolidação nos próximos anos, assim como deverá continuar a melhorar a maturidade da dívida pública. Contrariamente ao que acontece com Itália, em Portugal, quer o sector público, quer o privado apresentam um nível elevado de dívida. A agravar a situação, a Moody's considera que o montante de dívida externa assume uma proporção muito significativa. Ao mesmo tempo, referem a fragilidade do sector bancário doméstico, que torna o mecanismo de transmissão monetária mais débil. Relativamente a este caso, apontam o elevado nível de crédito malparado e a fraca rentabilidade dos bancos nacionais. Ainda que o país tenha uma economia relativamente saudável e diversificada, e tenha beneficiado de algumas medidas aplicadas durante o programa de ajuda externa, as agências consideram que a aplicação de reformas falhou (incluindo mercado de trabalho, produto e serviços), afectando a eficiência da administração pública e a melhoria do ambiente empresarial, o que, de acordo com a S&P, deverá ter impacto na actividade económica e investimento no futuro. Ao nível orçamental, a S&P considera que a consolidação orçamental deverá prosseguir, ainda que a um ritmo lento, considerando o ambiente político e a necessidade do Governo de chegar a consensos junto dos restantes partidos de Esquerda durante o seu período governativo. Este ambiente dificulta a aplicação de mais reformas, de acordo com a agência, que seriam importantes para a recuperação económica e consolidação fiscal.

Endividamento do Sector Privado (famílias, empresas não financeiras e inst. não lucrativas)

(dívida consolidada em % PIB)



Fonte: Eurostat

6. Sector Bancário

O sector bancário italiano enfrenta problemas de baixa rentabilidade, níveis elevados de crédito malparado e reduzidos níveis de cobertura. Este cenário, aliado à necessidade de desalavancagem que alguns bancos enfrentam, limita a concessão de crédito à economia. As preocupações com a banca italiana têm sido impulsionadas por factores passados, como os elevados custos operacionais, um *governance* inadequado, grande exposição às pequenas e médias empresas e grande sensibilidade dos bancos aos ciclos económicos, assim como por factores mais recentes, como o ambiente de baixas taxas de juro e aumento da pressão da regulação existente no contexto europeu. Ao mesmo tempo, o contexto económico e político também poderá ter um impacto na situação actual dos bancos do país. Os resultados dos

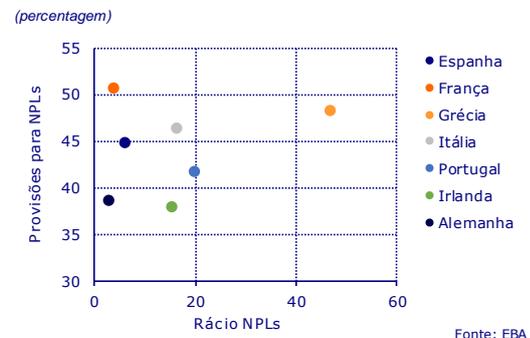
últimos testes de *stress* realizados pelo BCE e pela EBA (*European Banking Authority*), assim como a perda de valor nos mercados accionistas a que os bancos italianos têm sido sujeitos, espelham os desafios que o sistema terá de resolver.

O Governo italiano tem tomado diversas medidas no sentido de tornar mais saudável o sector bancário nacional, tentando evitar o uso de dinheiro público e que os pequenos investidores incorram em perdas. Do conjunto de medidas, incluem-se a aprovação de um decreto-lei para simplificar os processos de insolvência e acelerar a recuperação do colateral, e a implementação de mecanismos para encorajar o aumento de provisões. O Governo italiano implementou ainda dois outros mecanismos mais sonantes: (i) fundo Atlante, cujo objectivo passa pela captação de capital para recapitalizar os bancos em dificuldade e adquirir portfólios de crédito malparado. Apesar disso, o fundo apenas conseguiu arrecadar um total de EUR 4.25 mil milhões, o que limita a sua capacidade de actuação (estima-se que o volume de NPLs em Itália tenha atingido cerca de EUR 360 mil milhões no final de 2015). Recentemente, o fundo investiu EUR 1.5 mil milhões num aumento de capital do Banco Popolare di Vicenza, assumindo 99% da participação no banco; (ii) um sistema de garantias do Estado para a securitização dos empréstimos de má qualidade. O objectivo deste mecanismo passa por encorajar a securitização dos activos de má qualidade e tirá-los dos balanços dos bancos. A acrescentar a estas medidas, o FMI propõe ainda uma medida de mais longo prazo, que consiste na consolidação do sector bancário. De facto, existe um total de 635 bancos no sistema (dados do banco central de Itália, de Junho) e a consolidação poderia permitir aumentar a eficiência através de economias de escala e melhorar a governação (em Portugal, a título de referência, o sistema bancário comporta um total de 66 bancos, de acordo com os dados da APB de Junho de 2016).

Dada a actual situação, os bancos terão de aumentar o capital para cumprir com os rácios de capital exigidos pelo BCE. Há o risco de alguns deles não conseguirem, o que, de acordo com a regulação europeia, significaria o recurso a soluções de *bail-in*. Neste caso, o resgate deverá afectar accionistas, obrigacionistas (subordinados e seniores) e depósitos das empresas. Só depois deste processo é que pode haver uma situação de *bail-out*, que envolve partes externas, normalmente o Governo. Num país onde 30% das obrigações dos bancos é detida pelas famílias e considerando a perda de capital que decorreria de um processo de *bail-in*, o impacto na confiança dos agentes económicos seria considerável, retraindo o crescimento económico e o investimento. Ao mesmo tempo, poderia assistir-se a um efeito dominó no sistema bancário e incrementar a incerteza sobre o sector e a economia. Este cenário de incerteza poderia levar a um aumento da *yield* da dívida soberana e ter impacto na sustentabilidade da dívida pública. As autoridades do país mostram-se reticentes e preocupadas com os efeitos sociais e de confiança que pode resultar deste tipo de solução. No entanto, o FMI considera que o adiamento da resolução dos problemas no caso de bancos insolventes pode ser ainda mais custoso.

O rácio dos *non-performing loans* em Itália é um dos mais elevados na Zona Euro, ainda que em 2015 o fluxo de novos créditos vencidos tenha caído significativamente em percentagem dos empréstimos totais. As razões apontadas para o elevado peso dos NPLs em Itália incluem um elevado endividamento das empresas que, aquando a crise, ficaram numa situação mais difícil para o pagamento dos empréstimos; reduzidas almofadas financeiras por parte dos bancos; sistema jurídico complexo no caso da reestruturação de empresas e situações de insolvência; processos judiciais de resolução lenta; e sistema tributário que desencorajava a liquidação dos créditos vencidos. Em 2015, o *stock* de NPLs rondava os EUR 360 mil milhões, ou 18% do total dos empréstimos. Um montante considerável de NPLs constitui um factor adverso à rentabilidade dos bancos e, ao mesmo tempo, afecta a capacidade do sector em conceder crédito à economia. De facto, desde 2012 e até final de 2015, assistiu-se a uma contracção do crédito, que, no final do ano anterior, apresentava uma queda de 0.2% y/y. No entanto, ao longo deste ano, a taxa de crescimento do crédito atingiu valores positivos, principalmente devido aos empréstimos concedidos às famílias, essencialmente para crédito hipotecário. No caso das empresas, a queda foi menos acentuada em 2015, ainda que se denote disparidades entre empresas de dimensões distintas. O desempenho é desfavorável às pequenas empresas, apesar da redução das taxas de juro reais no caso das pequenas e médias empresas. Reduzir substancialmente os NPLs no médio prazo e melhorar a eficiência operacional poder aumentar a rentabilidade dos bancos italianos, e, assim, estimular a concessão de crédito à economia e melhorar a resiliência do sistema bancário.

NPLs e provisões (2T 2016)



Indicadores do Sector Bancário: Itália e Portugal (dados consolidados)

			2014	2015	2T 2016
Itália	Provisões	% activos	-0.07	-0.05	-0.02
	Imparidades	% activos	-1.31	-0.80	-
	Empréstimos/Depósitos	%	109.17	105.79	102.78
	Rácio NPLs	%	17.00	16.80	16.40
	Common equity Tier 1 ratio	%	11.27	11.80	11.93
	ROE	%	-2.78	3.14	1.52
	ROA	%	-0.20	0.24	0.11
	Rácio de Eficiência (<i>Cost-to-income</i>)	%	63.20	64.55	67.40
Rácio de Solvabilidade	%	14.24	14.83	15.02	
Portugal	Provisões	% activos	-0.31	-0.03	-0.01
	Imparidades	% activos	-1.94	-0.95	-
	Empréstimos/Depósitos	%	86.45	81.55	80.9*
	Rácio NPLs	%	17.20	18.80	19.70
	Common equity Tier 1 ratio	%	11.34	12.42	12.13
	ROE	%	-17.16	0.93	-0.60
	ROA	%	-1.21	0.09	0.00
	Rácio de Eficiência (<i>Cost-to-income</i>)	%	66.54	60.31	61.84
Rácio de Solvabilidade	%	12.31	13.32	13.06	

Fonte: BCE; EBA (Risk Dashboard).

(*) De acordo com o BdP, o rácio crédito sobre depósitos era de 103% no 2T de 2016.

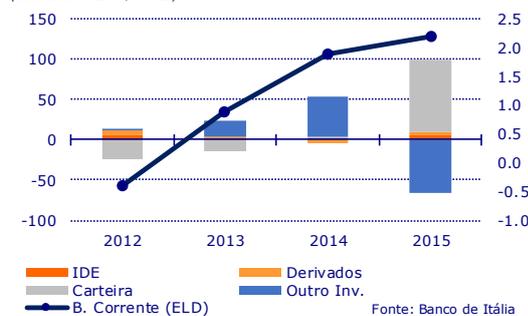
7. Sector Externo

Itália voltou a registar um excedente da balança corrente no ano passado, o que acontece pelo terceiro ano consecutivo. Desde 2010, altura em que a balança corrente atingiu o seu valor mínimo, a melhoria atingiu os 5.6 pontos percentuais, essencialmente devido às exportações de bens. De facto, após a crise financeira de 2008, e considerando os efeitos na procura doméstica, as médias e grandes empresas italianas voltaram-se para o mercado externo, sendo que, em 2015, cerca de metade das vendas destas empresas tinha como destino o exterior; no caso das pequenas empresas, o valor cai para 35%. O crescimento das exportações italianas atingiu 23% em valor desde 2010, de acordo com o Banco de Itália, o que coloca o país na média registada na Zona Euro. A contribuir para este desempenho estiveram especialmente os sectores relacionados com equipamentos e máquinas, vestuário e calçado, e produtos alimentares.

Em 2015, o aumento do excedente da balança corrente deveu-se totalmente à contracção do défice energético, beneficiando dos baixos preços do petróleo nos mercados internacionais. Ao mesmo tempo, o aumento no comércio de bens veio da componente extra-UE, espelhando o crescimento das exportações para os EUA e a queda do valor das importações vindas da Rússia e dos países da OPEP, devido à queda dos preços dos bens energéticos. No caso da Rússia, é possível verificar também uma queda das exportações de bens italianos pelo segundo ano consecutivo. Adicionalmente, o crescimento das exportações italianas teve origem nos equipamentos de transporte, principalmente as vendas de automóveis, assim como produtos químicos e farmacêuticos, produtos electrónicos e produtos petrolíferos refinados. No caso das importações, foi possível assistir a um crescimento dos equipamentos de transporte, produtos farmacêuticos, electrónicos, maquinaria eléctrica e matérias-primas.

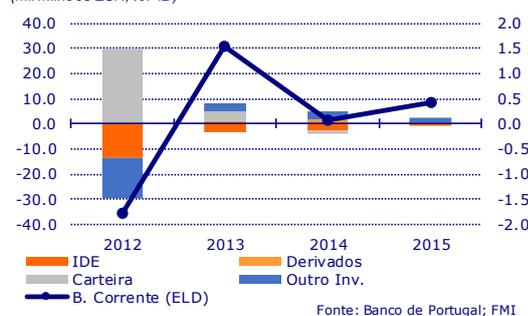
Balança de Pagamentos (Itália)

(mil milhões EUR; % PIB)



Balança de Pagamentos (Portugal)

(mil milhões EUR; % PIB)



Balança de Pagamentos

(mm EUR)

	2012	2013	2014	2015
B. Corrente	-5.8	15.2	30.9	36.0
% PIB	-0.4	0.9	1.9	2.2
Balança Bens	16.8	36.1	47.9	52.7
Produtos não-energéticos	76.3	87.6	89.3	84.5
Produtos energéticos	-59.5	-51.5	-41.5	-31.9
Balança Serviços	-0.1	0.3	-0.8	-1.2
Transportes	-8.2	-7.9	-8.2	-8.4
Viagens	11.5	12.8	12.5	13.5
B. Rendimento Primário	-3.0	-3.1	-0.3	-0.9
B. Rendimento Secundário	-19.5	-18.1	-15.8	-14.6
Balança Capital	4.0	0.2	3.4	2.6
Balança Financeira	-10.2	12.8	50.3	33.1
Investimento Directo	5.3	0.6	2.5	6.6
Investimento Carteira	-24.4	-13.2	1.0	89.6
Derivados	5.8	3.0	-3.6	3.4
Outro Investimento	1.6	20.7	51.3	-67.0
Varição Reservas	1.5	1.5	-1.0	0.5
Erros e Omissões	-8.3	-2.6	16.0	-5.5

Fonte: Banco de Itália (Relatório Anual 2015).

Itália			
Estrutura do Comércio - Principais parceiros por destino/oriagem (2015)			
Exportações		Importações	
	% total		% total
Alemanha	12%	Alemanha	15%
França	10%	França	9%
EUA	9%	China	8%

Fonte: ITC

Estrutura do Comércio - Grupo de produtos (2015)			
Exportações		Importações	
	% total		% total
Máquinas	20%	Comb.minerais	13%
Veículos	8%	Máquinas	10%
Maquin. e eq.eléct	6%	Veículos	9%

Fonte: ITC

Portugal			
Estrutura do Comércio - Principais parceiros por destino/oriagem (2015)			
Exportações		Importações	
	% total		% total
Espanha	25%	Espanha	33%
Alemanha	12%	Alemanha	13%
França	12%	França	7%

Fonte: INE

Estrutura do Comércio - Grupo de produtos (2015)			
Exportações		Importações	
	% total		% total
Veículos	11%	Comb.Minerais	13%
Maquin. e eq.eléct	8%	Veículos	11%
Comb.Minerais	8%	Máquinas	8%

Fonte: ITC

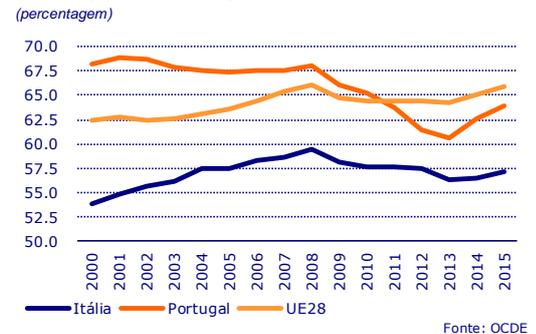
8. Mercado de Trabalho

O emprego em Itália continuou a aumentar em 2015, tal como tinha acontecido no ano anterior, despoletado pelo sector dos serviços. Em 2015, o crescimento do emprego beneficiou, de acordo com o banco central italiano, do alívio da contribuição para a segurança social no caso de contratações com contrato permanente (sem termo) introduzido no início do ano. Em termos sectoriais, o sector dos serviços registou um aumento, enquanto na indústria transformadora o emprego manteve a tendência de queda, ainda que em menor dimensão do que em anos anteriores.

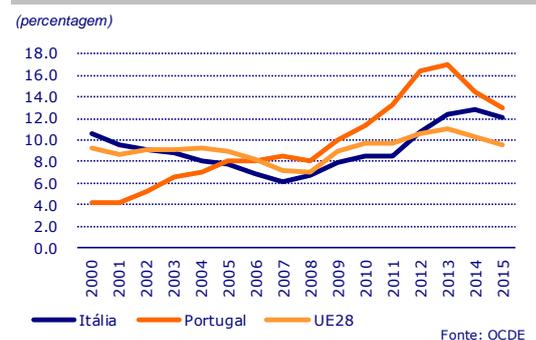
O mercado laboral em Itália foi objecto de uma reforma mais profunda no último ano, ao abrigo de um conjunto de reformas regulamentares denominado “Jobs Act”. O objectivo por detrás desta reforma era tornar o mercado de trabalho mais flexível, tornando as regras mais simples nas relações de trabalho, menos burocracia e tornar mais robustas as políticas activas em caso de desemprego (evitando os atrasos que aconteciam anteriormente ou a ineficiência dos centros de emprego). Esta reforma envolve menos custos com a demissão de trabalhadores e, ao mesmo tempo, a redução das barreiras à contratação. Outra das grandes alterações introduzidas prende-se com a eliminação do direito à reinserção na empresa, que vigorava no mercado laboral italiano há 45 anos, ao abrigo do artigo 18 do Estatuto do Trabalhador. Este artigo obrigava a reinserção de um trabalhador que fosse despedido sem justa causa; apesar de proteger o trabalhador, o processo judicial era custoso em termos económicos e de tempo, fazendo com que os trabalhadores tivessem grande poder de negociação relativamente aos despedimentos. Este artigo aplicava-se apenas em empresas com 15 ou mais trabalhadores e não se aplicava a contractos a termo. Isto fazia com que os empregadores ficassem relutantes a contratar trabalhadores através de contractos permanentes ou acrescentar mais funcionários caso estivessem próximos do limite dos 15 trabalhadores. Após a implementação do *Jobs Act*, a reinserção é automática apenas em casos em que os funcionários tenham sido despedidos devido a questões discriminatórias ou ilegais (como o despedimento durante a gravidez). Nos restantes casos, os trabalhadores serão compensados monetariamente caso se confirme que o despedimento não tenha tido fundamento, em função das razões por detrás do despedimento, dimensão da empresa e anos de serviço. Esta reforma também inclui um alargamento dos benefícios ao desemprego, ainda que tendo por base não desencorajar os desempregados a procurarem um novo emprego.

Outras medidas incluídas no pacote de reformas incluíam o incentivo às empresas para optarem por contractos permanentes. A título de exemplo, é concedido às empresas benefícios em termos de contribuições para a segurança social nos primeiros três anos; uma das grandes vantagens para os contractos sem termo passa pelo incentivo, quer para o empregador, quer para o empregado, em investir em formação profissional, o que permite, posteriormente, um crescimento da produtividade. Estas reformas levaram a um

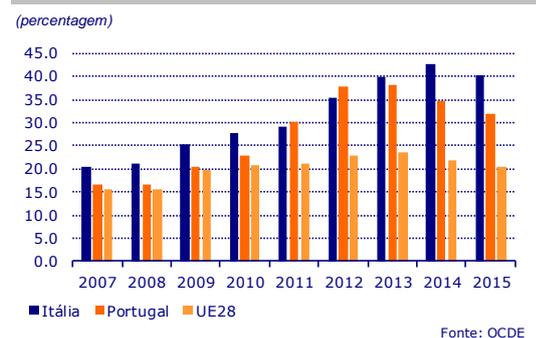
Proporção de empregados no total da população activa (15-64 anos)



Taxa de Desemprego



Taxa de Desemprego Jovem (15-24 anos)

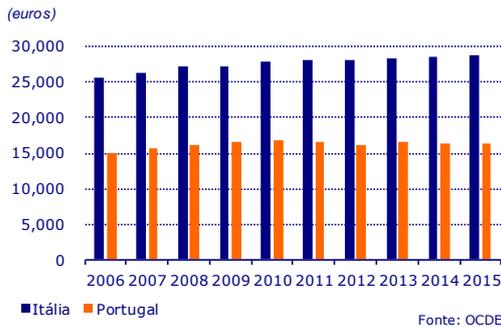


aumento da percentagem de trabalhadores com contrato permanente em 2015, ainda que permaneça abaixo dos níveis antes de 2009, de acordo com o banco central de Itália.

Em termos de desemprego jovem, e considerando os níveis elevados (a rondar os 40%), o Governo implementou, em meados de 2014, o programa “*Youth Guarantee*”, prestando ajuda na orientação profissional e em programas de formação aos jovens com idades compreendidas entre os 16 e os 29 anos, após a sua graduação ou quando incorressem numa situação de desemprego. Em 2015, a taxa de desemprego jovem diminuiu, contrariando a tendência ascendente verificada nos anos anteriores.

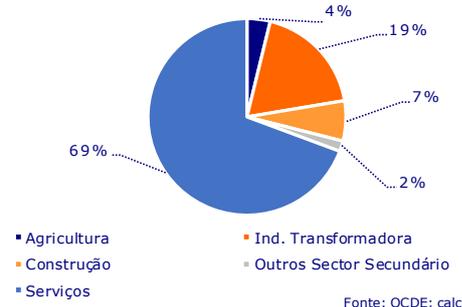
Nos últimos anos, o crescimento da proporção de empregados no total da população é mais favorável a Portugal, que se aproxima da média observada para a União Europeia, de acordo com os dados da OCDE. Itália, por outro lado, apesar da melhoria, continua muito abaixo dos restantes pares. Relativamente à taxa de desemprego, os dois países comparam desfavoravelmente com os pares europeus, mantendo-se com taxas de dois dígitos no ano passado. Os níveis são ainda mais preocupantes no caso do desemprego jovem, ou seja, entre indivíduos com idades compreendidas entre os 15 e os 24 anos.

Salário Médio Anual, a preços correntes



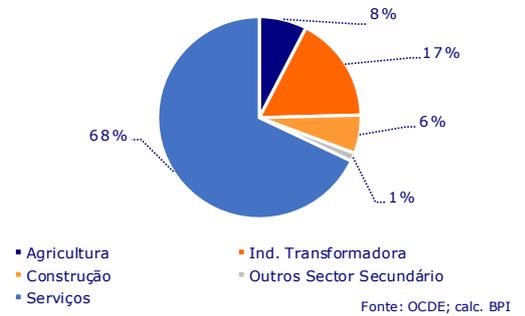
Distribuição do emprego por sector de actividade - Itália

(% do total do emprego)



Distribuição do emprego por sector de actividade - Portugal

(% do total do emprego)



Considerações finais

A economia italiana tem assumido uma tendência de recuperação, em linha com o desempenho económico na área do euro. Ainda assim, esta retoma assume um ritmo particularmente moderado, colocando o país numa trajetória de divergência face aos seus principais pares e longe de atingir os níveis pré-crise. Neste sentido, e considerando os desafios que a economia e o sistema bancário enfrentam, o resultado do referendo, pela instabilidade e incerteza política imediatos, contribui para alimentar cenários mais desfavoráveis. Itália apresenta fragilidades significativas, que procurámos evidenciar nesta pequena nota, e alguma vulnerabilidade face ao exterior, apesar da situação mais equilibrada do que Portugal ao nível do seu endividamento externo ou do equilíbrio patrimonial das famílias. Assim, não será indiferente, para o futuro do país, o eventual arrastamento de um período de custos de financiamento externo mais elevados (aumento do prémio de risco), o que, a concretizar-se, significaria que mais recursos serão desviados para este fim, dificultando a tarefa de inversão sustentada do rácio de dívida pública e alcance de cenário de crescimento económico mais pujante.

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 4100 – 476 PORTO
Telef.: (351) 22 207 50 00 Telefax: (351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 – 9º 1269-067 LISBOA
Telef.: (351) 21 724 17 00 Telefax: (351) 21 353 56 94