

# Análise Mensal

09 de Dezembro de 2016

## Mercados Financeiros

### 2016 TERMINA COM NOTA POSITIVA

- ▶ A envolvente mais optimista neste final de ano é evidente na generalidade dos indicadores de confiança e de actividade nas economias desenvolvidas e mesmo no comportamento de alguns activos financeiros (US Treasuries e acções norte-americanas, por exemplo).
- ▶ Todavia, em termos do binómio crescimento/inflação, o ano de 2016 desiludiu uma vez mais, desafiando as previsões dos principais organismos internacionais que, como habitual, projectavam uma aceleração: o crescimento mundial pouco se afastou do patamar dos anos anteriores, pós-crise financeira mundial, em torno dos 3%, as perspectivas de crescimento foram gradualmente ajustadas em baixa e o mundo continua numa armadilha de baixo crescimento. A solução, segundo a OCDE, passa pela utilização cuidada do espaço fiscal existente em algumas economias - e que a nova Administração norte-americana se prepara, aparentemente, para utilizar - e pela prossecução de reformas estruturais. Na sua habitual revisão dos cenários no Outono, a organização refere que o fraco crescimento do comércio e do investimento são os principais factores limitativos de aumentos da produtividade e dos salários, necessários para suportar o consumo. Afirma ainda que a implementação cuidadosa de estímulos fiscais em algumas economias, com espaço para tal, poderá estimular o crescimento de volta aos 3.5% em 2018, o que não deixa de ser ainda distante dos ritmos observados antes de 2008.
- ▶ No mercado cambial, e relativamente ao câmbio âncora, o ano termina quase como se iniciou, com o dólar próximo do patamar de referência de 1.05 e beneficiando uma vez mais da antecipação do alargamento dos diferenciais de taxas, em vésperas de um previsível aumento dos juros pela Reserva Federal (o segundo no actual ciclo). Tal como aliás, há um ano atrás. Em 2017, o USD deverá prevalecer robusto face ao euro dada a composição de políticas económicas nos EUA e a perspectiva de persistência de factores impeditivos de um crescimento mais substancial na UEM. Todavia, a antecipação do movimento de gradual diluição dos estímulos monetários na Europa deverá dar suporte ao euro, impedindo movimentos mais extremados.
- ▶ As decisões do Conselho de Governadores do Banco Central Europeu, na reunião de Dezembro, desiludiram os investidores e constituem um sinal inequívoco do desconforto e das pressões de alguns dos seus membros relativamente às consequências da actual política. Apesar da extensão do programa de compra de activos, no próximo ano o suporte global ao mercado de obrigações de dívida pública alcançará cerca de 780 MM euros, que compara com 960 MM euros esperados. Acresce referir que a não alteração dos parâmetros técnicos que condicionam as compras - sobretudo o limite de 33% por linha - constitui um claro aviso aos países europeus mais vulneráveis quanto à necessidade de reduzir a sua dependência deste suporte artificial.
- ▶ O mercado de taxa fixa reagiu de forma muito expressiva aos acontecimentos mais recentes, incorporando um crescimento económico mais forte e o reforço das expectativas inflacionistas: a *yield* do *US Treasury* de 10 anos aproximou-se de 2.5%, pela primeira vez desde Junho de 2015; e as obrigações alemãs de 10 anos parecem ter abandonado definitivamente o terreno de taxas negativas. Dois movimentos merecem destaque: o aumento do diferencial dos juros entre o *US Treasury* de 10 anos e o *Bund* alemão para valores máximos em quase três décadas (!). Por outro lado, o aumento das inclinações das curvas de rendimentos nos mercados de referência, sinal de que, por enquanto, o cenário para a política monetária não sofreu grandes alterações.
- ▶ Os activos de maior risco registaram valorizações em 2016, acompanhando uma percepção mais optimista de toda a envolvente global. O destaque vai para os índices accionistas nos EUA, com valorizações expressivas (S&P valorizou cerca de 13%), mas também para alguns mercados europeus: o DAX encerra o ano com cerca de 9% de valorização. O mercado de *commodities* reflecte também perspectivas mais equilibradas para o andamento do binómio procura e oferta, com destaque para os preços do petróleo, acima de USD 50/barril. Em 2017, antecipa-se o regresso de alguma volatilidade associada a factores políticos específicos. Todavia, estes activos poderão continuar a beneficiar num contexto de lenta melhoria dos cenários de crescimento e inflação.
- ▶ Entre os diversos artigos e temas tratados nesta publicação, salienta-se um breve retrato do sector empresarial português, uma caracterização da economia de Itália, levantando sempre que possível algumas comparações com Portugal, para além do tema da política monetária na Europa, uma reflexão acerca da União Bancária e um comentário ao Orçamento de Estado para 2017 de Angola.

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



Boas Festas

## **2016 termina com nota positiva**

**Em vésperas do final do ano, e não obstante a concretização de alguns dos mais adversos cenários de risco percepcionados há um ano atrás, o sentimento nos mercados financeiros é positivo. Os bancos centrais continuam a praticar uma política monetária muito acomodatória, não obstante o sinal dado pelo BCE na última reunião do ano; a perspectiva quanto à composição de políticas económicas nos EUA alterou-se, antecipando-se uma dose de estímulo fiscal que deverá contribuir para o suporte do crescimento económico global; finalmente, em geral a informação económica regista uma tendência de gradual melhoria. O primeiro semestre do próximo ano será sobretudo de reavaliação, à medida que se for clarificando a forma de governação de Donald Trump e respectivas implicações em termos não só das políticas económicas mas sobretudo do equilíbrio político mundial. Será também de reavaliação quanto à trajectória da política monetária nos principais blocos económicos, na UEM onde o banco central defronta limitações crescentes de actuação; mas também nos EUA, pois a actuação da Reserva Federal pode ser mais agressiva que o esperado. Finalmente, os riscos políticos irão reaparecer, não só com o desenvolvimento do Brexit mas sobretudo com as eleições em França e na Alemanha.**

### **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](mailto:deef@bancobpi.pt)      [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt)      <http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-publicacoes-bpi>

<b>ÍNDICE</b>	<b>Pág.</b>
Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	04
Principais Recomendações e Factores de Risco	06
<b>TEMAS EM DESTAQUE</b>	
<b>EUROPEAN BANKING CONGRESS 2016 - BREVES NOTAS</b>	07
<b>REUNIÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE DE DEZEMBRO</b>	09
<b>UNIÃO BANCÁRIA: PRINCIPAIS ASPECTOS</b>	11
<b>CRESCIMENTO ECONÓMICO GRADUAL NA ZONA EURO</b>	17
<b>OPEP TENTA CONTROLAR A OFERTA E CONDICIONAR O PREÇO DO CRUDE</b>	20
<b>ANGOLA - OGE PREVÊ DÉFICE DE 5.8% EM 2017</b>	22
<b>ECONOMIAS</b>	
<b>EUA – ACELERAÇÃO NO 3º E 4º TRIMESTRE ANTES DO INÍCIO DA ERA TRUMP</b>	27
<b>PORTUGAL – CRESCIMENTO NO 3º TRIMESTRE SURPREENDE E AFASTA CENÁRIO DE ESTAGNAÇÃO</b>	28
<b>ESPAÑA - CONTINUA O CRESCIMENTO ROBUSTO</b>	29
<b>MOÇAMBIQUE - RITMO DE CRESCIMENTO ECONÓMICO HISTORICAMENTE BAIXO</b>	30
<b>ÁFRICA DO SUL – PERSPECTIVAS POUCO OPTIMISTAS PARA A ECONOMIA</b>	31
<b>MERCADOS</b>	
<b>MERCADO CAMBIAL</b>	
FINAL DE 2016 REPETE FINAL DE 2015: DÓLAR FORTE EM RESULTADO DE JUROS MAIS ALTOS	33
NOVA GUERRA CAMBIAL EM PERSPECTIVA?	34
<b>MERCADO MONETÁRIO</b>	
ESTÍMULO FISCAL NOS EUA ABRE PORTA A NORMALIZAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA	36
<b>MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA</b>	
ALTERA-SE O COMPORTAMENTO NO MERCADO DE TAXA FIXA, SOBRETUDO NOS EUA	37
<b>MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA</b>	
O EFEITO TRUMP PARECE SER POSITIVO PARA O RISCO, ATÉ AGORA	38
<b>MERCADOS ACCIONISTAS</b>	
QUESTÕES POLÍTICAS CONCORREM PARA O FRACO DESEMPENHO DAS BOLSAS EUROPEIAS	39
<b>PREVISÕES</b>	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas BPI - EUA&UEM	
Previsões Económicas BPI - Portugal	41
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	42
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	43
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e <i>Spreads</i> dos Mercados Emergentes	44
<b>OPINIÃO</b>	
<b>ÍTÁLIA - AMBIENTE ECONÓMICO, FINANCEIRO E POLÍTICO</b>	45
<b>BREVE ANÁLISE DA SITUAÇÃO EMPRESARIAL EM PORTUGAL</b>	57
<b>BASES DE DADOS</b>	69

## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
<b>Global</b>	<p>. 2016 termina com uma nota positiva, facto que é evidente em vários indicadores de confiança e de actividade nas economias desenvolvidas e mesmo no comportamento de alguns activos financeiros (<i>US Treasuries</i> e acções norte-americanas, por exemplo).</p> <p>. Todavia, no global e em termos do binómio crescimento/inflação, o ano que agora termina desiluiu uma vez mais: o crescimento mundial pouco se afastou do patamar dos anos anteriores, cerca de 3%, as perspectivas de crescimento foram gradualmente ajustadas em baixa, o mundo continua numa armadilha de baixo crescimento. A solução, segundo a OCDE, passa pela utilização cuidada do espaço fiscal existente em algumas economias - e que a nova Administração norte-americana se prepara para utilizar, aparentemente - e pela prossecução de reformas estruturais.</p> <p>. O fraco crescimento do comércio e do investimento são apontados pela organização como factores limitativos de aumentos da produtividade e dos salários, necessários para suportar o consumo privado. Afirmam que a implementação cuidadosa de estímulos fiscais em algumas economias - EUA, China, Europa - poderá estimular o crescimento de volta aos 3.5% em 2018, o que não deixa de ser ainda distante dos ritmos observados antes de 2008.</p>	<p>. Os cenários traçados para a economia global estão sujeitos a riscos sobretudo enviesados em sentido descendente.</p> <p>. As consequências do processo de Brexit poderão ser mais gravosas se este conduzir ao reforço dos níveis de protecção, perturbações políticas e contágio a outros países europeus.</p> <p>. A situação política na Europa permanecerá como um dos principais factores condicionantes do cenário económico e financeiro em 2017 - destaque para as eleições que se aproximam na Holanda (Abril), França (Maio) e Alemanha (Setembro). Em causa estará sobretudo o suporte ao projecto europeu.</p> <p>. A situação da banca na Europa apresenta-se ainda frágil, com destaque para Itália, num contexto económico adverso;</p> <p>. 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 <i>commodities</i> a uma nova normal de preços mais baixos, constituem também desafios importantes. Neste contexto, o processo de normalização dos juros nos EUA poderá despoletar ajustamentos mais fortes nestas economias, estimulando fuga de capitais.</p> <p>. A situação dos exportadores de <i>commodities</i> é ainda frágil, e assim deverá permanecer pois não se antecipa o regresso rápido a uma situação de crescimento económico global mais forte.</p>
<b>EUA</b>	<p>. O PIB cresceu 3.2% qoq anualizado no 2º trimestre, quebrando com a fraca expansão verificada na primeira metade do ano. O desempenho foi sustentado em particular por um aumento das exportações em 10%, devido a uma subida abrupta da exportação de feijões de soja, tendo também sido ajudado por uma significativa acumulação de stocks, que contribuiu com 0.6 pontos percentuais para o crescimento da economia americana. Por outro lado, o consumo privado desacelerou, tendo aumentado 2.8%, depois de uma subida mais expressiva de 4.3% no 2º trimestre do ano. O 4º trimestre deverá ser também de significativo crescimento, com os indicadores PMI a registarem os valores mais elevados do ano em Outubro e Novembro. Para todo o ano de 2016, esperamos um crescimento de cerca de 1.6%, com uma expectável aceleração em 2017 para valores em torno dos 2%.</p>	<p>. Uma política mais proteccionista pela parte do Presidente Trump poderá fazer sofrer o crescimento americano. Por outro lado, os planos de baixa de impostos e construção de infraestruturas do Republicano poderão propiciar um maior ritmo de crescimento à economia americana.</p> <p>. Potencial instabilidade associada à alteração do ciclo de política monetária poderá gerar incerteza nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e actividade. O risco de fortalecimento do dólar poderá prejudicar igualmente o desempenho das exportações americanas.</p>
<b>Japão</b>	<p>. 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 despesas pública e a política monetária serão os factores de suporte do crescimento.</p> <p>. A informação económica recentemente publicada continua a indicar fragilidades, dando suporte a um cenário de fraco crescimento. O indicador PMI relativo ao sector dos serviços (que contam para 2/3 do PIB nipónico) situa-se acima dos 50 pontos iniciando expansão da actividade, mas a um ritmo relativamente contido, na medida em que em Novembro atingiu o nível mais elevado (51.8 pontos), o valor mais elevado desde Janeiro.</p>	<p>. 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.</p>
<b>Zona Euro</b>	<p>. É esperado que a recuperação económica na área do euro continue no final do ano e em 2017, ainda que a um ritmo mais brando do que em 2015, de acordo com as últimas previsões do FMI e da Comissão Europeia. As duas instituições antecipam um crescimento económico de 1.7% e de 1.5% para 2016 e 2017, respectivamente. Os factores que este ano suportaram a actividade económica (preços baixos do petróleo, política fiscal ligeiramente expansionista, política monetária acomodatória) devem começar a esbater-se (a excepção deverão ser as condições financeiras mais favoráveis). A funcionar como entrave ao crescimento deverão estar ainda os legados da crise nalguns Estados-Membros (endividamento elevado no sector privado e público, problemas no sector bancário, níveis altos de desemprego e processos de desalavancagem ainda em curso).</p>	<p>. Desaceleração da economia mundial, particularmente na China.</p> <p>. Questões de ordem política: Médio Oriente; incerteza política na Europa, em linha com o calendário eleitoral; instabilidade política na Turquia; possibilidade de alastramento do apoio a movimentos mais extremistas e isolacionistas.</p> <p>. Efeitos do referendo britânico e evolução das negociações de preparação da saída do Reino Unido da UE.</p> <p>. Questão dos refugiados.</p> <p>. Intensificar das preocupações relativas à segurança.</p> <p>. Adiamento na resolução de questões relacionadas com o sector bancário.</p> <p>. Eventual início do processo de retirada dos estímulos do BCE, com impacto nos mercados de dívida soberana.</p> <p>. Pela positiva: baixos preços do petróleo e de outras <i>commodities</i>; efeitos do programa do QE.</p>
<b>Reino Unido</b>	<p>. A evolução do indicador PMI para o sector dos serviços sugere que a economia britânica poderá avançar 0.5% qoq no 4º trimestre do ano. Este indicador aumentou para 55.2 em Novembro, atingindo o seu nível mais elevado desde Janeiro, observando-se desempenhos favoráveis de várias componentes: emprego, novas encomendas e preços.</p>	<p>. 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 limitativo da expansão da actividade em 2017.</p> <p>. A depreciação da libra tem vindo a reflectir-se em inflação mais elevada e custos para as empresas mais elevados, o que poderá limitar a capacidade de investimento.</p>

## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

Perspectivas Globais	Factores de Risco
<p><b>Portugal</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>. Os números do 3º trimestre foram bastante positivos em termos de crescimento económico, afastando o cenário de potencial estagnação. O PIB cresceu 0.9% qoq, expandindo 1.6% em termos homólogos (ver detalhe no capítulo respectivo). Atendendo à dinâmica mais favorável do consumo e exportações e tendo em conta o desvanecer de alguns efeitos negativos sob o crescimento, revimos em alta a nossa previsão para o crescimento do PIB para 1.3% em 2016. O FMI, no seu <i>country report</i>, melhorou a previsão de crescimento para este ano, esperando igualmente 1.3% (o mesmo ritmo que antecipa para 2017).</li> <li>. O saldo orçamental em contabilidade pública (óptica de caixa) registou um défice de EUR 4.4 mil milhões até Outubro, uma melhoria de EUR 357 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 do final do ano. Estes riscos estão relacionados 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 abaixo dos 3%, mas possivelmente acima do limite de 2.5% imposto pelas autoridades europeias.</li> <li>. O FMI prevê um défice de 2.6%, sendo de notar que a anterior expectativa do Fundo era de 3% este ano.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. O risco mais premente prende-se com uma futura redução dos estímulos do BCE em termos de compras de dívida pública, que poderá implicar uma degradação da avaliação do risco da dívida portuguesa, com implicações nos gastos em juros, mas também na dinâmica da economia, com particular incidência no investimento.</li> <li>. Há também riscos descendentes para o crescimento e que, para além dos factores externos, reflectem um posicionamento mais cauteloso dos agentes económicos, em particular se não se confirmar a retoma do investimento em 2017 depois de uma queda que deverá superar 2% em 2016. Este é um dos principais factores de preocupação a médio prazo, dado o fraco crescimento potencial que, a par dos baixos níveis de produtividade, é apontado pelos investidores como principal condicionante da avaliação de risco da economia portuguesa.</li> <li>. A envolvente financeira global pode deteriorar-se e regressar um ambiente de maior aversão ao risco, com potenciais implicações negativas nos custos de financiamento do Tesouro português e das empresas nacionais. Recorde-se que as necessidades de financiamento públicas permanecem avultadas.</li> </ul>
<p><b>América Latina</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>. No <i>World Economic Outlook</i> 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%.</li> <li>. No terceiro trimestre, o PIB caiu 0.83% em cadeia e 2.87% em termos homólogos, depois de no trimestre anterior ter contraído 3.58%; paralelamente, a taxa de inflação mantém a tendência de abrandamento. Neste cenário, o banco central decidiu reduzir em mais 25 pontos base a taxa Selic, colocando-a em 13.75%.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. 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.</li> <li>. 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.</li> <li>. Pela positiva destaca-se o início do ciclo de redução das taxas de juro de referência, atribuindo-se alguma probabilidade que o ciclo se prolongue, ainda que a um ritmo moderado até ao final do ano.</li> </ul>
<p><b>África Sub-sariana</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>. 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 <i>commodities</i> 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, os países não-exportadores de <i>commodities</i> 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.</li> <li>. 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 para 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.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Para os países exportadores líquidos de petróleo, apesar das medidas de ajustamento implementadas, a permanência dos preços da matéria-prima em níveis baixos pode ameaçar a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento económico.</li> <li>. Ritmo e implicações do ajustamento do modelo de crescimento económico chinês; lento crescimento económico em economias avançadas.</li> <li>. Ajustamento lento das reformas necessárias ao crescimento económico.</li> <li>. Condições climáticas adversas.</li> <li>. Aversão global ao risco e turbulência nos mercados financeiros.</li> <li>. Condições financeiras mundiais mais restritivas.</li> <li>. Aumento das taxas de juro nos EUA e fuga de capitais da região subsariana.</li> <li>. Ameaça de actividades extremistas, como o terrorismo.</li> </ul>

## Principais Recomendações e Factores de Risco

Recomendações	Factores de Risco
<p><b>Mercado Cambial</b></p> <p>. Em termos gerais, pode-se considerar que 2016 foi um ano de dólar forte. A média anual do EUR/USD em 2016 foi de 1.11, igual à de 2015; no entanto, é a média mais baixa dos últimos anos. No que respeita ao índice do dólar DXY (face ao cabaz de moedas que englobam o euro, o iene, a libra, o franco suíço, o dólar canadiano e a coroa sueca), o ano começou nos 99 pontos e vai terminar acima dos 100, pelo meio veio aos 89. Valores vistos somente em 2003. Não há dúvida que a moeda espelha a maior pujança económica dos EUA dentro do grupo das economias desenvolvidas, para além de reflectir uma política monetária que já iniciou o ciclo de normalização das taxas de juro, contrastando com a outra margem do Atlântico. O factor Trump poderá consolidar este cenário, numa perspectiva de curto/médio prazo: os estímulos fiscais podem gerar uma dinâmica mais rápida de inflação e juros mais altos. Assim, acreditamos na manutenção de um dólar forte, com o EUR/USD a rondar os 1.05, ou mesmo aproximar-se da paridade; o USD/JPY deverá consolidar os 115, com margem para os 120, com a manutenção da política ultra-expansionista do BoJ; a evolução do EUR/GBP dependerá do desbloqueio legal do Brexit e do dinamismo do processo, mas continuamos a equacionar a possibilidade de se registar uma subida dos actuais 0.85 para 0.95; o EUR/CHF mantém-se condicionado pelo banco central helvético, embora persistem as pressões de apreciação do CHF, procurado em tempos de incerteza.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais.</li> <li>. Decepção ou surpresas positivas com a evolução económica em alguns blocos.</li> <li>. Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais.</li> <li>. A questão do Brexit deverá ter consequências mais vastas (e incertas), para além do espaço do Reino Unido, embora o processo se mostre longo e imprevisível.</li> </ul>
<p><b>Mercado Monetário</b></p> <p>. Enquanto se aguarda a esperada subida dos juros nos EUA, o BCE manteve inalteradas as taxas de juro directoras. Relativamente ao programa de compra de activos, o BCE referiu que o montante das compras será reduzido para 60 mil milhões de euros a partir de Abril e estendeu o prazo de vigência até Dezembro de 2017. Relativamente aos aspectos técnicos do programa apenas foi eliminada a limitação de compra de dívida pública com <i>yield</i> inferior a -0.4% e passam a poder ser comprados títulos com maturidade igual a um ano.</p> <p>. Continuamos a atribuir uma elevada probabilidade a que as taxas de curto prazo do euro se mantenham em terreno negativo. As taxas de juro implícitas nos futuros da Euribor a 3 meses apontam para que estas se situem em torno de -0.27% no final de 2017, sendo por isso preferível a obtenção de financiamento nos prazos mais curtos até 3 meses. Do ponto de vista da aplicação de poupanças, será preferível o investimento em activos com maturidades mais alargadas, de forma a capturar o prémio de maturidade (<i>term premium</i>).</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Na zona euro, as taxas de curto prazo encontram-se em terreno negativo em todos os prazos, mas apresentam agora tendência a estabilizar ou até a registar movimentos de recuperação muito marginais. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é ainda reduzido.</li> <li>. Nos EUA, a forte possibilidade de que a Reserva Federal aumente o intervalo da taxa dos <i>fed funds</i>, poderá reforçar a tendência de aumento das taxas de juro de mercado.</li> </ul>
<p><b>Dívida Pública</b></p> <p>. Perspectivas de estímulo fiscal nos EUA reflectiu-se na alteração do sentimento no mercado de taxa fixa norte-americano, observando-se uma aproximação da <i>yield</i> do UST a 10 anos de 2.5%. Na Europa, também se assistiu a um movimento de perdas no mercado de taxa fixa, mas menos acentuado do que nos EUA, na medida em que deste lado do Atlântico os factores de incerteza, sobretudo relacionados com eventos políticos, continuam a condicionar as decisões dos investidores que continuam a privilegiar activos considerados de menor risco. Aconselham-se comportamentos mais cautelosos neste mercado, sobretudo no mercado de dívida pública norte-americano, na medida que a maior propensão para a tomada de risco poderá traduzir-se em desvalorização dos títulos de dívida pública.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Caso o sentimento de mercado se deteriore, os títulos de dívida pública dos países com melhor avaliação de risco poderão beneficiar de maior procura.</li> <li>. 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 elegíveis.</li> <li>. Uma atitude mais agressiva pelos bancos centrais induziria perdas no mercado.</li> </ul>
<p><b>Dívida Diversa</b></p> <p>. Em Novembro, a principal tendência foi de aumento das <i>yields</i>, que se seguiu à eleição de Trump, com os mercados a anteciparem um cenário de maior crescimento, aumentando a apetência por aplicações em activos de maior risco, com efeitos na perda de valor no mercado da dívida diversa. Assim, recomenda-se cautela no optimismo, tanto pelo duvidoso crescimento trazido pelas políticas americanas, como pelo facto de estarmos numa fase já avançada no ciclo de crédito. No entanto, nos EUA, esta valorização dos activos com mais risco manteve o cenário de diminuição dos <i>spreads</i>.</p> <p>. Na Europa, por outro lado, os <i>spreads</i>, que estavam em patamares bastante baixos devido à intervenção do BCE, sofreram uma ligeira correcção, em cerca de 10 pontos percentuais (p.p.). No futuro é ainda esperado que continuem as compras do banco central, pelo que este mercado deverá continuar suportado.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Um ritmo mais acelerado do que o expectável no rumo de subida dos juros da Reserva Federal.</li> <li>. Incerteza em relação ao processo de saída do Reino Unido da União Europeia.</li> <li>. Exposição a empresas do sector energético com menor qualidade creditícia.</li> <li>. O crescimento de intermediários financeiros não bancários (ou <i>shadow banking</i>).</li> <li>. Exposição aos mercados emergentes.</li> <li>. Potenciais problemas a médio prazo na dívida europeia com a redução de compra de dívida diversa por parte do BCE.</li> </ul>
<p><b>Acções</b></p> <p>. As bolsas europeias continuam longe dos máximos históricos e o potencial, numa primeira análise, seria superior ao dos mercados accionistas norte-americanos; no entanto, a recuperação lenta da actividade económica e as questões políticas futuras podem colmatar num cenário de volatilidade e aversão ao risco. Perante este panorama, parece difícil que as acções europeias registem valorizações significativas nos próximos tempos. Adicionalmente, os desafios do sector bancário europeu deverão constituir também um foco de atenção por parte dos investidores.</p> <p>. A <i>performance</i> americana está condicionada pelas expectativas em torno do plano económico de Trump, que parece assentar no investimento em infra-estruturas, na expansão fiscal e alívio da regulação. Os sectores mais tradicionais deverão ser os mais beneficiados, incluindo indústria mineira e serviços financeiros.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. No caso americano, o cada vez mais certo aumento das taxas de juro até ao final do ano poderá afastar os investidores. Ao mesmo tempo, o sector tecnológico poderá ser negativamente afectado pelo plano económico de Trump (excepção para a biotecnologia).</li> <li>. Questões políticas e geopolíticas, com destaque para incerteza política nalguns países europeus, em linha com o calendário eleitoral.</li> <li>. Desaceleração económica na China.</li> <li>. Novos estímulos monetários.</li> <li>. Ambiente de incerteza em torno do Brexit, à medida que forem sendo conhecidos novos desenvolvimentos.</li> </ul>
<p><b>Commodities</b></p> <p>. Em termos globais, permanece o cenário de oferta sem constrangimentos e uma procura globalmente menor. No mercado energético, a oferta continua superior à procura, embora a OPEP tenha conseguido um acordo de redução da produção na maioria dos países pertencentes à organização, mais a Rússia. Deverá levar algum tempo a alcançar-se um novo equilíbrio, mas não deixa de ser um feito importante que concorre para um preço mais suportado. Também nos restantes mercados - metais para a indústria, bens alimentares, etc. - a oferta tem sido satisfatória não havendo pressão de subida dos preços.</p> <p>. A necessidade de encontrar activos de menor risco dá suporte ao preço dos metais preciosos, embora a possibilidade de juros do dólar mais altos possa criar atrito.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. 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.</li> <li>. Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes, geradores de volatilidade nos preços.</li> <li>. No Reino Unido, o Brexit acrescentou incerteza e indefinição aos mercados.</li> </ul>

## **EUROPEAN BANKING CONGRESS 2016 – BREVES NOTAS**

**As questões de ordem política assinalaram naturalmente o encontro, para além do já habitual marcar de posição relativamente à política monetária europeia por parte da ala que se opõe ao aprofundamento das políticas de quantitative easing. Como habitual, a intervenção do Presidente do BCE deu pistas para a próxima reunião do comité de política monetária, a realizar em inícios de Dezembro, argumentando quanto à necessidade de prossecução dos estímulos. Mais tarde, o Presidente do Bundesbank recordou os efeitos potencialmente muito gravosos da política de estímulos quantitativos, afirmando que se esbateu o papel entre política monetária e fiscal, e que a Comissão Europeia desistiu de fazer o seu papel de garante da aplicação do Pacto de Estabilidade. No seu conjunto, este encontro tornou de alguma forma evidente que os países da zona euro mais vulneráveis devem começar a preparar-se para o gradual desfazer do grau muito acomodaticio da política monetária na região.**

O encontro de 2016 ocorreu sob a temática “Reinicializar a Europa”, traduzido do inglês “Rebooting Europe”. O aumento do populismo nos países desenvolvidos e a conseqüente incerteza que esta tendência suscita quanto ao futuro, dada a ocorrência de diversos plebiscitos na Europa num curto espaço de tempo, constituiu um dos temas principais abordados e uma das maiores preocupações referidas no Congresso deste ano. O voto de aprovação da desvinculação do Reino Unido da União Europeia e a eleição surpreendente do candidato republicano Donald Trump para presidente dos EUA suscitam receios de que as tendências nacionalistas venham a aumentar, permitindo o reforço do posicionamento de partidos antieuropeístas no quadro político europeu. As maiores preocupações centram-se no resultado dos próximos actos eleitorais, ou consultas populares, começando pelo referendo à alteração da Constituição italiana e eleições Presidenciais na Áustria, no próximo dia 4 de Dezembro, eleições Presidenciais em França e legislativas na Holanda e Alemanha, no próximo Outono. Esta foi a principal preocupação no âmbito político, dada a perturbação e incerteza que causa nos mercados financeiros, com inevitável impacto económico.

Relativamente a França, cujo processo de eleição arranca em Abril, surgiram argumentos de que o desenho do próprio processo eleitoral, em que os franceses têm de ir duas vezes às urnas até o candidato ser escolhido, sugere que a decisão será bastante ponderada e os resultados não deverão ser inesperados, sendo certo que Marine Le Pen, líder do partido Frente Nacional, de extrema-direita, estará presente sendo um dos candidatos com mais elevada probabilidade de obter um bom resultado.

### **1. INTERVENÇÃO DE DRAGHI CONFIRMA QUE O PENDOR DA POLÍTICA MONETÁRIA MANTER-SE-Á MUITO ACOMODATÍCIO**

O Presidente do BCE destacou o facto de as economias da zona euro só em 2016 deverem alcançar o patamar de criação de riqueza que se verificava antes da crise financeira internacional, de 2008. Esta recuperação ocorre apenas 7.5 anos após a crise, sendo que é aparentemente mais abrangente e menos diferenciada entre os vários países. Mas, apesar da melhoria da conjuntura, continua a considerar que é necessária a manutenção das actuais condições financeiras, que não têm precedentes, para assegurar o regresso sustentado da taxa de inflação ao objectivo.

O **reforço da solvência do sistema bancário** foi um dos aspectos apresentados como sinalizando que a economia está actualmente mais saudável. O reforço da regulação, pós-crise financeira internacional, tornou o sector consideravelmente mais robusto em termos de capital, alavancagem, liquidez e tomada de risco. Rácios de capital Tier 1 aumentaram de cerca de 7% antes da crise para cerca de 14% actualmente; os rácios de alavancagem para os maiores bancos estão em torno dos 4%; o rácio de liquidez foi implementado em 2015 e a maior parte dos bancos está a cumprir as exigências para 2018.

Reconheceu alguma incerteza que advém deste ímpeto regulador pois pode ser exigido mais capital aos bancos, incerteza que pesa na avaliação do prémio de risco do sector, com impacto no mercado de capitais. Neste contexto afirma que o enfoque a partir de agora deve ser na implementação e não em novos desenhos de regulação.

Como evidência da melhoria da saúde do sistema bancário citou a melhoria das condições de financiamento: desde meados de 2014 as taxas de juro activas médias desceram cerca de 100 p.b. para famílias e empresas; o crédito a particulares e empresas está a crescer após vários anos de contracção.

Esta alteração no mercado de crédito possibilitou que a **recuperação económica fosse feita cada vez mais com base na procura interna**: nos últimos dois anos, em média, a procura interna adicionou cerca de 1 p.p. ao crescimento, suportada por condições financeiras muito acomodaticias. Em contraste, a procura externa pouco contribuiu reflectindo a deterioração da envolvente global. Esta é uma alteração importante do ponto de vista do cenário para a inflação, dado que torna a economia menos vulnerável a choques externos.

A **melhoria no mercado de trabalho** constituiu outra consequência importante: a taxa de desemprego desceu de 12% para 10% actualmente; a população activa e a taxa de participação aumentaram. Em contrapartida estes dois últimos factores reduzem as pressões salariais e atrasam o regresso à situação de pleno emprego; mas em simultâneo, reforçam o produto potencial, tendo efeito positivo na oferta e na procura agregada. Efectivamente é elevada a elasticidade do consumo privado a novas contratações.

**EUROPEAN BANKING CONGRESS 2016 – BREVES NOTAS (cont.)****Justificação de prudência**

Há três factores que justificam cautela na avaliação das condições actuais, segundo Draghi, e que desaconselham optimismo excessivo quanto às perspectivas:

- **A rentabilidade da banca** – neste contexto, interessa acompanhar os preços das acções da banca na medida em que estes condicionam a sua capacidade de concessão de crédito. A situação de baixo crescimento e baixa inflação pesam muito na rentabilidade do sistema bancário, com consequências nas taxas de juro. Mas os aspectos legais também pesam. É fundamental gerar ambiente que facilite a aceleração da resolução do problema de NPL's. Mas os problemas de sobre-capacidade e estruturas de custos ineficientes também têm que ser resolvidos; estes podem ter sido evidenciados pela envolvente de baixas taxas de juro mas não foram certamente gerados por elas.
- **A fraqueza da dinâmica da inflação** – Output gap persistente mantém dinâmicas de preços muito baixas. A taxa de inflação de Outubro aumentou para 0.5%, o patamar mais elevado em cerca de 2 anos mas ainda muito abaixo do objectivo. E a subida que espera nos próximos meses reflecte a diluição mecânica do efeito da queda expressiva dos preços do petróleo no período homólogo; ou seja, não se perspectiva o fortalecimento da dinâmica da inflação. E esta terá que ser auto-sustentada.
- **A dependência da recuperação do grande grau de acomodação da política monetária** – Reconhece que a recuperação do crédito é grandemente estimulada pelo grau acomodatório da política monetária. De acordo com estudos efectuados, as medidas de QE deverão contribuir para aumentar a taxa de inflação em 2016-17 em cerca de 0.5 p.p.; o seu contributo para o PIB anual estima-se em 1.5p.p. entre 2015 e 2018. Ou seja, a política monetária é o ingrediente fundamental para o cenário de reflução da UEM nos próximos tempos.

**2. PRESIDENTE DO BUNDESBANK RECORDA A OPOSIÇÃO À ACTUAL POLÍTICA DE QE NO CONSELHO DE GOVERNADORES DO BCE**

Weidman começou por afirmar que tudo o que desce também tem que subir, aludindo à acentuada queda das taxas de juro, negativas ao longo da curva de rendimentos pelo menos até aos 5 anos, no caso da Alemanha. Argumentou de forma veemente contra a política monetária não convencional, pois tem efeitos colaterais potencialmente muito gravosos.

Diversos **factores temporários explicam o actual quadro de inflação muito baixa**, designadamente o fraco crescimento, a queda significativa do preço das commodities e a desalavancagem.

Não concorda com alterações ao target de inflação, que seriam contra producentes qualquer que seja o seu sentido de alteração.

Afirma que as taxas de juro negativas têm um impacto muito grande na rentabilidade dos bancos e que o BCE não pode ignorar que este efeito tem consequências no grau de eficácia da política monetária: os bancos estão dispostos a conceder menos crédito.

Outras complicações surgem devido aos efeitos colaterais da política monetária muito acomodatória: a aquisição de títulos de dívida pública tem vindo a esbater a linha que separa a política monetária da política orçamental e tal poderá reduzir a pressão para os governos da zona euro fazerem consolidação orçamental. **“Infelizmente estas forças de mercado são o único mecanismo que resta para incentivar finanças públicas saudáveis pois a Comissão Europeia basicamente desistiu de forçar a aplicação das regras do pacto de Estabilidade. Ou seja, são os políticos que têm a chave de aumentar o crescimento através de reformas estruturais e não os bancos centrais”.**

## REUNIÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE DE DEZEMBRO

**O Banco Central Europeu surpreendeu o mercado, estendendo o programa de compra de activos até Dezembro de 2017, mas anunciando também que a partir de Abril o montante das compras mensais voltará aos 60 mil milhões de euros (mme) iniciais (até lá mantêm-se nos 80 mme). A surpresa surgiu também no que respeita à decisão dos aspectos técnicos do programa, nomeadamente no que respeita ao programa de compra de dívida pública, na medida em que não houve flexibilização dos limites para as compras de dívida, mas tão só a inclusão da dívida com maturidade até um ano no cabaz de títulos que podem ser comprados pelo BCE e a eliminação da regra que limitava a compra de títulos a verificação de uma *yield* superior a -0.4% (nível da taxa marginal de depósitos). As alterações técnicas são aplicáveis a partir de 2 de Janeiro de 2017.**

As alterações introduzidas, nomeadamente no que se refere ao montante mensal de compras, foram acompanhadas de declarações de que a autoridade monetária não hesitará em alterá-lo, ie aumentar o montante das aquisições, caso as condições económicas e financeiras se deteriore, e/ou estendê-lo para além de Dezembro de 2017. Paralelamente foi referido que não foi discutida a possibilidade de início de uma redução temporal do montante das aquisições (*tapering*), embora alguns analistas considerem que a redução de compras mensais sinalize precisamente o princípio daquele processo.

Relativamente às medidas convencionais de política monetária, mantiveram-se inalterados os níveis das taxas de juro directoras, ie a taxa principal de refinanciamento em 0.0%, a taxa marginal dos depósitos em -0.4% e a taxa marginal de cedência de fundos em 0.25%. Paralelamente, foi mais uma vez referido que estes níveis não deverão ser alterados no período de vigência do programa de compra de activos de longo prazo, dando suporte a que as taxas de juro Euribor, sobretudo nos prazos mais curtos, se mantenham em tornos dos níveis actuais durante um prolongado período de tempo.

Foram publicadas as novas previsões macroeconómicas, as quais sofreram apenas pequenas alterações face às anteriores, publicadas em Setembro. O crescimento da zona euro foi revisto para 1.7% em 2017, mais 0.1 pontos percentuais (p.p.) do que antes, em 2018, a previsão manteve-se em 1.6% e a previsão apresentada para 2019 considera que o ritmo de expansão da actividade se mantenha igual ao do ano anterior, ie, 1.6%. Relativamente ao comportamento da taxa de inflação, as estimativas do banco central são de que em 2017 se situe em 1.3%, mais 0.1 p.p. do que o esperado em Setembro, em 1.5% em 2018, menos 0.1 p.p. do que a previsão anterior e que em 2019 acelere para 1.7%.

### Quais as implicações das alterações ao programa de compra de activos de longo prazo?

Numa primeira leitura do resultado da reunião parece que o país mais beneficiado será a Alemanha, na medida em que muitos dos seus títulos soberanos estavam excluídos do programa, pois as *yields* dos títulos com prazos inferiores a cinco anos situavam-se abaixo de -0.4%. Tendo este limite sido abandonado, o montante de dívida alemã elegível aumentará consideravelmente. O mesmo se observará em outras economias do euro, ainda que a questão em torno de escassez de títulos elegíveis para o programa se focava, primordialmente, no caso alemão.

O alargamento das maturidades abrangidas pelo programa até 12 meses tenderá a favorecer todos os emitentes. No caso de Portugal, e tendo por base a caracterização das emissões de dívida pública nacional, a dívida elegível poderá aumentar em cerca de 2 mme, aumentando o período em que o BCE poderá continuar a comprar dívida pública portuguesa tendo em conta os actuais critérios. Note-se que Portugal encontra alguns contragimentos quanto ao montante de dívida elegível ainda disponível para participar no programa do BCE, já que parte destes títulos estão já na posse do BCE que os adquiriu ao abrigo do anterior SMP, reduzindo o montante da dívida portuguesa disponível. Com efeito, para Portugal as alterações técnicas que mais o beneficiariam teria sido a alteração do limite de compras de cada emissão dos actuais 33% para um nível ligeiramente superior.

Estimativa de termo de dívida pública portuguesa elegível disponível para o Programa de compra de dívida pública do BCE		
	mil milhões de euros	
	Actual	inclui dívida c/ maturidade igual a um ano
Dívida elegível	98.8	100.8
Limites das compras do BCE		
33% da dívida elegível	32.6	33.3
Capital key rebaseada (2.5%)	31.0	31.0
Dívida pública portuguesa no balanço do BCE		
Compras ao abrigo do PPSP	23.9	23.9
Compras ao abrigo do SMP (dados de Dezembro 2015)	12.4	12.4
Hipóteses:		
Títulos detidos ao abrigo do SMP elegíveis para o PPSP	4.0	4.0
Futuras Compras mensais do BCE idênticas às realizadas em Novembro	1.0	1.0
Montante disponível para o PPSP	4.7	5.4
Termo da disponibilidade de títulos elegíveis para participação nup PPSP		
Se compras idênticas às de Novembro	mar-17	abr-17
Se compras idênticas à media mensal desde o início do programa	fev-17	mar-17

Fonte: Bloomberg, BCE, calc. BPI

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 12.48 mme com maturidade média residual de 2.8 anos), o montante disponível para aquisição pelo BCE situar-se-á em 5.4 mme, o que compara com necessidades de financiamento de 12.3 mme em 2017, podendo colocar alguma pressão sobre os custos de financiamento exigidos pelos investidores.

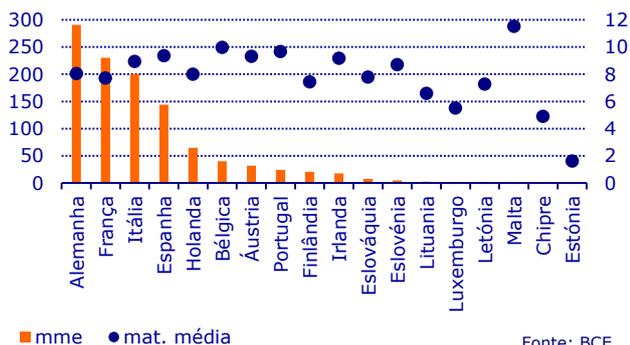
TEMAS EM DESTAQUE

REUNIÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE DE DEZEMBRO (cont.)

Os cálculos apresentados sugerem que o BCE terá de reduzir o montante das compras de dívida pública portuguesa, de forma a que esta possa continuar a participar no programa. Esta aliás parece ter sido a estratégia do BCE desde Setembro, como se pode observar nos gráficos abaixo. Note-se que mesmo que o BCE já não detivesse dívida portuguesa ao abrigo do SMP, a manutenção de um ritmo de compras próximo de 1 mme, implicaria o esgotamento da dívida elegível em Agosto/Setembro de 2017, tornando praticamente inevitável a redução do montante das compras mensais do BCE.

BCE: compras totais de dívida pública

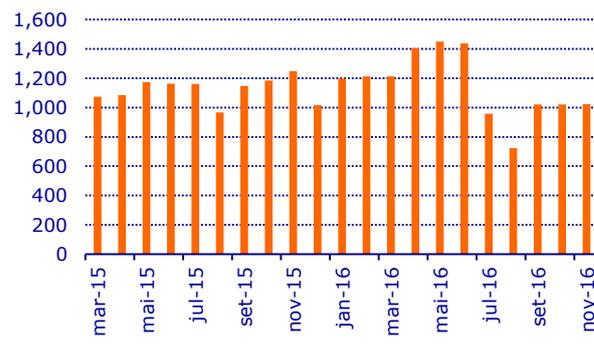
(mil milhões de euros, anos)



Fonte: BCE

BCE: compras mensais de dívida pública portuguesa

(milhões de euros)



Fonte: BCE

Finalmente, o sinal dado pela autoridade monetária europeia reforça o cenário de que esta se prepara para iniciar o processo de redução gradual de compras mensais de dívida pública, possivelmente, logo no início de 2018. Esta perspectiva assenta no facto de surgirem sinais mais positivos quanto ao andamento da actividade económica e também uma evolução mais benigna da taxa de inflação. Caso esta tendência mais positiva se mantenha ao longo de 2017, é provável que o BCE vá preparando o mercado para novas reduções dos montantes das compras mensais. Note-se contudo, que o *rollover* da dívida detida no balanço do banco central continuará a dar algum suporte ao mercado de taxa fixa, mas a inclinação da curva de rendimento será maior.

## UNIÃO BANCÁRIA: PRINCIPAIS ASPECTOS

Sendo considerado um projecto com consequências significativas na integração europeia e na estrutura do sector bancário, a União Bancária (UB) é uma peça fundamental na construção da união monetária e representa uma alteração profunda da supervisão do sector financeiro europeu. Lançada em Junho de 2012, como resposta ao despoletar da crise soberana, desenvolveu uma estrutura complexa tanto a nível operacional como de regulação, que permitiu melhorar a percepção acerca da solidez do sistema bancário europeu, mas que também tem sido alvo de críticas sobretudo no que concerne ao elevado grau de complexidade, limitativo da transparência e implicações ao nível dos custos para os bancos por efeito da necessidade de introduzir novas tarefas num período em que o negócio bancário enfrenta maiores dificuldades. Todavia, o balanço surge como positivo, na medida em que fruto da construção da União Bancária há a percepção de que o sistema bancário europeu é mais sólido agora do que há quatro anos atrás e, consequentemente, mais apto para enfrentar eventuais períodos de crise sem ter que recorrer, necessariamente, a suporte do estado, ie, sem implicar custos fiscais adicionais para os contribuintes. Mas o facto de ainda não estar finalizada incorpora alguns riscos, que se reflectem, por exemplo, no prémio de risco acrescido do sector bancário, visível no andamento dos principais índices bolsistas. Para a sua finalização, tal como foi inicialmente pensada falta ainda concretizar dois dos seus pilares: o mecanismo único de resolução, no que concerne ao fundo único de resolução e o esquema conjunto de garantia de depósitos.

Esta nota também inclui algumas reflexões sobre o tema, no âmbito da participação no terceiro colóquio anual sobre a UB, promovido pela IIF.

A União Bancária assenta em três pilares, dos quais os dois primeiros estão já em funcionamento. Estes dois pilares são o Mecanismo Único de Supervisão e o Mecanismo Único de Resolução, os quais têm por base um conjunto de regras aplicáveis a todos os países membros da União Europeia. O terceiro pilar – a criação de fundo de garantia de depósitos – ainda se encontra em fase de proposta por parte da Comissão Europeia.

### 1 – A ARQUITECTURA DA UNIÃO BANCÁRIA

#### 1º PILAR - O MECANISMO ÚNICO DE SUPERVISÃO (MUS)

Iniciou-se em Novembro de 2014, transferindo a supervisão bancária dos bancos pertencentes ao euro para o BCE, o qual desenvolve a sua tarefa em coordenação com os bancos centrais nacionais. O seu principal objectivo é a determinação atempada de situações de falhas de capital. O BCE é directamente responsável pelos 120 grupos mais significativos<sup>1</sup> da zona euro, os quais representam cerca de 1200 entidades supervisionadas e que no seu conjunto correspondem a cerca de 85% dos activos totais dos bancos da zona euro; e os bancos centrais nacionais pelos restantes, cerca de 3500 entidades. A actividade do MUS apoia-se num conjunto de regras prudenciais inscritas no conjunto único de regras (*single book*) e que fazem parte dos Regulamentos de Requisitos de Capital (CRR) e da Directiva de Requisitos de Capital (CRD4), transpostos para a União Europeia a partir dos acordos de Basileia III, publicados em Dezembro de 2010. Resumidamente, estes documentos incluem regras relativas aos requisitos de fundos próprios, protecção dos depositantes, prevenção e gestão de situações de insolvência bancária.

Ao abrigo do MUS, o BCE e a EBA (*European Banking Authority*) levaram a cabo em 2014 a Revisão da Qualidade dos Activos (RQA), a qual constituiu um passo preliminar antes da introdução do sistema único de supervisão. Também em 2014, e em paralelo à RQA, foram realizados testes de esforço a 130 bancos europeus representando cerca de 82% dos activos totais dos bancos do euro, pondo em evidência a importância da avaliação do capital no novo modelo de supervisão. Esta avaliação abrangente da solidez das instituições financeiras baseou-se na Regulação de Requisitos de Capital (CRR).

Depois deste exercício, a análise dos activos dos bancos passou a ser efectuada por auditores externos, os quais a partir de 2014 passaram a desempenhar um importante papel nesta área. Esta delegação de funções ainda está em curso, mas levanta algumas questões em torno das diferenças existentes ao nível da regulamentação sobretudo ao nível das imparidades e provisões.

A actual agenda prevê que estes problemas estejam resolvidos em 2018, quando as Novas Normas internacionais de Contabilidade (*International Financial Reporting Standards - IFRS*) entrarem em vigor. Entretanto, vão sendo introduzidas algumas alterações na forma de contabilização, nomeadamente no que se refere à realização de provisões com base em perdas expectáveis e não já incorridas, o que melhora a avaliação do risco na medida em que antecipa problemas, mas torna o seu cálculo mais complexo e subjectivo, podendo dar origem a disparidades.

Em 2016, a EBA repetiu os testes de esforço – abrangendo os 51 maiores bancos e que representam 70% dos activos na EU - com o objectivo de avaliar a posição de capital destes bancos ao longo de um período de três anos, ie, até 2018 num cenário base e num cenário adverso. Contrariamente aos testes de 2014, os de 2016 não determinam níveis mínimos de capital, mas

<sup>1</sup>Instituições significativas são aquelas que preenchem uma ou mais das seguintes condições: i) valor total dos activos excede 30 mil milhões de euros ou, caso o valor dos activos seja inferior a 5 mil milhões de euros excede 20% do PIB nacional; ii) é uma das três instituições de crédito mais significativas num Estado-Membro; iii) recebe assistência financeira pública directa do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE); iv) o valor total dos seus activos excede 5 mil milhões de euros e o rácio dos seus activos/passivos transfronteiras em mais do que um Estado-Membro participante em relação aos seus activos/passivos totais é superior a 20%. Independentemente do preenchimento destes critérios, o MUS pode classificar uma instituição como significativa para garantir a aplicação coerente de elevados padrões de supervisão.

**TEMAS EM DESTAQUE**

**UNIÃO BANCÁRIA: PRINCIPAIS ASPECTOS (cont.)**

os resultados são incorporados no processo de análise e avaliação para fins de supervisão de 2016 (SREP), com o objectivo de definir as orientações de capital do Pilar 2, o qual inclui requisitos mínimos de capital. No âmbito do SREP de 2016, os requisitos de capitais próprios são constituídos por duas partes, uma que constitui as exigências do Pilar 2 (vinculativas) e outra que constitui as orientações do Pilar 2 (não vinculativas).

O foco no capital por parte da nova metodologia de supervisão traduz-se em restrições ao nível da distribuição de dividendos. Com base nos resultados do SREP, o supervisor informa cada banco do montante máximo que pode distribuir na forma de dividendos ou bónus. Estes limites são estabelecidos tendo por base critérios prudenciais que asseguram que após a distribuição dos respectivos dividendos, o banco se encontra numa posição confortável de forma a responder às necessidades de capital presentes e futuras. Embora esta não seja uma medida totalmente nova, duas preocupações surgem à sua volta: 1) relaciona-se com a obrigatoriedade de uma IF estar obrigada a estes limites, independentemente de os resultados dos testes de esforço e dos níveis de capital serem adequados; 2) prende-se com o facto das restrições aplicadas a cada IF serem confidenciais, podendo levantar questões de transparência junto dos investidores.

Fases do modelo de supervisão Europeu



Fonte: PwC

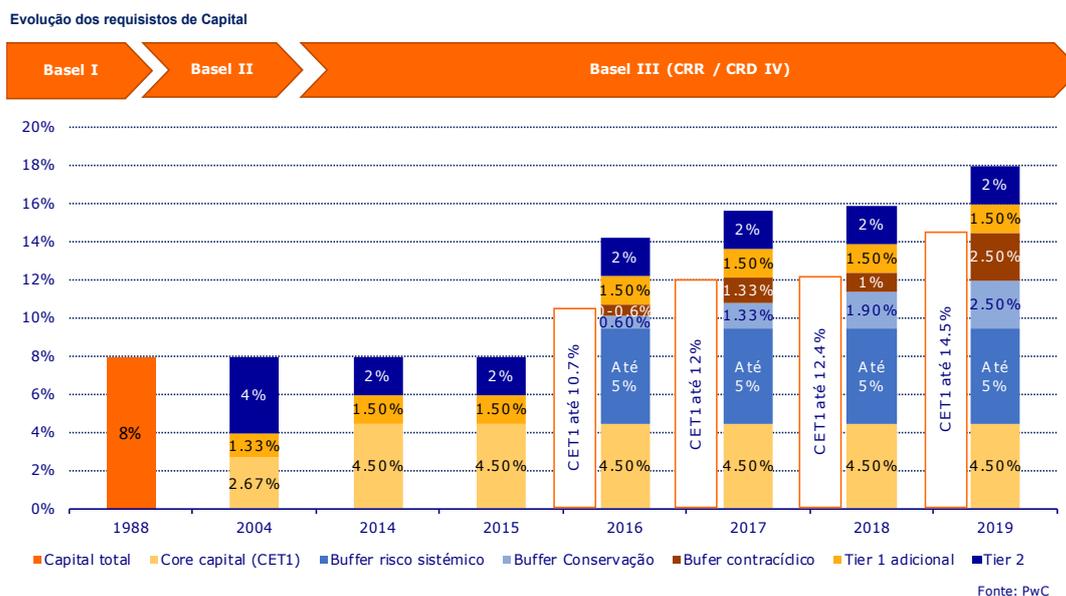
**Requisitos de capital**

Desde o início da União Bancária tem vindo a assistir-se ao reforço dos níveis de capital mínimos exigidos, como forma de assegurar que os bancos estejam mais bem preparados para futuras crises. Neste âmbito e de acordo com a vice presidente do Conselho de Supervisão<sup>2</sup>, o nível de capital Tier 1 (CET1) que o BCE actualmente exige situa-se em média nos 10.1% dos activos ponderados, com um intervalo entre 8-14%, o que contrasta com um nível médio de 8% exigido em 2012.

As alterações que se tem vindo a assistir nos níveis de capital mínimo exigido prendem-se com as alterações nos acordos de Basileia. Com efeito em Basileia I determinava-se que o capital mínimo seria de 8% dos activos ponderados, mas em Basileia III foram introduzidas alterações na composição do rácio. Manteve-se o nível mínimo de 8%, mas determinou-se que a partir de 2015 o core Tier 1, constituído por acções e lucros retidos, passa de 2% para 4.5%. Adicionalmente foram introduzidos dois buffers de capital: o 1º é obrigatório e denomina-se almofada de conservação de capital e é de 2.5%, e que deve estar totalmente cumprido em 2019; o 2º é uma almofada de capital contra cíclico e deverá situar-se entre 0-2.5%. Este pode ser exigido pelos BCNs em períodos de forte crescimento do crédito. Estes requisitos fazem parte da IV Directiva Europeia de Requisitos de Capital (ECRD IV) e são os mesmos para todo o sector (*one fit to all*).

<sup>2</sup>[www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp151117\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp151117_1.en.html)

## UNIÃO BANCÁRIA: PRINCIPAIS ASPECTOS (cont.)



### Governança

Para além do foco no capital, o MUS também se debruçou sobre a tentativa de criação de um sistema uniforme de orientações ao nível da governança, mas não a imposição de um modelo único de governança. Neste âmbito, em 2015 o supervisor levou a cabo uma revisão temática da governança e gestão do risco baseado em inspecções a 113 bancos pelos quais é directamente responsável, de forma a obter uma ideia alargada da situação da banca e identificar as melhores práticas que poderão ser partilhadas. O resultado desta revisão permitiu em alguns casos a realização de recomendações específicas aos bancos, mas os principais resultados relacionam-se com o facto de que o conhecimento mais abrangente de diversos aspectos da gestão ser um factor facilitador do processo de avaliação e revisão da supervisão (SREP). Dos poderes do MUS faz parte a possibilidade da supervisão de alterações na estrutura de governança ou em determinadas funções de forma a fortalecer determinadas área. Os principais aspectos sobre os quais se debruça a análise do modelo de governança são a composição e funções do conselho de administração, avaliação da informação reportada ao CA, controle e qualidade das discussões, nomeadamente através da existência de actas que permitem avaliar a qualidade da informação a que o CA tem acesso e existência de uma estrutura de tomada de risco adequada (*Risk Appetite Framework – RAF*). Neste último aspecto da análise da governança são avaliados indicadores de solvabilidade, liquidez, rentabilidade, qualidade dos activos e outros, com o objectivo de facilitar a tomada de decisões correctivas.

### O processo de avaliação de revisão da supervisão (SREP)

O supervisor revê anualmente a situação de cada banco tendo por base o processo de avaliação de revisão da supervisão (SREP), que tem como finalidade verificar se os requisitos de cada IF estão acima ou abaixo do mínimo de capital exigido tendo em conta especificidades do risco das instituições de crédito, dos respectivos mecanismos de governança e da sua situação em termos de capital e liquidez. O processo inclui também a avaliação do risco de gestão do banco, avaliação de perdas esperadas ou eventuais que possam ocorrer num período de 12 meses. O resultado da análise é um montante de capital em percentagem dos activos ponderados que serve para cobrir riscos associados ao negócio e que é somado ao rácio mínimo de 8% aplicado a todos os bancos e respectivas almofadas de conservação de capital e de capital contra cíclico (caso se aplique). Os três principais elementos do SREP são:

- um sistema de avaliação do risco (RAS) que avalia os níveis de risco e os controlos de risco das IC's;
- a análise alargada dos processos internos de avaliação da adequação dos fundos próprios (*Internal Capital Adequacy Assessment Process – ICAAP*) e da adequação da liquidez (*Internal Liquidity Adequacy Assessment Process – ILAAP*) das instituições;
- uma metodologia de quantificação das reservas de capital e de liquidez, que permite avaliar as necessidades de capital e de liquidez das instituições de crédito em função dos resultados do exercício de avaliação do risco.

À análise do modelo de negócio, governança e controle interno, risco de capital e de liquidez no âmbito do SREP é atribuída uma classificação entre 1 (melhor risco) e 4 (pior risco). E com base na classificação de cada um destes indicadores é atribuída uma classificação global ao banco, a qual é usada na determinação dos requisitos de capital específico de cada banco e adicionado ao requisito mínimo de capital especificado nos acordos de Basileia. A título de exemplo, um banco classificado pelo SREP como sendo de risco moderado terá de ter um rácio de capital total de 10% = Tier 1 core de 4.5%+buffer de conservação 2.5%+ um requisito de capital de 3% associado ao resultado do SREP.

## TEMAS EM DESTAQUE

### UNIÃO BANCÁRIA: PRINCIPAIS ASPECTOS (cont.)

Outro factor na avaliação do nível de capital é o risco sistémico aplicável a bancos considerados importantes a nível global, os quais são obrigados a constituir uma reserva de capital equivalente ao rácio CET1 entre 1 e 3.5% dos activos ponderados durante um período de 3 anos. Este rácio baseia-se no grau de actividade transfronteira, dimensão, interconectividade e complexidade da instituição. A lista destas instituições foi publicada em Novembro de 2015 e inclui 30 bancos considerados sistemicamente importantes a nível global.

Também primordial no mecanismo de supervisão é a avaliação da capacidade da IF gerar lucros. Neste capítulo, o supervisor exige aos bancos informação detalhada acerca das suas estratégias de médio prazo. Esta exigência do BCE tem como finalidade o reconhecimento por parte das IF dos seus pontos fortes e fracos e estabelecimento de planos apropriados, os quais poderão incluir fusões. Neste capítulo, a EBA aprovou uma série de orientações para levar a cabo as Análises do Modelo de Negócio Periódicas. O objectivo é determinar a robustez das IF em 2 períodos de tempo diferentes: o primeiro avalia a viabilidade do modelo actual na geração de lucros nos próximos 12 meses; e o segundo a sustentabilidade da estratégia do banco em gerar lucros num período de 3 anos com base em planos estratégicos e previsões financeiras. Estes critérios devem ser as orientações para a revisão temática do modelo de negócio de um banco sobre o controlo directo do BCE, e que por sua vez irá suportar a avaliação dos requisitos de capital e outros factores que fazem parte do processo de supervisão.

#### 2º PILAR - O MECANISMO ÚNICO DE RESOLUÇÃO (MUR)

O mecanismo de resolução único entrou em vigor a 1 de Janeiro de 2016 e tem como finalidade assegurar a continuação das funções bancárias mais críticas de um banco em caso de crise, assegurando também a protecção dos depositantes e dos contribuintes. O MUR é composto pelo i) Conselho Único de Resolução (CUR) e ii) Fundo Único de Resolução (FUR).

O Conselho Único de Resolução (CUR) é o principal órgão de decisão do Mecanismo Único de Resolução, sendo responsável por:

- i) programas de resolução para bancos em situação de insolvência, incluindo a aplicação dos instrumentos de resolução e a utilização do Fundo Único de Resolução;
- ii) fases de planeamento e resolução dos bancos transfronteiriços e dos bancos directamente supervisionados pelo BCE;
- iii) por todos os casos de resolução, independentemente da dimensão do banco, caso a resolução solicite o recurso ao Fundo Único de Resolução;
- iv) e tem a responsabilidade final por todos os bancos da união bancária, podendo decidir exercer a qualquer momento os seus poderes relativamente a qualquer banco.

**O Fundo Único de Resolução é um fundo criado a nível supranacional que será progressivamente financiado nos próximos 8 anos até que atinja 55 mil milhões de euros, equivalente a 1% do montante dos depósitos cobertos das instituições de crédito e que será utilizado na resolução de bancos em situação de insolvência, depois de esgotadas outras opções, como o instrumento de recapitalização interna.**

A contribuição de cada banco será calculada proporcionalmente ao montante do seu passivo (excluindo os fundos próprios e os depósitos cobertos) em relação ao passivo agregado (excluindo os fundos próprios e os depósitos cobertos) de todas as instituições de crédito autorizadas nos Estados-Membros participantes. As contribuições serão ajustadas proporcionalmente aos riscos assumidos por cada instituição. No período transitório de 8 anos, o FUR é constituído por fundos nacionais, os quais serão progressivamente incorporados no FUR.

No âmbito da constituição do FUR e contribuições das IF's dos vários estados-membros, refere-se que recentemente o Governo português decidiu alargar a maturidade do empréstimo de 3.9 mil milhões de euros, realizado pelo Estado ao Fundo de Resolução português em Agosto de 2014 para o financiamento da resolução do BES de forma a que o esforço contributivo dos bancos para o Fundo não se agrave, garantindo, assim que os bancos não terão de realizar contribuições extraordinárias, independentemente das responsabilidades adicionais que o Fundo de Resolução possa vir a incorrer.

A actuação do MUR assenta em duas fases. Numa primeira fase realizam-se os planos de recuperação precoce por parte de cada uma das IC's onde estão descritas as práticas a adoptar em caso de registo de desequilíbrios graves e tem como finalidade permitir que o banco possa continuar em funcionamento em períodos de crise. Estes planos são desenvolvidos internamente, pelos gestores do banco a não ser que o supervisor decida intervir antecipadamente, por verificação de situações de desequilíbrio graves. Numa segunda fase, a ser aplicada em caso de insucesso dos planos de reestruturação, será desenvolvido o plano de resolução do banco, e que inclui a tomada das perdas por parte dos accionistas e dos credores, garantindo que os contribuintes não terão de suportar os custos da resolução. Esta garantia será assegurada pelo cálculo antecipado dos requisitos mínimos de fundos próprios e de passivos elegíveis realizado ao longo de 2016 (MREL). Nesta fase serão também decididas questões em torno da transferência de parte do negócio para um banco de transição, separação de activos tóxicos de não tóxicos e venda de partes do banco.

O cálculo antecipado dos requisitos mínimos de fundos próprios e de passivos elegíveis realizado (MREL) para cada IF é realizado pelo Conselho Único de Resolução e tem como finalidade tornar efectiva a garantia de que os custos de insolvência de uma IF

## UNIÃO BANCÁRIA: PRINCIPAIS ASPECTOS (cont.)

não é suportada pelos contribuintes e depositantes. O seu cálculo depende de um conjunto alargado de factores, dos quais fazem parte a estratégia de resolução e as barreiras à resolução e que podem incluir aspectos legais, operacionais, financeiros, etc.

### Modelo Único de Resolução



Fonte: PwC

### 3º PILAR - FUNDO EUROPEU DE SEGURO DE DEPÓSITOS (FESD)

A construção do 3º Pilar ainda não está finalizada, sendo que a proposta da Comissão Europeia, visa que esta se realize em três fases:

- fase de resseguro e que decorrerá até 2020:** o FESD contribuirá com um montante específico de assistência de liquidez ao sistema nacional de garantia de depósitos e absorverá um montante específico da perda total em que o sistema nacional de garantia de depósitos incorre num procedimento de resolução bancária;
- fase de cosseguro, até 2024:** o FESD assumirá um maior contributo para as perdas incorridas pelos sistemas nacionais;
- a partir de 2024 (sistema de seguro integral):** o FESD assumirá plenamente o seu objectivo de garante dos depositantes.

O FESD, gerido pelo Conselho Único de Resolução, será equivalente a 0.8% dos depósitos cobertos de todo o sistema bancário europeu e prevê determinadas regras a serem aplicadas nas várias fases.

Na fase de resseguro, os fundos nacionais só terão acesso ao fundo europeu se tiverem cumprido os requisitos para a manutenção de um certo nível de fundos próprios e só depois de terem esgotado os fundos próprios;

Na fase de cosseguro os sistemas nacionais só poderão ter acesso ao FESD se tiverem cumprido os requisitos para a manutenção de um nível de financiamento específico, deixando de estar sujeitos à condição de terem esgotado os fundos próprios antes de acederem ao fundo único europeu.

### 2 - INQUIETAÇÕES QUE SURGEM DO PROCESSO DE CONSTRUÇÃO DA UNIÃO BANCÁRIA

Como referido no início deste artigo, os benefícios da UB são amplamente reconhecidos, nomeadamente no que concerne aos níveis de capital, segurança, uniformidade de critérios e boas práticas, sendo inquestionável que a sua existência é uma peça fundamental na construção da união monetária, mas traz também maior complexidade, colocando novos desafios operacionais e financeiros à banca. Com efeito, a percepção de uma maior solidez do sistema bancário europeu é acompanhada pela percepção de que o desenvolvimento de um complexo sistema de regulação tem implicações desfavoráveis no negócio bancário, na medida em que novas regras requerem alterações estruturais e organizacionais significativas, afectando a actividade normal dos bancos, obrigando-os a desviar recursos num período em que a actividade bancária enfrenta maiores desafios em consequência da crise financeira (elevados níveis de crédito mal parado, taxas de juro baixas ou negativas, alterações tecnológicas), aumentando os receios de que um excesso de regulação possa impactar negativamente nos resultados dos bancos, aumentando o risco de insolvência. Em suma, teme-se que o ímpeto regulador seja excessivo, pesando e minando a capacidade dos bancos desempenharem cabalmente a sua função de intermediação financeira, tão importante no contexto europeu.

A discussão de alguns dos aspectos que geram maior preocupação por parte dos bancos e/ou investidores esteve presente no 3º colóquio anual sobre a UB (mais focada na implementação do SREP e início do 2º pilar), promovido pela IIF, dos quais se destacam alguns dos factores mais presentes nos vários painéis:

- Aplicação de um sistema único de supervisão a diferentes sistemas bancários reduz a importância da avaliação do risco associado ao facto de a actividade doméstica de um banco ser diferente de país para país; a referência às dificuldades de construção e implementação de um sistema de supervisão único aplicável a diferentes sistemas bancários foi referido também no âmbito do mecanismo único de resolução, na medida em que as diferenças entre os bancos nos diversos países implicará diferentes processos de resolução/recuperação. Neste âmbito foi referida a necessidade de introdução de um maior grau de flexibilidade nos mecanismos de regulação europeus.

**TEMAS EM DESTAQUE**

**UNIÃO BANCÁRIA: PRINCIPAIS ASPECTOS (cont.)**

- ii) A complexidade da metodologia que serve de base ao modelo de supervisão foi referida, nomeadamente no que se refere aos critérios que regem a revisão dos modelos internos de avaliação dos níveis de capital.
- iii) Potencial criação de situações de conflito no processo de consolidação de contas entre casa-mãe e filiais, na medida em que a aplicação do processo de avaliação e revisão da supervisão pode ter exigências diferentes caso as IF's envolvidas sejam consideradas significativas, e por isso supervisionadas directamente pelo BCE, e outras não significativas e por isso supervisionadas pelos bancos centrais nacionais, cujas regras podem apresentar divergências face às do BCE;
- iv) Embora tenha sido reconhecido que o desenvolvimento do processo de análise e avaliação para fins supervisão (SREP) foi um bom ponto de partida para a harmonização das regras de supervisão na zona euro, foi referido que a falta de clareza na comunicação em torno de quais as necessidades de recapitalização dos bancos gerou um ambiente de maior incerteza entre os investidores.

## CRESCIMENTO ECONÓMICO GRADUAL NA ZONA EURO

Ainda que o PIB real tenha ultrapassado os níveis pré-crise, a economia na área do euro continua a crescer a um ritmo mais lento do que observado antes da crise financeira. O cenário traçado pela Comissão Europeia e OCDE para a economia da área do euro é de crescimento modesto para os próximos dois anos. No entanto, certo parece ser o facto de o ritmo de expansão continuar díspar entre os vários países membros, em linha com os legados da crise que ainda se fazem sentir em alguns deles. A este ponto, o destaque vai para a elevada taxa de desemprego, crédito malparado e o endividamento do sector privado e público. Os riscos são claramente descendentes, relevando o contexto de incerteza que se avizinha a vários níveis.

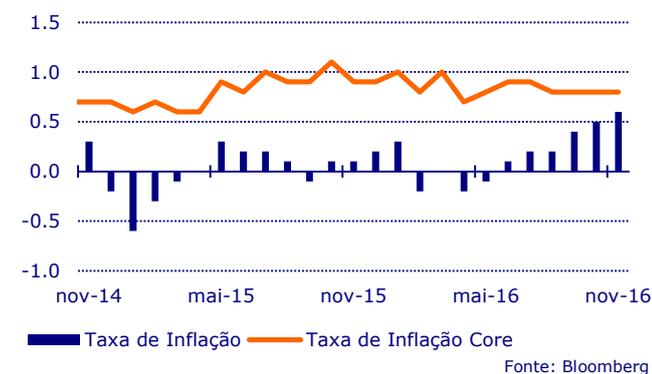
### Crescimento Económico em 2016

A recuperação da actividade económica na Zona Euro tem sido feita a um ritmo mais lento do que seria expectável, considerando os factores de suporte. Ao longo de 2016, a economia da região tem favorecido de um conjunto de factores de impulso, nomeadamente os baixos preços do petróleo, os efeitos tardios da depreciação do euro, a política monetária acomodatória e uma política fiscal mais benéfica do crescimento. O consumo privado tem sido o grande favorecido com estes factores, revelando-se o principal *driver* da recuperação económica.

No entanto, o crescimento tarda em atingir o ritmo de recuperação evidenciado em crises passadas, restringido pelo acentuar das tensões geopolíticas e incerteza política, desaceleração económica noutros países, nomeadamente nas economias emergentes, e fraco crescimento do comércio internacional. Ao mesmo tempo, é notória a prevalência dos legados da crise que se fazem sentir em alguns Estados-Membros. Neste ponto incluem-se o peso relevante do crédito malparado, níveis de desemprego significativos, o elevado endividamento das famílias e empresas, os processos de desalavancagem e o ajustamento dos balanços, particularmente no sector bancário, com impacto numa menor eficiência do canal de transmissão da política monetária.

### Taxa de Inflação continua a recuperar, ainda que a core se mantenha em 0.8% pelo 4º mês consecutivo

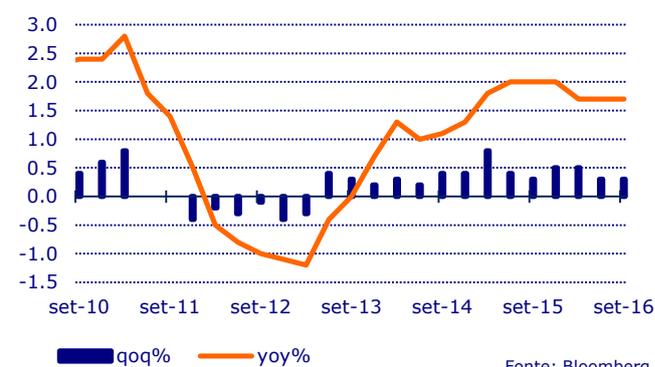
(variação yoy%)



No 3T, o PIB avançou 0.3% q/q e 1.7% y/y; o consumo privado foi a componente que mais contribuiu para o crescimento (0.2 pontos percentuais), seguido do consumo público e da variação das existências (cada uma destas componentes acrescentou 0.1 pontos percentuais ao PIB). As importações subtraíram 0.1 p.p. ao crescimento e os contributos das exportações e do investimento foram nulos. Assim, é possível verificar que a Zona Euro atingiu um crescimento médio de cerca de 0.4% q/q e de 1.7%

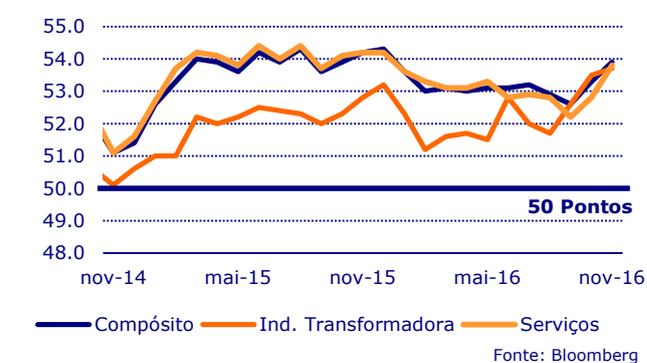
### Actividade económica na área do euro recupera de forma moderada

(yoy%; qoq%)



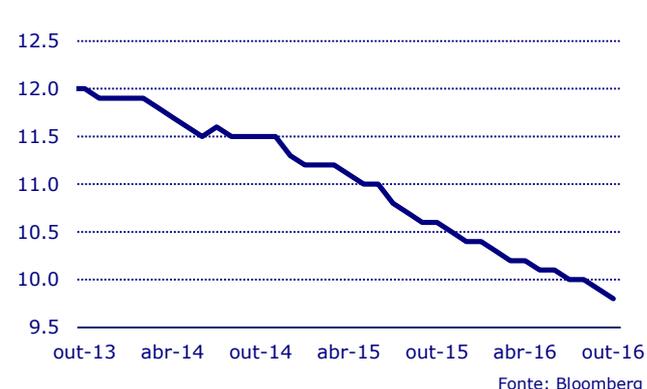
### Indicador PMI tem revelado um 4T mais positivo

(pontos)



### Taxa de desemprego

(percentagem)



## TEMAS EM DESTAQUE

**CRESCIMENTO ECONÓMICO GRADUAL NA ZONA EURO (cont.)**

em termos homólogos, nos primeiros 9 meses do ano. Estes valores comparam desfavoravelmente com os do mesmo período do ano anterior, 0.5% q/q e 1.9% y/y. Em causa estará a gradual eliminação dos factores de suporte, os impedimentos decorrentes dos legados da crise e o aumento da complexidade da situação política na região. **Ainda assim, os indicadores disponíveis para o último trimestre do ano apontam para a manutenção das dinâmicas de crescimento.** O indicador PMI compósito regista melhorias consideráveis em Outubro e Novembro, transversal aos dois sectores de análise, serviços e indústria transformadora. A par deste indicador, também o de sentimento económico tem evidenciado dados positivos, registando em Novembro o valor mais elevado do ano (106.5).

**Perspectivas económicas para o futuro****A Comissão Europeia reviu em alta a projecção económica para o corrente ano, mas reviu em baixa a perspectiva para 2017.**

De facto, a instituição considera que os factores externos de impulso à actividade económica que a área do euro tem vindo a beneficiar começam a esbater-se este ano e no próximo, nomeadamente os preços do petróleo e a depreciação do euro. Ao mesmo tempo, é esperado que o impulso dado pela política fiscal não seja tão acentuado como tem acontecido ao longo de 2015 e 2016, por via do menor fluxo de refugiados esperado e, conseqüentemente, menores despesas relacionadas. Adicionalmente, os legados da crise deverão continuar a sentir-se, agravados pelo débil crescimento económico noutras economias externas, fraco crescimento do comércio internacional e efeitos decorrentes de um ambiente de incerteza política, nomeadamente em relação ao início das negociações do Reino Unido para a sua saída da União Europeia.

Para o próximo ano, a taxa de crescimento do PIB de 1.5%, inferior ao esperado para este ano, deverá reflectir menores perspectivas para a procura doméstica (consumo privado, público e investimento). A recuperação dos preços do petróleo deverá contribuir para uma recuperação da taxa de inflação e, ao mesmo tempo, afectar negativamente o rendimento disponível das famílias. Ao mesmo tempo, o consumo público deverá ser afectado pela queda das transferências sociais como consequência da diminuição do nível de desemprego, moderação nas despesas com salários no sector público e menores encargos com juros. O investimento, por seu lado, deverá ser afectado por uma procura moderada e pelo ambiente de incerteza relacionado com o Brexit.

Para 2018, as perspectivas são mais positivas do que para 2017, em linha com um ambiente mais positivo para o investimento, particularmente impulsionado pelos baixos custos de financiamento, alguma procura reprimida e expectativas mais positivas para a procura mundial. Ao mesmo tempo, deverá beneficiar do Plano Juncker e da entrada na fase de implementação de alguns projectos. A melhoria da perspectiva para a procura mundial deverá ainda contribuir muito favoravelmente para o crescimento das exportações da Zona Euro.

**As previsões da OCDE estão em linha com as da Comissão Europeia, antecipando um crescimento económico moderado.** De acordo com a instituição, o investimento deverá permanecer fraco, reflectindo a fraca procura, as fragilidades do sector bancário e as incertezas à volta da integração europeia. Ao mesmo tempo, o elevado

**Composição do Crescimento Económico - Zona Euro**

	2016	2017	2018
<b>Taxas de Crescimento Reais</b>			
Consumo Privado	1.7	1.4	1.5
Consumo Público	1.9	1.3	1.3
Investimento	3.3	3.1	3.5
Exportações	2.7	3.3	4.1
Importações	3.2	4.0	4.7
<b>PIB</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>
<b>Contributos para o Crescimento do PIB</b>			
Consumo Privado	0.9	0.8	0.8
Consumo Público	0.4	0.3	0.3
Investimento	0.7	0.6	0.7
Inventários	-0.2	0.0	0.0
Exportações	1.2	1.5	1.9
Importações	-1.3	-1.6	-2.0
Exportações Líq.	-0.1	-0.1	-0.1

Fonte: AMECO.

**Previsões para os principais indicadores económicos**

		2016	2017	2018
<b>PIB</b>				
CE	%	1.7	1.5	1.7
OCDE		1.7	1.8	1.7
<b>Saldo Orçamental</b>				
CE	% PIB	-1.8	-1.5	-1.5
OCDE		-1.8	-1.5	-1.3
<b>Dívida Pública Bruta, óptica Maastricht</b>				
CE	% PIB	91.6	90.6	89.4
OCDE		92.2	91.4	90.2
<b>Balança Corrente</b>				
CE	% PIB	3.7	3.5	3.3
OCDE		4.1	4	4
<b>Taxa de Desemprego</b>				
CE	%	10.1	9.7	9.2
OCDE		10	9.5	9.1
<b>IPCH</b>				
CE	%	0.3	1.4	1.4
OCDE		0.2	1.2	1.4

Fonte: Comissão Europeia e OCDE.

## **CRESCIMENTO ECONÓMICO GRADUAL NA ZONA EURO (cont.)**

nível de desemprego e o crescimento modesto dos salários deverá conter o consumo privado, enquanto as exportações deverão sofrer com o débil comércio internacional e fraco crescimento económico no Reino Unido.

### **Riscos**

#### **Os riscos para o ambiente económico e financeiro na Zona Euro permanecem enviesados no sentido negativo.**

A forma como a saída do Reino Unido da União Europeia se vai proceder e os acordos daí resultantes, a situação política em Itália, o calendário eleitoral e um ambiente político que se avizinha volátil serão factores de incerteza, restringindo o investimento e as exportações. A turbulência financeira daqui resultante pode também ser adversa ao panorama económico, afectando as exportações da Zona Euro e o investimento. O processo de ajustamento do modelo de crescimento económico chinês é ainda apontado, a par dos conflitos geopolíticos. Outro factor de risco poderá ser o sector bancário e a sua (in) capacidade em acompanhar a expansão do investimento esperada no horizonte temporal de análise. Por fim, o processo de retirada dos estímulos do BCE pode reacender a pressão nos mercados de dívida pública e com potencial impacto noutros mercados.

## TEMAS EM DESTAQUE

**OPEP TENTA CONTROLAR A OFERTA E CONDICIONAR O PREÇO DO CRUDE**

Na 171ª reunião da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), de dia 30 de Novembro em Viena, foi ratificado o chamado "Acordo de Argel", conseguido na Argélia na 170ª reunião, ocorrida no dia 28 de Setembro. Durante este período temporal foram desconhecidos os termos do acordo, sabendo-se somente que se pretendia uma redução da produção dos Estados-Membros e fixar um novo objectivo global diário. Perante as expectativas positivas, sabia-se que haveria dificuldades em fazer um acordo que agradasse a todas as partes. Possivelmente a relação mais difícil seria entre a Arábia Saudita, principal produtor da organização, e o Irão, recentemente regressado ao mercado depois do fim do embargo dos países ocidentais. Contudo, ambos comungavam no interesse de vender petróleo a um preço mais vantajoso, que permitisse arrecadar as divisas que "fugiram" no último ano. Assim, os 14 países da OPEP acordaram que a partir de dia 1 de Janeiro de 2017, o novo objectivo de produção total da organização passará a ser 32.5 milhões de barris por dia (mb/d), que compara com os cerca de 33.7 mbd verificados em Outubro, menos de 1.2 mb/d. Primeiro corte em oito anos. Em reacção, o preço do Brent, que no dia anterior era transaccionado nos \$47, passou para os \$53. Presentemente encontra-se nos \$55.

A questão é saber se tanto os novos valores para a produção, como os preços que estão a ser praticados no mercado internacional, são sustentáveis. Segundo informações divulgadas pelo secretariado da OPEP, tem vindo a diminuir o desequilíbrio entre a oferta e a procura mundial, nomeadamente se forem comparados os valores registados nos três primeiros trimestres de 2015 (valor médio) e os alcançados nos três trimestres correspondentes em 2016 (igualmente valor médio). É curioso verificar que o valor médio da diferença entre oferta e procura nos três primeiros trimestres de 2016 foi 1.1 mb/d e a OPEP decidiu reduzir a produção em cerca de 1.2 mb/d, como que assumisse a totalidade do desequilíbrio mundial e, desta forma, tornar o mercado equilibrado e sustentar os preços.

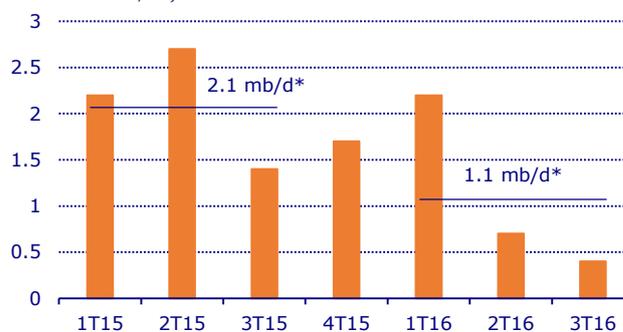
É um facto que ao longo de 2016, o preço do crude tem vindo a formar uma tendência de subida sustentada. Em Janeiro registou-se o valor mínimo \$27.10, área de preços que não era vista no mercado deste 2003 e, desde então, tem vindo a subir, tendo alcançado \$54.53 após ter sido conhecido os termos do acordo. Ou seja, no período de um ano registou-se um agravamento de mais de 100% do preço do Brent.

Outra questão prende-se com os efeitos em termos da produção noutros países fora da OPEP. De facto, quando a Arábia Saudita decidiu liderar este processo, mudando de estratégia (anteriormente era contra alterações nas anteriores quotas dos estados-membros), quis que outros países fora da organização seguissem a política de redução de produção e procurar um menor desequilíbrio. Neste âmbito, a Rússia decidiu aderir ao movimento de menor produção (pela primeira vez em quinze anos) e contribuir para a subida dos preços. Aceitou efectuar um corte de 300 mil barris por dia (kb/d), mas não deixou de subir a produção para valores máximos nos últimos meses, para tentar ganhar vantagem. Também alguns países da OPEP procederam da mesma forma. (ver tabela). De facto, ao longo do ano e sobretudo nos últimos meses, países membros da OPEP aumentaram a sua produção: Arábia Saudita, Nigéria, Iraque, Líbia, Irão, etc.

Com o "Acordo de Argel" é muito provável que o preço se venha a situar consistentemente acima do nível psicológico dos \$50. É relevante referir que o acordo tem duração de seis meses. Passado este tempo será analisada a situação, nomeadamente as consequências que gerou ao nível do mercado, podendo ser decidido manter durante mais algum tempo, ou mesmo proceder a afinações tidas como necessárias.

**Diferença Oferta/Procura mundial**

(milhões de barris/dia)



Fonte: OPEP  
Nota: \*média dos três trimestres

**Evolução do preço do Brent**

(dólares por barril)



Fonte: Reuters

**OPEP TENTA CONTROLAR A OFERTA E CONDICIONAR O PREÇO DO CRUDE (cont.)****Produção de crude - informação baseada em fontes secundárias - milhares de barris por dia**

	2014	2015	Peso %	1T16	2T16	3T16	Setembro	Outubro	Out./Set.
Argélia	1123	1106	3.4%	1092	1084	1089	1086	1088	2
Angola	1654	1754	5.5%	1766	1772	1769	1751	1586	-165
Equador	544	544	1.7%	543	549	547	550	549	-1
Gabão	222	219	0.7%	219	217	217	212	202	-10
Indonésia	695	696	2.2%	714	723	726	724	722	-2
Irão	2778	2840	8.8%	3096	3539	3644	3663	3690	27
Iraque	3270	3938	12.3%	4242	4290	4394	4472	4561	89
Kuwait	2781	2730	8.5%	2765	2731	2810	2825	2838	13
Líbia	470	405	1.3%	370	312	311	360	528	168
Nigéria	1953	1865	5.8%	1785	1547	1437	1458	1628	170
Qatar	714	667	2.1%	667	662	655	640	646	6
Aráb. Saudita	9688	10123	31.5%	10147	10301	10597	10583	10532	-51
E.Árab.Unidos	2759	2859	8.9%	2815	2861	2979	2993	3007	14
Venezuela	2361	2357	7.3%	2278	2177	2105	2090	2067	-23
<b>Total OPEP</b>	<b>31012</b>	<b>32103</b>	<b>100.0%</b>	<b>32499</b>	<b>32765</b>	<b>33280</b>	<b>33407</b>	<b>33644</b>	<b>237</b>

Fonte: Secretariado da OPEP.

Relataram-se conversações tensas em Viena, mas a OPEP surpreendeu os mais cépticos. A Arábia Saudita cedeu ao Irão, tendo agora sido fixada 3.8 mb/d a produção do Irão (superior aos valores anteriores), que passou a ter uma tratamento diferenciado face aos restantes países que foram receptivos ao facto de o país ter passado por um período de embargo penoso. A Nigéria e a Líbia, por seu turno, ficaram isentos de proceder a reduções das suas produções. São países que estão a atravessar questões internas graves, a nível da própria integridade territorial. A Indonésia pediu suspensão temporária da OPEP por ser um importador líquido de petróleo e, assim, não quis aderir aos cortes de produção.

**Como maior produtor e detentor de maior capacidade produtiva, a Arábia Saudita acedeu proceder a um corte de 486 kb/d, para 10.1 mb/d, ou seja, um corte de cerca de 5%. Seguem-se o Iraque (2º maior produtor da OPEP) e os Emirados Árabes Unidos (com a 4ª posição) com cortes de 210 kb/d e 139 kb/d, respectivamente (igualmente cortes de cerca de 5%). O novo limite para o Iraque é 4.4 mb/d e para os Emirados Árabes Unidos 2.9 mb/d. O Irão (3º produtor), como já se referiu, foi-lhe permitido aumentar a produção para 3.8 mb/d, mais 90 kb/d.**

Acredita-se que levará algum tempo para que as novas regras sejam implementadas e surtam efeitos ao nível de um maior equilíbrio entre a oferta e a procura, com repercussão positiva nos preços. Há que contar ainda com os altos níveis de stocks que se foram acumulando ao longo do ano, embora se note já uma paragem nesse movimento. Se o crescimento económico mundial em 2017 for superior ao de 2016, e é o que indicam as previsões dos principais organismos internacionais, o consumo de petróleo deverá aumentar (também é a perspectiva da Agência Internacional de Energia) e começar a balancear o mercado de forma mais ajustada. Desta forma, a fuga aos preços mínimos do preço do crude e a confirmação de uma tendência de subida deverá ser uma realidade. No curto/médio prazo, estamos a prever a evolução do preço do Brent a variar entre \$55 e \$60.

**Novas quotas a partir de 2017**

Arábia Saudita	10.1 M (-486K)
Iraque	4.4 M (-210K)
Irão	3.8 M (+90K)
E. Árabes Unidos	2.9 M (-139K)
Kuwait	2.7 (-131K)
Venezuela	2.0 M (-95K)
Angola	1.7 M (-80K)
Argélia	1.1 M (-50K)
Qatar	0.6 M (-30K)
Equador	0.5 M (-26K)
Gabão	0.2 M (-9K)
Nigéria	Isento
Líbia	Isento
Indonésia	(*)

Nota: (\*) Pediu suspensão da OPEP por ser importador líquido.

## TEMAS EM DESTAQUE

**ANGOLA – OGE PREVÊ DÉFICE DE 5.8% EM 2017****EXPECTATIVA DE QUE O AUMENTO DE GASTOS SEJA COMPENSADO POR CRESCIMENTO NOMINAL**

A situação económica angolana está bastante débil, com os dados económicos de maior periodicidade a indicarem mesmo um agravamento face ao período de 2015. A redução das importações em USD reflecte o ajustamento acumulado da economia desde 2014 (contração de cerca de 60%), ajustamento que poderá não ter ainda terminado.

O plano orçamental de Angola passa por um défice elevado, de 5.8% do PIB, embora haja disponibilidade para uma contenção de gastos (nomeadamente no investimento) procurando assegurar a manutenção de finanças públicas sólidas. Sobressai a intenção de estimular a economia condicionada à necessidade de equilibrar a trajectória das finanças públicas e do endividamento do Estado.

Ainda que as reservas internacionais estejam em níveis bastante razoáveis, está à vista uma tendência de descida que poderá implicar a necessidade de uma nova desvalorização do kwanza, uma pressão que poderá ser menos intensa em vista do novo cenário de preços petrolíferos mais altos, devido ao acordo da OPEP.

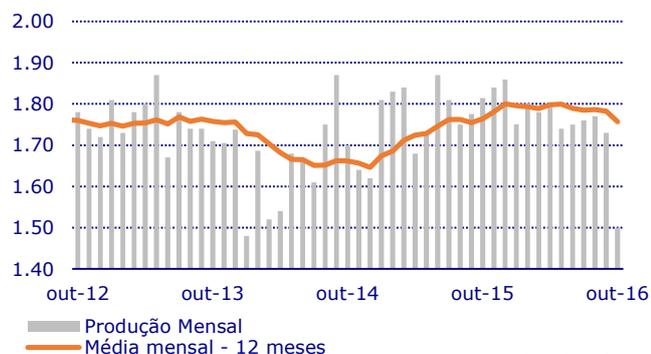
**1. Dados mostram agravar de quebra económica durante 2016**

□ **Na ausência de dados do PIB angolano (os últimos dados definitivos publicados pelo INE correspondem ao ano de 2013), as várias estatísticas económicas mostram uma economia em estagnação ou mesmo quebra, tanto no sector petrolífero como nas outras indústrias.**

□ **O petróleo, que representa quase a totalidade das exportações angolanas, ressentem-se da baixa dos preços.** Por um lado, tem estado a existir crescimento real da produção em 2016 em comparação com o ano anterior, como é visto pelos números da produção mensal. No entanto, mesmo este crescimento é limitado: o pior desempenho na segunda metade do ano poderá fazer com que a produção média fique a níveis semelhantes a 2015 e aquém da previsão revista de 1.79 milhões de barris diários (mbd). Mas a consequência maior dá-se na quebra de receitas que decorre da baixa do preço por barril e que se encontra até Setembro 29.4% abaixo das receitas no mesmo período de 2015.

**Produção petrolífera**

(milhões de barris/dia)

**Receitas petrolíferas**

(% do PIB)



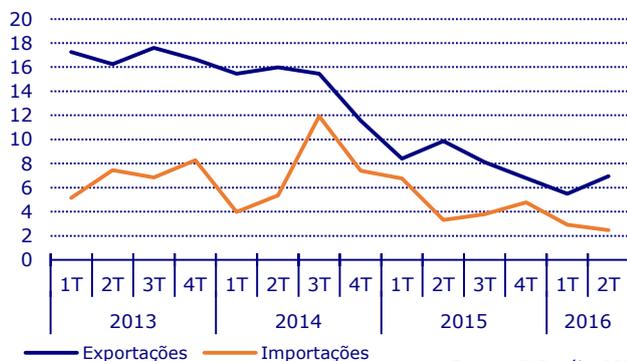
□ **O efeito das baixas receitas petrolíferas está, por sua vez, a afectar de maneira decisiva o comportamento da economia não-petrolífera.** A falta de receitas do Estado reflecte-se em menos capacidade de realização de despesa, o que diminui a procura agregada através de vários canais. E por outro lado, a escassez de divisas decorrente da manutenção do câmbio em níveis artificialmente altos dificulta o pagamento de importações, sejam estas de consumo, matérias-primas, ou investimento.

□ **Estes factores são patentes no comportamento da economia não petrolífera, com uma significativa diminuição do consumo.** Os números do comércio internacional mostram claramente uma diminuição abrupta das importações, que abrange os vários sectores. Como é visto pelo gráfico, **o nível de importações está em mínimos**, com a compra de alimentos originários do estrangeiro a diminuir 47.3% no 1º semestre de 2016, em termos homólogos. As importações de combustíveis, por seu lado, diminuíram 56.5% no mesmo período, enquanto as restantes caíram 55.9%. Considerando valores agregados de importações e sendo estes um indicador do dinamismo e dimensão da procura interna, verifica-se que esta encolheu mais de 60% em cerca de 3 anos, tendo este processo de ajustamento continuado em 2016. Outros indicadores, tal como a variação homóloga do crédito e do agregado monetário M3, ao estarem ambos claramente abaixo do nível de inflação, são um óbvio indicador de recessão económica.

## ANGOLA – OGE PREVÊ DÉFICE DE 5.8% EM 2017 (cont.)

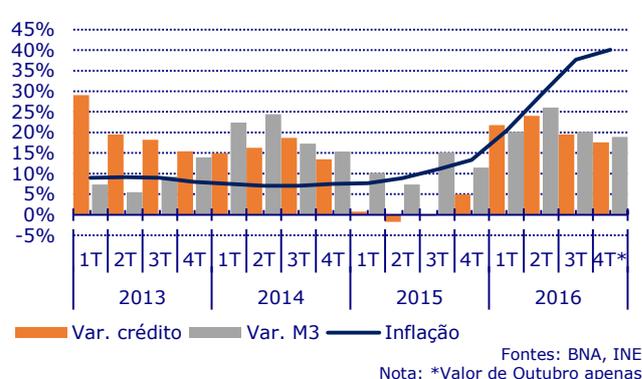
## Comércio Internacional

(mil milhões de USD)



## Inflação, crédito e moeda em circulação

(% var. homóloga)



## 2. Estratégia passa por manter défice elevado, com investimento público como travão

□ O Estado angolano prevê, em dólares, um aumento das receitas em 5.5% e das despesas em 7.5%, invertendo a tendência de quebra sentida até 2016. No entanto, devido ao aumento do PIB nominal (influenciado pela ainda bastante significativa inflação em 2017), estes aumentos são traduzidos em diminuições reais da receita e da despesa, e que acabam por tornar o défice mais baixo em percentagem do PIB, em uma décima, para 5.8%.

## Orçamento Geral do Estado

	2014	2015 Prel.	2016 OER	2017 OGE	Variação	2016 OER	2017 OGE
	(Em milhões USD)				(%)	(em % do PIB)	
<b>Receitas</b>	<b>44.79</b>	<b>28.15</b>	<b>20.98</b>	<b>22.13</b>	<b>5.5%</b>	<b>20.6</b>	<b>18.6</b>
Receitas Correntes	44.78	28.15	20.98	22.13	5.5%	20.6	18.6
Impostos	41.69	25.44	18.62	20.54	10.4%	18.3	17.2
Impostos petrolíferos	30.21	15.80	9.24	10.24	10.7%	9.1	8.6
dos quais: Direitos da concessionária	20.28	10.87	5.83	7.34	26.0%	5.7	6.2
Impostos não petrolíferos	11.48	9.64	9.37	10.31	10.0%	9.2	8.7
Contribuições sociais	0.88	1.25	0.92	1.04	13.3%	0.9	0.9
Doações	0.02	0.01	0.00	0.00	-	0.0	0.0
Outras receitas	2.19	1.44	1.44	0.55	-62.0%	1.4	0.5
Receitas de Capital	0.01	0.01	0.00	0.00	-	0.0	0.0
<b>Despesas</b>	<b>53.12</b>	<b>32.12</b>	<b>27.00</b>	<b>29.01</b>	<b>7.5%</b>	<b>26.6</b>	<b>24.3</b>
Despesas correntes	37.30	25.35	21.21	23.01	8.5%	20.9	19.3
Remuneração dos empregados	13.42	11.58	9.41	9.74	3.5%	9.3	8.2
Bens e serviços	12.69	6.48	5.10	6.24	22.4%	5.0	5.2
Juros	1.52	2.07	2.66	2.92	9.9%	2.6	2.5
Transferências correntes	9.67	5.60	4.04	4.10	1.5%	4.0	3.4
Despesas de capital	15.82	6.77	5.79	6.00	3.8%	5.7	5.0
<b>Saldo corrente</b>	<b>7.48</b>	<b>2.79</b>	<b>-0.23</b>	<b>-0.88</b>	-	<b>-0.2</b>	<b>-0.7</b>
<b>Saldo primário</b>	<b>-6.81</b>	<b>-1.90</b>	<b>-3.36</b>	<b>-3.96</b>	-	<b>-3.3</b>	<b>-3.3</b>
<b>Saldo global</b>	<b>-8.34</b>	<b>-3.97</b>	<b>-6.02</b>	<b>-6.88</b>	-	<b>-5.9</b>	<b>-5.8</b>
<b>em % do PIB</b>	<b>-6.6%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-5.9%</b>	<b>-5.8%</b>	-	-	-
<b>Saldo global não petrolífero</b>	<b>-38.55</b>	<b>-19.77</b>	<b>-15.26</b>	<b>-17.11</b>	-	<b>-15.0</b>	<b>-14.4</b>
<b>Taxa de câmbio (USD/AOA)</b>	<b>98.3</b>	<b>120.1</b>	<b>166.1</b>	-	-	-	-
<b>Preço do petróleo (USD/barril)</b>	<b>96.9</b>	<b>50.0</b>	<b>40.9</b>	<b>46.0</b>	-	-	-

Fonte: OGE 2017, Ministério das Finanças de Angola.

## TEMAS EM DESTAQUE

**ANGOLA – OGE PREVÊ DÉFICE DE 5.8% EM 2017 (cont.)**

- **Do lado da receita, destaque para a previsão dos impostos petrolíferos, onde se espera pela primeira vez em vários anos um aumento em valor absoluto.** É esperado um aumento de 10.7%, o que, no entanto, ainda significará uma diminuição em percentagem do PIB, embora ligeira, de 9.1% para 8.6%. O mesmo se passará com os impostos não petrolíferos, embora estes estejam a seguir uma tendência muito menos negativa, quando medidos em moeda americana. Mais importante ainda, se a previsão do Governo para 2016 e 2017 se realizar, será a primeira vez que os impostos não petrolíferos terão uma receita maior do que os petrolíferos, embora por curta margem.
- **Na despesa, é bastante notável o aumento da despesa em bens e serviços em 22.4%, sendo esta a única componente que deverá ver o seu peso em percentagem do PIB aumentar, factor que pode indicar uma intenção da parte do Governo de incentivar a economia privada.** A este facto deve-se acrescentar a ponderação de que existirão eleições em 2017, que deverão (directa e indirectamente) fazer aumentar os gastos públicos. A outra componente com maior crescimento é a dos juros, que continuarão a rondar 2.5% do PIB, sendo que estes quase duplicam em relação a 2014, quando medidos em dólares.
- **As outras despesas deverão mesmo praticamente estabilizar em valor absoluto, sendo que algumas, como a do investimento, poderão estar dependentes do financiamento existente.** O investimento deverá aumentar 3.8%, mantendo-se ainda em níveis bastante baixos, quando comparados com, por exemplo, 2014: o valor em 2017 é quase 1/3 das despesas de capital nesse ano. Além disso, é dito de forma implícita que a "capacidade de absorção dos desembolsos externos" poderá condicionar o ritmo de execução de algumas despesas, o que foi efectivado já no primeiro semestre de 2016 com o investimento público, na altura de modo a reforçar a confiança nas contas públicas angolanas.
- **Uma outra questão relevante reside na fiabilidade das previsões executivas quanto aos gastos e receitas.** Existe um histórico de execuções largamente diferentes do previsto no Orçamento de Estado, algo que não se limitou apenas aos anos de maior quebra de receitas com baixos preços petrolíferos. Por exemplo, em 2013 era previsto um défice de 3.8%, quando se verificou um superávit de 0.3% na execução, isto devido a um excesso de receitas e menos gastos do que o previsto no OGE desse ano. Entre 2010 e 2015, apenas num ano (2014) se deu o facto de o saldo global ser menos favorável do que o previsto inicialmente, quando expresso em percentagem do PIB. **Mesmo no anterior ano de eleições gerais (2012), em que os gastos largamente superaram a previsão inicial, estes gastos só foram possíveis devido a receitas petrolíferas maiores do que o esperado.** A posição orçamental na primeira metade de 2016 foi prova dessa prudência orçamental, em que uma necessidade de reforçar a credibilidade das finanças públicas angolanas numa altura em que o petróleo estava em mínimos fez com que a despesa executada fosse apenas 28% da planeada para o ano inteiro no Orçamento Rectificativo para 2016.

**3. A descida das reservas internacionais pode impedir a manutenção do câmbio**

- **Apesar da manutenção do câmbio a um nível que se pode considerar artificial em relação ao valor implícito da moeda angolana nos mercados paralelos, o Governo tem conseguido manter as reservas internacionais num patamar consideravelmente seguro. Ainda assim, a actual tendência de descida é preocupante, e pode levar à inevitabilidade de uma desvalorização.**

□ **Entre Junho de 2015 e Abril de 2016, as reservas líquidas internacionais têm rondado os USD 24 mil milhões.** Porém, a partir de Maio registaram-se sucessivas descidas que fazem com que a reserva do Estado esteja agora somente em USD 21.0 mil milhões, representando cerca de 7 meses de importações de bens e serviços, outrora considerados pelas autoridades angolanas como um patamar de referência. Apesar de este rácio estar ainda acima dos 3 meses tipicamente considerados pelo FMI como o limiar da sustentabilidade para economias emergentes, a manutenção do ritmo de descida desde Abril (altura em que o câmbio deixou de desvalorizar significativamente) até Outubro implicaria que as reservas desceriam até esse nível em ano e meio (assumindo que as importações de bens e serviços se mantêm no actual nível, que será mínimo). Assim, uma continuada descida das reservas poderia levar a uma pressão para um alívio do câmbio.

**Taxa de câmbio e reservas internacionais**

(mil milhões USD; meses de importações)



Fonte: BNA

- **Em todo o caso, a intenção de Angola é claramente a de manter o câmbio, tal como indicado pelo BNA no última reunião de política monetária (em que manteve as várias taxas de juro).** Para além disso, a recente decisão por parte da OPEP de cortar na produção deverá, com o seu efeito de aumento de preço do petróleo, suportar esta estratégia, já que as reservas serão certamente beneficiadas num cenário de preços de petróleo mais elevados. Mesmo num cenário em que

**ANGOLA – OGE PREVÊ DÉFICE DE 5.8% EM 2017 (cont.)**

haja necessidade de desvalorização, é quase certo que esta não ocorrerá enquanto a inflação não chegar a níveis bastante mais brandos.

□ **Finalmente, um comentário sobre a dívida pública, que, segundo o FMI, superará os 75% no final de 2016.** Este patamar de dívida é seguramente arriscado para uma nação como Angola, o que é claramente ilustrado pela perspectiva de redução bastante gradual apresentada pelas previsões do Fundo, necessariamente devido à proporção dos juros nos futuros gastos Angolanos.

□ **Assim, tudo estará dependente da evolução do preço do petróleo: se houver uma subida sustentada em 2017 para a casa dos USD 60, todo o cenário é mais facilitado para Angola, e torna-se mais possível a manutenção do câmbio.** Mantemos, no entanto, a perspectiva, que mesmo com preços de petróleo mais elevados, a grave situação económica angolana implicará necessariamente algum alívio, e parte deste poderá ser originado num câmbio menos forte para a moeda angolana.

**Dívida pública**

(% do PIB)



Fonte: FMI



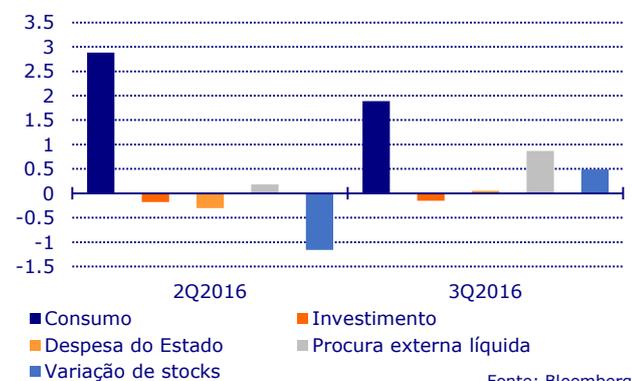
## EUA – ACELERAÇÃO NO 3º E 4º TRIMESTRE ANTES DO INÍCIO DA ERA TRUMP

□ **A 2ª estimativa do PIB no 3º trimestre mostrou uma aceleração mais significativa do que se pensava, com um crescimento de 3.2% em termos trimestrais anualizados (1ª estimativa de 2.9%).** Este ritmo traduz-se em mais 1.8 pontos percentuais (p.p.) em relação ao desempenho verificado no 2º trimestre, e ligeiramente superior à média verificada no 3º trimestre nos últimos anos. Porém, o consumo privado desacelerou significativamente, aumentando 2.8% em relação aos três meses anteriores, depois de uma subida bem mais expressiva de 4.3% no 2º trimestre. Um factor ainda relativamente negativo prende-se com a quebra, ainda que desta feita menor, do investimento (-0.9%). **No entanto, tal como revelado na estimativa inicial, os principais factores a influenciar o maior crescimento foram o aumento das exportações e uma acumulação de stocks.** As exportações subiram 10.1%, contribuindo assim com 1.2 p.p. para o ritmo de crescimento (provocado por um factor extraordinário de maiores vendas de feijões de soja). Por outro lado, a acumulação de *stocks* contribuiu com 0.6 p.p. para o aumento do PIB. **Os indicadores PMI da economia americana apontam para um desempenho pelo menos semelhante, senão mesmo mais robusto, no último trimestre.** O indicador composto da Markit registou 54.8 e 54.7 pontos, respectivamente, em Outubro e Novembro, máximos de um ano e bastante acima do verificado no resto de 2016. A melhoria é suportada tanto pelo indicador dos serviços, que se fixou nos 54.9 pontos nos dois meses, como pelo da indústria, que, com 53.9 pontos, aponta para a expansão mais rápida do sector desde Março de 2015. Este último número pode indicar o fim do ciclo de quebra causado pelo sector energético, devido aos baixos preços petrolíferos.

□ **Os mercados estão até agora a reagir bem a Trump, mas os seus efeitos em termos de políticas públicas são ainda incertos.** As propostas do agora Presidente-eleito em termos económicos são algo incertas e, em certos aspectos, contraditórias. Por um lado, é certo que Trump é desfavorável à actual conjuntura de acordos de comércio, tendo já anunciado que o TPP (acordo de comércio com as economias do Pacífico) não avançará, mas não se sabe se isto se traduzirá numa política efectivamente proteccionista, ou apenas em negociações mais duras com os vários parceiros comerciais, nomeadamente a China. No que toca à frente orçamental, as propostas assentam em 3 vectores: um plano de construção de infraestruturas, redução de outros gastos, e uma redução de impostos para a classe média. No entanto, é muito provável que esta estratégia traga problemas ao nível do equilíbrio orçamental, o que deverá dificultar a sua aprovação por parte dos Republicanos, que desejam uma máquina estatal mais comedida. Por agora, apenas um facto positivo é certo: caso consiga consenso com o seu partido, Trump dispõe de maioria nas duas câmaras do Congresso.

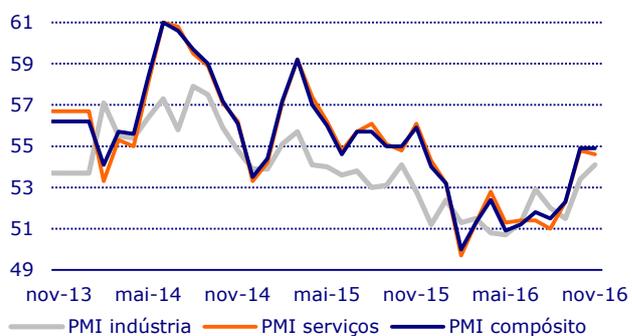
### As exportações e variação de *stocks* compensaram uma desaceleração do consumo

(contributo para a variação trimestral anualizada em p.p.)



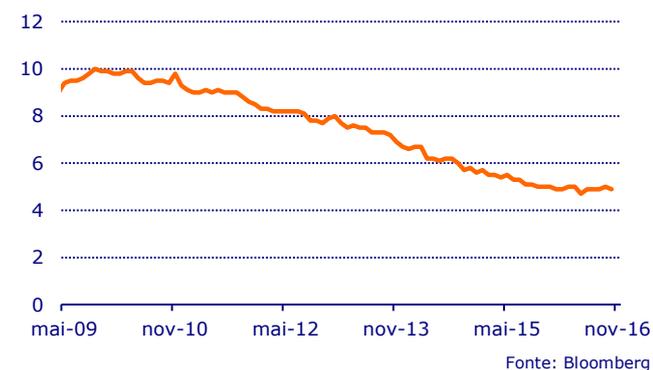
### PMI's apontam para final do ano mais robusto

(índice)



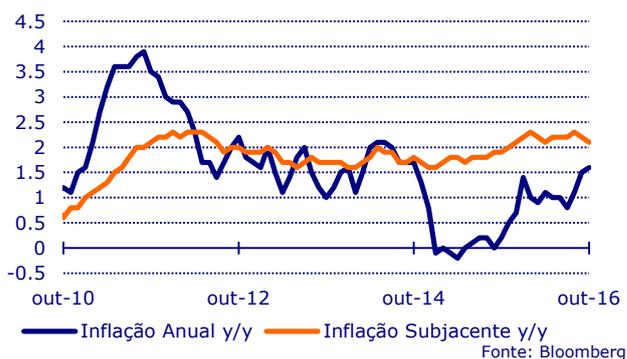
### O desemprego desceu em Novembro para 4.6%

(percentagem da população activa)



### A inflação mostra sinais de aceleração

(taxa de variação homóloga)



José Miguel Cerdeira

**ECONOMIAS**

**PORTUGAL - CRESCIMENTO NO 3º TRIMESTRE SURPREENDE E AFASTA CENÁRIO DE ESTAGNAÇÃO**

□ **Os dados do INE para o 3º trimestre mostraram uma aceleração bastante significativa, permitindo assim afastar um cenário de possível estagnação, após uma primeira metade do ano com um desempenho bastante mais fraco.**

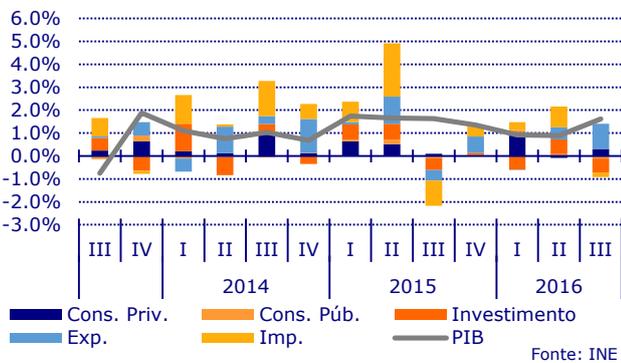
O PIB cresceu 0.9% qoq (0.3% no 2º trimestre), o ritmo mais rápido desde o final de 2013. Em termos homólogos, a economia expandiu 1.6%, 0.7 pontos percentuais (p.p.) acima do trimestre anterior. Este desempenho foi causado em particular por uma melhoria no **comércio internacional, que contribuiu com 0.7 p.p. para o crescimento homólogo**: houve dois efeitos negativos a desvanecerem, com as exportações de bens para Angola a verificar uma quebra muito ténue em Setembro (a descida na primeira metade do ano foi de 44.5% yoy) e a descida das exportações de produtos petrolíferos também a suavizar (tinha sido prejudicada por uma paragem temporária numa das refinarias da Galp no início do ano); além disso, as exportações de bens para a Zona Euro (principal destino das exportações portuguesas) estão a acelerar gradualmente, tendo aumentado 5.9% no 3º trimestre (4.4% e 3.7% no 1T e 2T, respectivamente); por último **os serviços turísticos estão a ser também um factor positivo muito importante** – no 3T, os serviços de viagens e turismo (que representam cerca de metade de todas as exportações de serviços) aumentaram 9.4% yoy, acelerando em relação ao crescimento de 8.1% na primeira metade do ano, e fazendo com que o total das exportações de serviços suba 1.9% entre Julho e Setembro, compensando assim a importante quebra na venda dos restantes serviços para o exterior.

□ **O consumo privado observou uma aceleração do crescimento em 0.3 p.p. para 1.9% yoy, devido a uma maior subida no consumo de bens não duráveis e serviços.** O consumo destes últimos subiu 1.5% (1.0% no T2), uma subida ao nível do verificado nos últimos tempos. É provável que a continuada reposição de rendimentos, junto com a melhoria sustentada no mercado de trabalho, continuem a potenciar esta melhoria no consumo, mas é expectável que o endividamento das famílias e a baixa taxa de poupança limitem esse crescimento.

□ **O factor mais positivo prende-se com a menor descida no investimento: a formação bruta de capital fixo abrandou a quebra para -1.5% yoy, sendo que esta seria de apenas -0.5% se descontado o efeito extraordinário da venda de F16 à Roménia.** O que é ainda mais importante, o investimento em máquinas e equipamentos interrompeu a série de 3 trimestres em queda e subiu 3.1% (teria subido 7.2% sem o impacto da venda referida), indicando um possível retomar de confiança na economia que trará mais investimento.

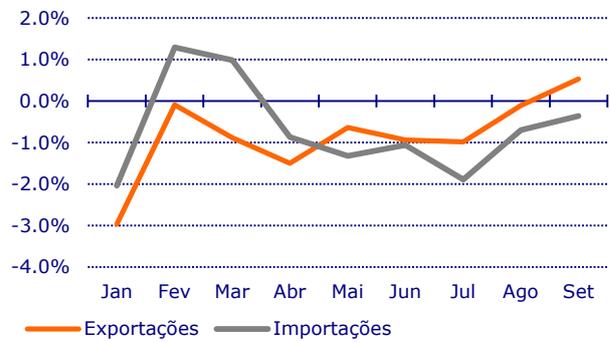
**PIB e componentes**

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



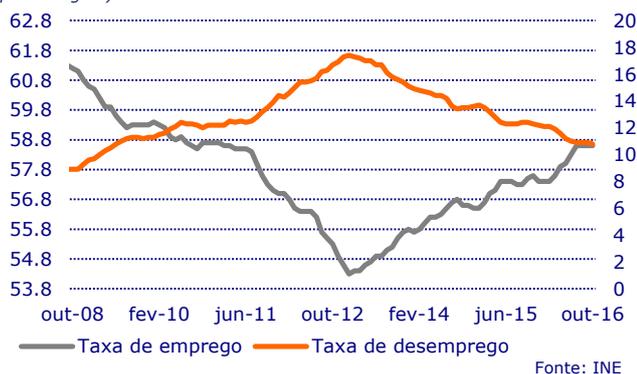
**Comércio internacional com melhoria acentuada no 3º trimestre**

(taxa de variação homóloga acumulada)



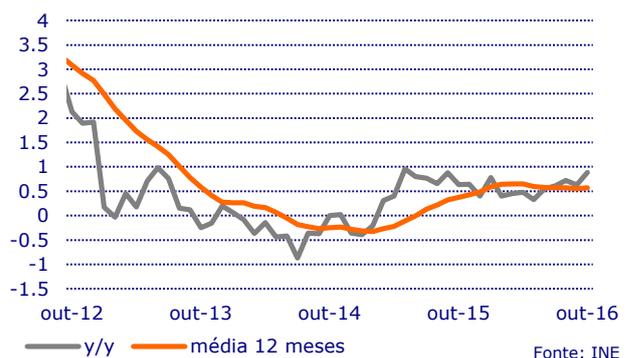
**Mercado de trabalho surpreende pela persistente evolução positiva**

(percentagem)



**A inflação continua em recuperação gradual**

(percentagem)



## ESPAÑA – CONTINUA O CRESCIMENTO ROBUSTO

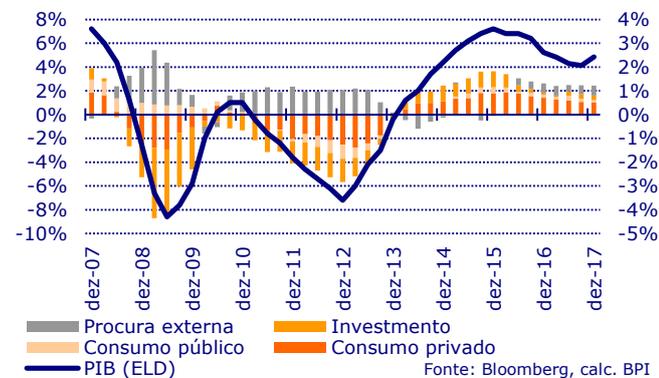
□ No terceiro trimestre a economia manteve um bom ritmo de expansão, avançando 0.7% em cadeia e 3.2% face ao mesmo período de 2015. O bom desempenho da economia neste trimestre, associado ao bom comportamento nos dois trimestres anteriores, reflectiu-se na revisão em alta da nossa estimativa de crescimento para 2016 para 3.2%, mais 0.3 pontos percentuais do que o anteriormente esperado. Para 2017, a nossa previsão mantém-se em 2.3%.

□ A procura interna contribuiu com 2.6 pontos percentuais (p.p.) para o avanço homólogo do produto, menos 0.3 p.p. do que no trimestre anterior, e a procura externa com 0.6 p.p., mais 0.1 p.p. do que no segundo trimestre. Na procura interna, o consumo privado foi a componente que mais contribuiu para o crescimento, observando-se uma desaceleração no ritmo de expansão do investimento para 3.1%, menos 0.5 p.p. do que no trimestre anterior, reflectindo menor crescimento em todas as suas componentes: construção e bens de equipamento. A melhoria do contributo da procura externa para o avanço do PIB resulta de um abrandamento considerável das importações, que no último trimestre apenas cresceram 0.9%, o que compara com 5.1% no trimestre anterior; o ritmo de crescimento das exportações surpreendeu desfavoravelmente 2.8%, um ritmo muito inferior ao observado nos trimestres anteriores. Do lado da oferta, destaca-se a desaceleração do sector manufactureiro, que no período cresceu 1.9% e a aceleração dos sectores da construção e imobiliário, que avançaram 2.7% e 1.8%, respectivamente, reflectindo o bom desempenho da actividade no sector imobiliário observado ao longo do ano. Entretanto, os principais indicadores económicos continuam a suportar um cenário de crescimento robusto, ainda que a um menor ritmo do que observado nos três primeiros trimestres do ano.

□ A recuperação do mercado de trabalho continua a acompanhar a expansão da actividade económica, tendo o emprego no terceiro trimestre aumentado 0.7% em cadeia e 2.9% em termos homólogos, mais do que no trimestre anterior. A aceleração da variação anual do emprego é extensível a todos os sectores, destacando-se, no entanto, os crescimentos de 3.5% e 8%, no emprego nos sectores da construção e imobiliário, respectivamente. A recuperação do emprego traduziu-se na queda da taxa de desemprego para 18.9%, menos 1.1 p.p. do que no segundo trimestre.

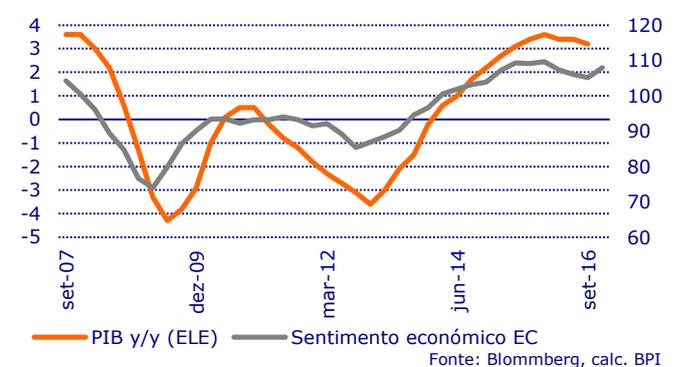
### Crescimento continua robusto...

(yoy, yoy)



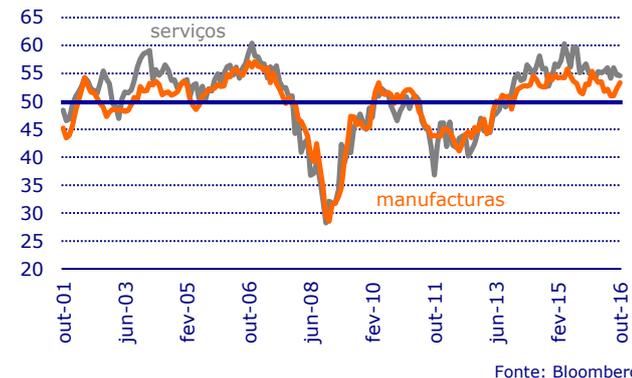
### ... mas com tendência de abrandamento

(% yoy, índice)



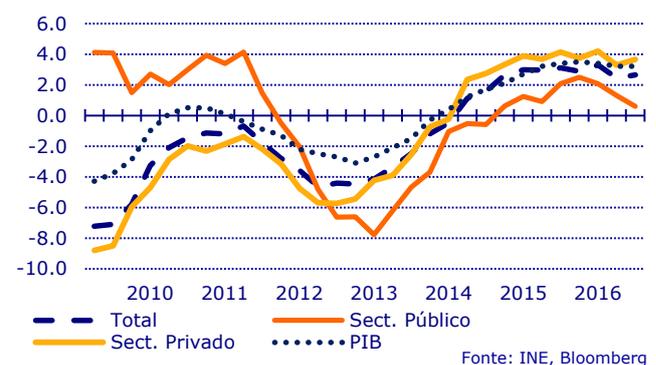
### Indicadores de actividade permanecem acima do limiar de estagnação

(pontos)



### Crescimento do PIB e variações do emprego

(y/y)



**ECONOMIAS**

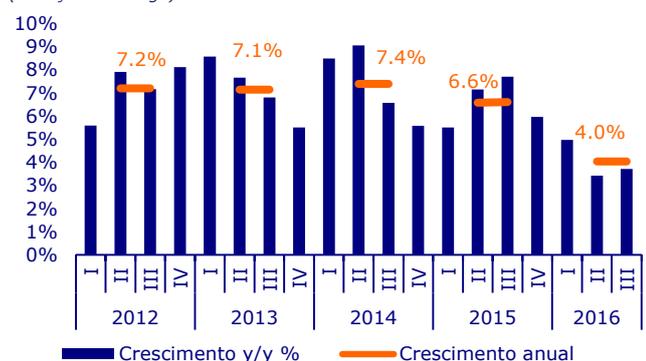
**MOÇAMBIQUE – RITMO DE CRESCIMENTO ECONÓMICO HISTORICAMENTE BAIXO**

□ **Apesar da ligeira aceleração verificada no 3T deste ano, a actividade económica em Moçambique continua a crescer a um ritmo historicamente baixo.** De acordo com os dados do gabinete de estatísticas moçambicano, no 3T o PIB cresceu 3.7% y/y, uma ligeira aceleração face ao valor revisto em baixa de 3.4% y/y no trimestre anterior (anteriormente estimado em 3.7% y/y). Assim, considerando os dados até ao momento disponibilizados, a economia cresceu, em média, 4.0% nos primeiros nove meses do ano, comparativamente a uma taxa de 6.8% em igual período do ano anterior. Este desempenho fica a dever-se ao sector terciário (4.4%), particularmente aos serviços financeiros, a par do sector primário, cujo crescimento se aproximou dos 5%. Em sentido contrário, o sector secundário registou um forte abrandamento, passando de uma taxa de crescimento a rondar os 10% no 2T para pouco mais de 2% no 3T. Em destaque esteve a contracção substancial no sector de electricidade e água (-12.1% y/y), numa dimensão não observada desde o 2T de 2013; uma possível explicação poderá residir no corte de produção de energia até ao final do ano, comunicada pela empresa Hidroeléctrica de Cahora Bassa SA, considerando a fraca afluência de água na albufeira, comprometendo o seu armazenamento, usado, posteriormente, na produção de energia. Esta decisão decorre dos efeitos que ainda se fazem sentir no país da situação de seca.

□ **Considerando os últimos desenvolvimentos quanto à intenção de reestruturação de uma parte da dívida pública externa, duas das principais agências de rating emitiram novas avaliações.** A S&P decidiu fazer um *downgrade* do rating de Moçambique, de CCC para CC, com uma perspectiva negativa. Em causa esteve a decisão do Governo em avançar com a intenção de reestruturar parte da dívida externa, que a agência de rating considera como equivalente a um *default*. Ao mesmo tempo, após a divulgação de um documento do Ministério da Economia e Finanças, onde dava conta da falha na amortização de uma parte do capital e pagamento de cupão relativamente ao empréstimo concedido à MAM, de USD 535 milhões e que deveria ter sido pago em Maio, a Fitch desceu o rating de Moçambique de CC para RD (*Restricted Default*). Entretanto, alguns credores já se mostraram indisponíveis para aceitar a proposta de reestruturação da dívida nas condições apresentadas, o que pode tornar complicada a intenção do Governo em chegar a um acordo ainda este ano.

**Actividade económica mostra sinais de abrandamento em 2016....**

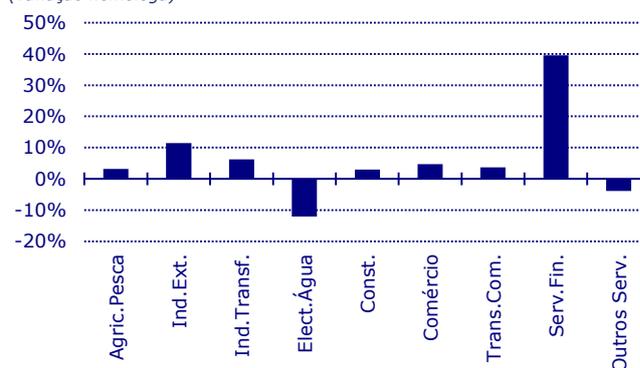
(variação homóloga)



Fonte: INE

**...influenciada pelo fraco desempenho do sector secundário**

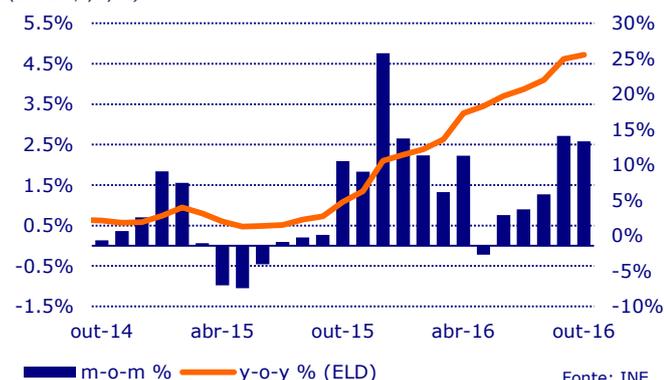
(variação homóloga)



Fonte: INE

**Pressões inflacionistas atenuam em Outubro, mas os preços crescem a um ritmo superior a 25%**

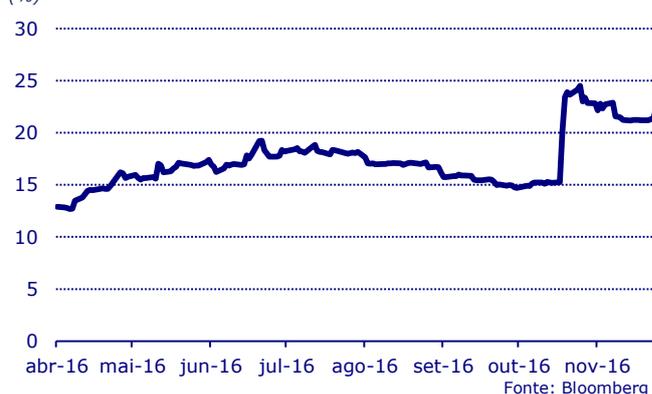
(mom%; yoy%)



Fonte: INE

**Yield da nova emissão da EMATUM aumenta significativamente no final de Outubro**

(%)



Fonte: Bloomberg

## ÁFRICA DO SUL – PERSPECTIVAS POUCO OPTIMISTAS PARA A ECONOMIA

□ **A OCDE espera um fraco desempenho económico em 2016, tal como já antecipado por outros organismos.** Para este ano, a instituição antecipa uma taxa de crescimento de 0.5%, prevendo, no entanto, que a actividade económica recupere nos dois anos seguintes, com especial ênfase para 2018. O crescimento económico ao longo de 2016 tem sido afectado adversamente pela queda do investimento, condições climatéricas adversas, problemas na geração de electricidade e incerteza à volta do contexto político. A taxa de inflação, que deverá atingir um pico até ao final do ano, deverá começar a demonstrar sinais mais positivos no próximo ano. A queda para os valores definidos pelo Banco Central poderia criar espaço para um alívio da política monetária, impulsionando a recuperação da actividade económica. Os riscos são no sentido descendente, de acordo com a OCDE: eventual *downgrade* do *rating* atribuído à dívida soberana, efeitos do Brexit e aumentos inesperados das taxas de juro nos EUA. Em sentido positivo, é mencionada a possibilidade de uma época de chuvas que favoreça a produção agrícola (diminuída devido à seca que afecta o país) e reduza a pressão sobre os preços dos bens alimentares, assim como desenvolvimentos favoráveis no contexto político nacional. **Os dados do crescimento económico no 3T espelham as perspectivas pouco optimistas para este ano.** Em termos homólogos, o PIB cresceu 0.7%, o que revela uma taxa de crescimento média de 0.4% y/y nos primeiros 3 trimestres do ano (+1.5% no mesmo período de 2015). O sector primário continua a destacar-se pela negativa, impulsionado pela contracção significativa da agricultura (-3.6% y/y), reflectindo a seca vivida no país. Estas condições climatéricas adversas afectaram também a distribuição de água, que, a par da queda da electricidade consumida, levaram este sector (electricidade, gás e água) a contrair 1.8% y/y. O consumo privado no 3T expandiu em 1.1% y/y, mas o investimento sofreu uma forte contracção (-6.1% y/y), a par das exportações (-3.9% y/y) e importações (-3.8% y/y).

□ **A agência internacional Fitch reviu a perspectiva atribuída à África do Sul, de estável para negativa, confirmando que o rating da dívida soberana de longo-prazo em moeda estrangeira permanece em BBB-.** Esta reavaliação reflecte os crescentes riscos políticos, que, de acordo com a Fitch, deverão permanecer até à conferência eleitoral do African National Congress (ANC) em Dezembro do próximo ano, afectando a actividade económica. O objectivo desta conferência será o de eleger um novo líder do partido, que, posteriormente, nas eleições de 2019, se apresentará como candidato presidencial. O *rating* da dívida soberana sul-africana pode ser revisto em baixa pela Fitch caso a instabilidade política permaneça, falhe o objectivo de estabilização do rácio de dívida pública em percentagem do PIB ou um aumento das responsabilidades contingentes, a actividade económica não recupere a um ritmo sustentável ou a dívida externa líquida atinja níveis preocupantes.

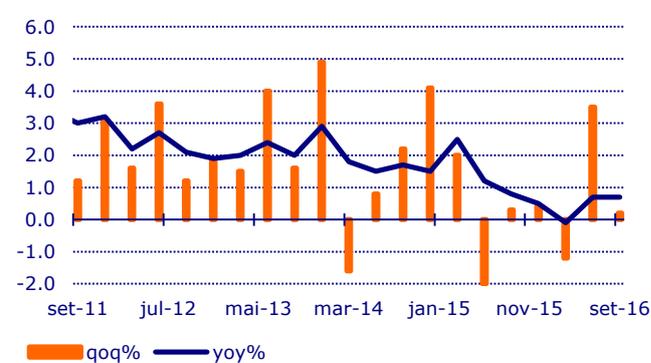
### Previsões para os principais indicadores económicos

		2016	2017	2018
PIB	var. anual %	0.4	1.1	1.7
Consumo Privado	var. anual %	0.7	1.6	1.7
Consumo Público	var. anual %	0.8	0.5	0.3
FBCF	var. anual %	-3.3	2.6	2.7
Exportações	var. anual %	2.5	3.5	4.7
Importações	var. anual %	-2.4	4.3	4.4
Taxa de Inflação	var. y/y %	6.6	6.1	5.7
Saldo Orçamental	% PIB	-3.7	-3.4	-3.2
Balança Corrente	% PIB	-4.0	-4.2	-4.3

Fonte: OCDE.

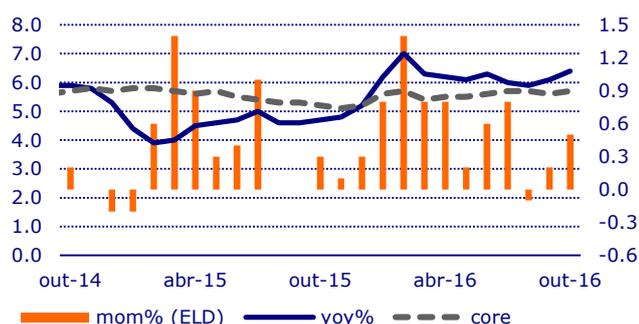
### Dados do PIB para o 3T confirmam perspectivas pouco positivas para o ambiente económico em 2016

(percentagem)



### Taxa de Inflação aumentou pelo 2º mês consecutivo em Outubro

(yoy%; mom%)



### Rating atribuído à dívida soberana da África do Sul (longo-prazo, moeda estrangeira)

	Rating	Perspectiva
Moody's	Baa2	Negativa
S&P	BBB-	Negativa
Fitch	BBB-	Negativa

Fonte: Bloomberg.



## MERCADO CAMBIAL

## MERCADOS

**FINAL DE 2016 REPETE FINAL DE 2015: DÓLAR FORTE EM RESULTADO DE JUROS MAIS ALTOS**

▫ **Não há coincidências, mas o EUR/USD irá fechar 2016 praticamente no mesmo valor do fecho de 2015.** De facto, no último dia de 2015, o EUR/USD fechou o dia e o ano nos 1.0860. Presentemente, o EUR/USD transacciona perto de 1.0750. Em ambos os casos, as expectativas foram e são de que a Reserva Federal suba juros no último mês do ano. Em 2015 foi o início do processo de normalização das taxas de juro, depois de finalizado o *tapering* do programa de *quantitative easing*, introduzido para amparar a retoma económica em curso nos EUA. Durante praticamente um ano não se alteraram as condições monetárias e, em Dezembro volta-se a esperar por uma subida dos juros, depois das hesitações da autoridade central norte-americana em ser pró-activa. De facto, a economia dos EUA tem ganho tracção, gerando inflação e emprego. Presentemente, perante a forte possibilidade de subida dos juros, o dólar tem vindo a apreciar-se em relação às moedas rivais. Mas também ajudou a este movimento a vitória de Trump (associou-se à perspectiva de uma maior pujança económica, mais inflação e subida dos juros mais rápida) e a derrota do PM Matteo Renzi no referendo à reforma política em Itália (o euro mostrou-se debilitado com a instabilidade governativa que pode ser gerada em Itália, depois da demissão do PM Renzi). O EUR/USD, por estas duas ocasiões, esteve muito perto de vir abaixo de 1.05, tendo corrigido devido a acções de tomada de proveitos (ou de *stop-losses* de quem acredita que os factores de mercado referidos já estão descontados e o EUR/USD não conseguirá vir abaixo deste nível). **Em todo o caso, voltam a surgir analistas que defendem a paridade entre estas duas moedas. Para nós, 1.05 continua a ser uma boa referência.**

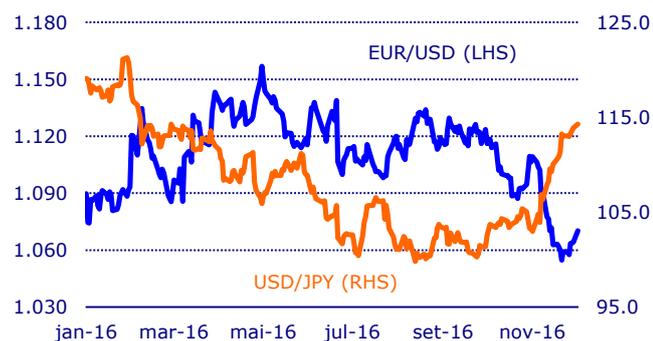
▫ **O iene perdeu igualmente valor para o dólar, num movimento que é desejado pelas autoridades nipónicas.** De facto, existe a necessidade de o JPY corrigir a anterior tendência de valorização que entrava a competitividade económica, um maior crescimento e o surgimento de inflação, apesar das medidas de política monetária implementadas. Recentemente foi reafirmado pelo BoJ que continuará com o programa de compra maciça de dívida titularizada nas diferentes maturidades. O Boj deseja igualmente que os EUA implementem os estímulos fiscais prometidos por Trump, impulsionando a economia e dando mais espaço para a Fed subir os juros. Prevemos, no curto prazo, um USD/JPY à volta de 115 ienes por dólar.

▫ **O Brexit está suspenso por questões legais e políticas. O supremo irá pronunciar-se em Janeiro e possivelmente também o Parlamento terá de confirmar os resultados do referendo.** Entretanto, a GBP ganhou valor em relação às restantes moedas, perdendo-se a discussão entre um possível *hard* ou *soft* Brexit. Enquanto se aguardam factores de mercado, o EUR/GBP poderá ser transaccionado à volta de 0.85.

▫ **Perante as incertezas futuras – administração Trump, situação política em Itália pós referendo, Brexit, eleições em países europeus – o CHF tem mostrado pressão de apreciação.** O banco central mantém as suas políticas para contrariar esse facto: taxas de juro negativas e intervenções no mercado cambial.

**EUR/USD atinge mínimos e corrige; USD/JPY acentua tendência de subida**

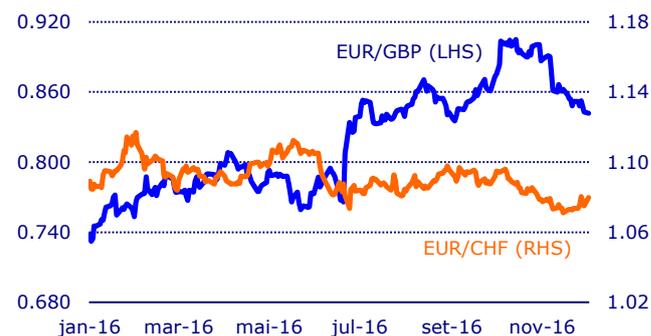
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

**GBP recupera valor face EUR; CHF sob pressão de apreciação, apesar do BdS**

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



Fonte: Reuters, BPI

**EUR/USD e EUR/CHF em quase equilíbrio; JPY sobrevalorizado; GBP fortemente subavaliada**

06.Dez.16

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.1010	1.0702	-2.80%
EUR/JPY	133.41	122.32	-8.32%
EUR/GBP	0.7222	0.8417	16.54%
EUR/CHF	1.0882	1.0797	-0.78%

Fonte: BPI.

**Cotações a Prazo**

06.Dez.16

Moedas	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.0736	1.0783	1.0887
EUR/JPY	122.40	122.47	122.55
EUR/GBP	0.8432	0.8449	0.8491
EUR/CHF	1.0806	1.0773	1.0751

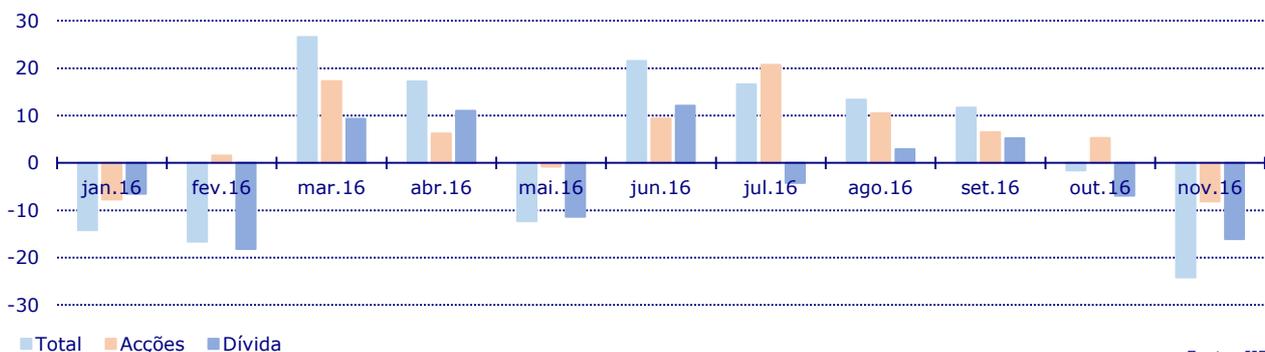
Fonte: BPI.

**MERCADOS****› MERCADO CAMBIAL (MOEDAS EMERGENTES)****NOVA GUERRA CAMBIAL EM PERSPECTIVA?**

- **Em Novembro, os não residentes retiraram 24.2 mil milhões de dólares (mmd) das economias emergentes, repartidos entre 16.1 mmd de dívida e 8.1 mmd de acções.** Valores que comparam com os de Outubro onde se registou uma saída total de apenas 1.6 mmd, tendo havido uma retirada de 8.1 mmd de dívida e uma entrada de 5.3 mmd no mercado de acções. Este movimento, que configura uma fuga, foi consequência dos resultados das eleições presidenciais nos EUA. De facto, perante a perspectiva de que o novo presidente, Donald Trump, possa renunciar os acordos comerciais com os países no eixo Ásia-Pacífico e criar barreiras alfandegárias aos produtos vindos de fora dos EUA, registou-se uma indiscutível fuga dos activos dos emergentes. O cenário nos meses anteriores vinha a consolidar uma tendência mais positiva.
- **Por países (os dados repartidos por país do Institute of International Finance / IIF vão somente até Outubro), imagina-se que seja visível igualmente essa saída de capitais, quando a maioria dos países estava a registar uma evolução positiva ao longo do ano.** Até Outubro, alguns países estavam a ter *performances* superiores às registadas em 2015. Indonésia, México, Polónia, Rússia e Turquia têm valores de entradas acumuladas totais superiores aos registados na globalidade de 2015. Na China, a situação é diferente.
- **Embora em Outubro tivesse ocorrido uma maior moderação na saída líquida de capitais da China, 62 mmd, que compara com 90 mmd em Setembro, não deixa de haver um valor acumulado em 2016 de -530 mmd (-674 mmd em 2015).** Em termos do valor do yuan continua a verificar-se um movimento de forte depreciação. Em Novembro, o USD/CNY passou de 6.76 para 6.9210 (valor mais alto desde 2008), correspondendo a uma desvalorização de 2.35% da moeda chinesa para o dólar. Os investidores estão confusos quanto à situação, porque é aparentemente do interesse das autoridades chinesas uma moeda fraca no actual período de transição de um modelo estável e controlado para outro mais liberalizado. No entanto, existe o perigo de perderem o controlo da moeda e esta vir a desvalorizar mais do que o desejado e prejudicar o avanço económico chinês e mundial. Como é sabido, está em curso o programa de internacionalização do yuan para que seja uma moeda global, acompanhando a importância da China como potência económica e comercial mundial. Entretanto, os principais parceiros comerciais – EUA, Europa e Japão – deverão estar desagrados com a política cambial chinesa, assim como os países vizinhos da China, que perdem competitividade quando concorrem nos mesmos mercados.
- **O facto é que poderemos estar próximo de uma nova “guerra cambial”.** O Banco central chinês assegura que o propósito das autoridades é a estabilidade cambial, já que as actuais condições assim a promovem – estabilidade da balança corrente e superávit significativo na balança comercial. Segundo o Banco Popular da China, a moeda é forte e é mais resiliente à pressão de apreciação do dólar que outras moedas. Contudo, constatamos que a vitória de Donald Trump e a possibilidade da Fed vir a subir os juros em Dezembro está a levar à valorização do dólar face ao yuan. Existe igualmente desconfiança de que a saúde da economia chinesa está pior do que as autoridades querem fazer crer.
- **O peso mexicano sofreu uma forte desvalorização com a vitória de Donald Trump para a presidência dos EUA.** Genericamente, os mercados financeiros da América Latina foram sujeitos a um *sell-off* após serem conhecidos os resultados eleitorais. No entanto, verificou-se uma posterior recuperação e estabilização. O MXN deprecou cerca de 14% face ao USD, as *yields* das obrigações mexicanas aumentaram 100 pontos base e as acções perderam, em média, 7% do seu valor. O banco central respondeu com uma subida de 0.5% na taxa de juro de referência para 5.25%. Face às promessas eleitorais de Trump, acredita-se que a economia mexicana possa sofrer com a introdução de medidas proteccionistas por parte dos EUA (o que não é ainda certo). A subida das taxas de juro da Fed poderá manter alguma turbulência.

**Em Novembro, agravaram-se as saídas de fluxos financeiros das EM. Os resultados das eleições presidenciais nos EUA foram o principal factor da fuga.**

(mil milhões de dólares)



Fonte: IIF

## › MERCADO CAMBIAL (MOEDAS EMERGENTES)

### NOVA GUERRA CAMBIAL EM PERSPECTIVA? (cont.)

MERCADOS

#### Fluxos financeiros líquidos

*mil milhões USD*

	Brasil	Chile	China	Índia	Indoné.	México	Polónia	Rússia	Áfr. Sul	Turquia
1ºT2016	3.5	-0.5	-162.5	3.6	4.5	7.9	1.2	-9.6	4.2	9.9
2ºT2016	6.9	0.9	-98.6	7.1	7.2	6.7	9.5	2.8	2.1	17.6
3ºT2016	11.3	2.5	-207.3	15.5	10.2	9.2	4.7	7.4	3.7	2.9
Agosto	1.8	0.8	-50.5	2.4	4.1	2.9	2.0	5.1	1.2	5.2
Setembro	0.7	1.0	-89.9	7.3	3.0	2.9	2.8	1.8	1.8	-3.1
Outubro	2.8	1.0	-61.6	2.7	2.8	3.7	3.4	-0.7	2.2	6.6
Acum. '16	24.6	3.8	-530.0	28.9	24.6	27.5	18.8	-0.1	12.1	37.0
2015	60.0	4.4	-673.9	67.0	16.5	17.5	-8.2	-67.3	12.8	20.4

Fonte: IIF.

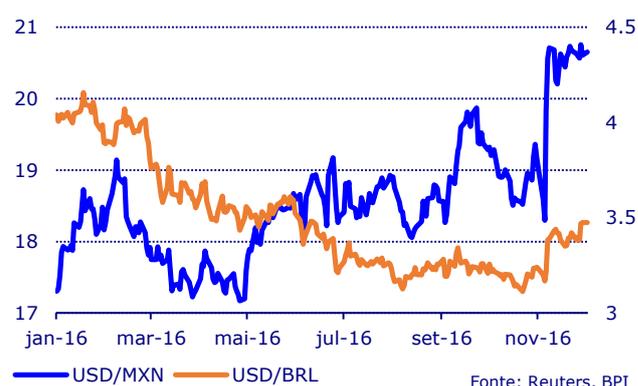
#### Yuan (CNY) acentua tendência de perda; Rublo (RUB) estabiliza contra o dólar

(x yuans por USD; x rublos por USD)



#### Real do Brasil (BRL) corrige recente apreciação; peso mexicano (MXN) volátil, perde valor para USD

(x pesos por USD; x reais por USD)

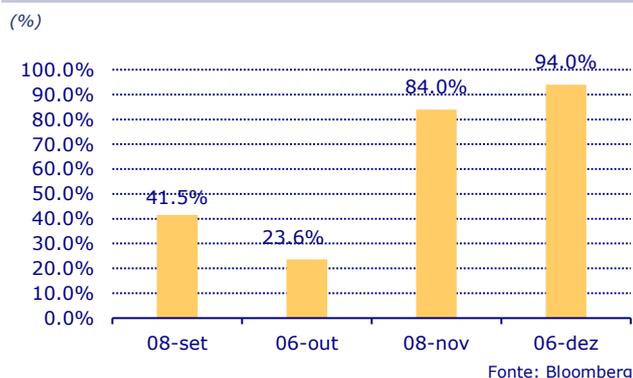


## ESTÍMULO FISCAL NOS EUA ABRE PORTA A NORMALIZAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

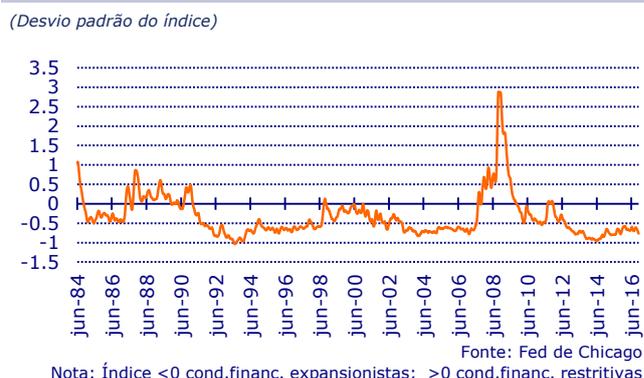
▫ **Depois das eleições presidenciais norte-americanas, as probabilidades implícitas nos futuros da taxa dos fed-funds alteraram-se de forma considerável, reflectindo as perspectivas de aceleração do crescimento e do ritmo de preços nos EUA.** Actualmente, os participantes no mercado financeiro antecipam que a Reserva Federal anunciará um aumento de 25 pontos base no intervalo da taxa dos *fed-funds* na reunião de Dezembro, colocando-a em 0.5-0.75%. Para 2017, os futuros antecipam que o próximo movimento de subida ocorra em Junho. Para além das medidas de estímulo fiscal que impulsionarão o crescimento em 2017, outros factores contribuem para que a Reserva Federal anuncie em Dezembro uma alteração da taxa directora, dos quais se destaca o bom desempenho do mercado de trabalho e a subida acentuada das expectativas inflacionistas implícitas nos *inflation swap* a 5 anos.

▫ **Tendo por base o modelo utilizado pela Bloomberg para cálculo da taxa de juro dos fed-funds segundo a regra de Taylor, confirma-se o cenário de que as condições financeiras se encontram em níveis muito acomodáticos.** Com efeito, tendo por base a regra de Taylor, a taxa neutral dos *fed-funds* situar-se-á em torno de 3%, claramente acima do nível actual. O cálculo tem implícita uma taxa de juro real de 2%, um objectivo de 2% para o deflator do PIB e considera uma taxa de desemprego de pleno emprego em 4.5%.

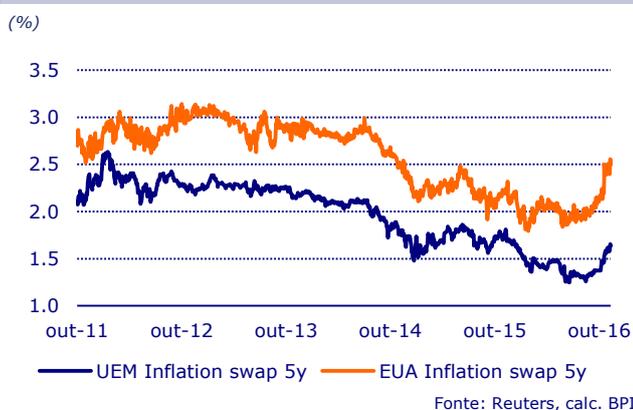
### Evolução das probabilidades atribuídas à subida de taxas nos EUA na reunião de 14/Dez



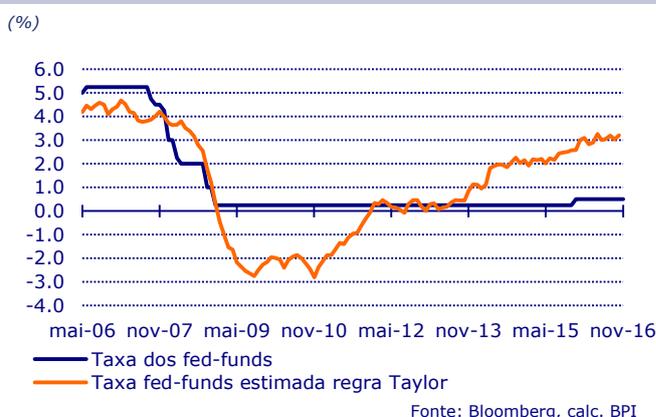
### Índice de condições financeiras em níveis acomodáticos



### Expectativas inflacionistas melhoram



### Taxa dos fed-funds estimada pela regra de Taylor



## · MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

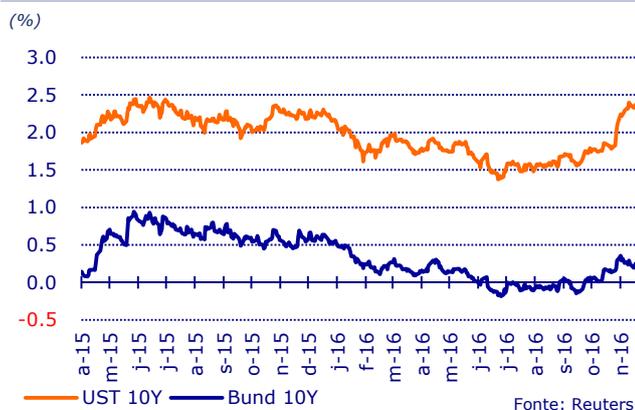
**MERCADOS**

### ALTERA-SE O COMPORTAMENTO NO MERCADO DE TAXA FIXA, SOBRETUDO NOS EUA

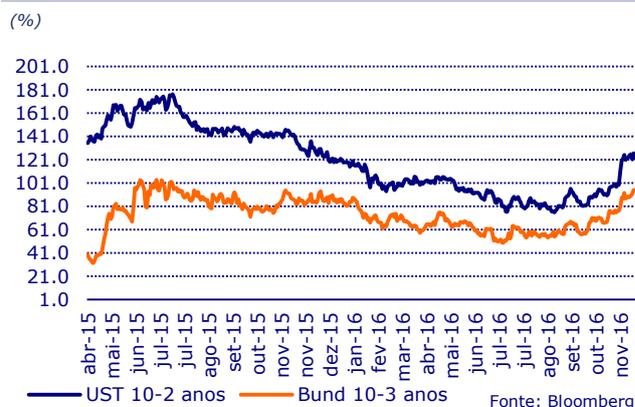
▫ **Mercados desenvolvidos:** Perspectivas de estímulo fiscal nos EUA reflectiram-se na alteração de perspectivas no mercado de taxa fixa norte-americano, observando-se uma aproximação da *yield* do UST a 10 anos de 2.5%, pela primeira vez desde Junho de 2015. Na Europa, também se assistiu a um movimento de perdas no mercado de taxa fixa, mas menos acentuado do que nos EUA, na medida em que deste lado do Atlântico os factores de incerteza, sobretudo relacionados com eventos políticos, continuam a condicionar as decisões dos investidores que continuam a privilegiar activos considerados de menor risco. O movimento observado no *benchmark* europeu – o *Bund* alemão a 10 anos - foi muito mais contido do que nos EUA, atingindo um máximo de 0.354% em Novembro. Outros factores que justificam os movimentos no mercado de taxa fixa prendem-se com uma recuperação acentuada das expectativas inflacionistas implícitas nos *Inflation swap* a 5 anos, tanto nos EUA como na zona euro, tendo o primeiro ultrapassado a barreira dos 2.5%, pela primeira vez desde Julho de 2017, e o segundo aproximado de 1.7%, pela primeira vez desde Janeiro deste ano; na zona euro, a política monetária continua a limitar a subida das taxas longas. Na nossa perspectiva, é expectável que no curto prazo os títulos de taxa fixa norte-americanos mantenham a tendência de perdas, continuando a incorporar expectativas mais positivas quanto ao crescimento e aumento das pressões inflacionistas; também se espera que a *yield* do *Bund* alemão mantenha tendência moderada de subida, embora menos acentuada.

▫ **Mercados periféricos:** a evolução dos prémios de risco exigidos à dívida pública dos países da periferia também reflectem o ambiente de incerteza que se vive na zona euro. No caso de Portugal, o *spread* exigido face ao *Bund* alemão situa-se muito próximo dos 350 pontos base (na dívida a dez anos). Até ao final do ano, antecipa-se que o diferencial face ao *benchmark* alemão se mantenha em torno dos níveis actuais, na medida em que o mercado tenderá a olhar com bons olhos a decisão de reembolso antecipado de mais 2 mil milhões de euros (mme) relativos ao empréstimo do FMI e o sucesso na colocação da emissão de dívida de médio prazo direccionada para o mercado interno; adicionalmente o facto da almofada de liquidez estimada pelo IGCP (9.6 mme) assegurar que cerca de 40% das necessidades de financiamento para 2017 estão asseguradas será também um factor de suporte para os investidores. O Tesouro anunciou o cumprimento do programa de financiamento de 2016, estimando que as necessidades de financiamento brutas (excluindo o *rollover* dos BTs) em 2016 se situem em 23.1 mme, das quais 9.6 mme são as necessidades líquidas de financiamento, excluindo a capitalização da CGD que foi adiada para 2017 e incluindo o reembolso antecipado ao FMI de 2 mme.

#### Mercado de Dívida Pública: US Treasuries em níveis máximos de há um ano

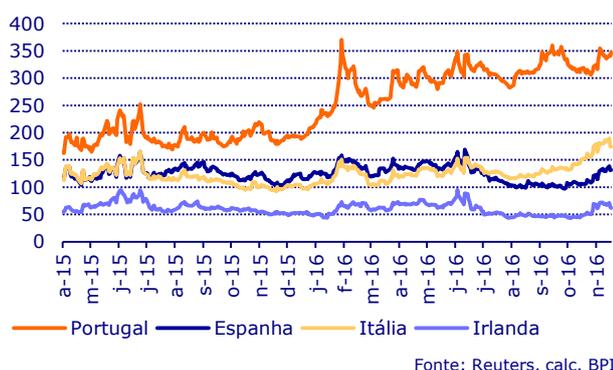


#### Inclinação das curvas de rendimentos altera-se



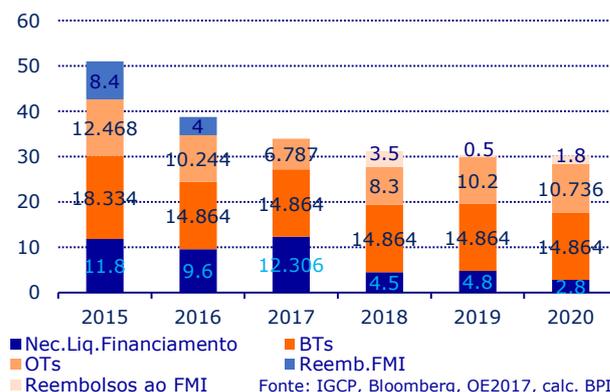
#### UEM: Spreads mercados periféricos reflectem percepção do risco país

(Spread face ao Bund alemão 10 anos (p.b.))



#### Portugal: Necessidades de financiamento

(Million EUR)



**MERCADOS**

**MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA**

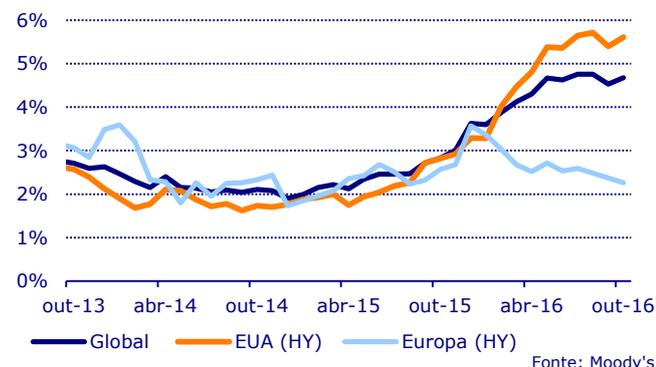
**O EFEITO TRUMP PARECE SER POSITIVO PARA O RISCO, ATÉ AGORA**

▫ **Antes da eleição eram os bancos centrais a suportar uma maior procura por dívida *corporate*, com a baixa rentabilidade da dívida pública como principal motivador numa procura por rendimento. Agora, em particular nos Estados Unidos, há uma aposta no risco, fundada numa expectativa de que as políticas de Donald Trump possam levar a maior crescimento.** Assim, sendo que as *yields* aumentaram necessariamente acompanhando a subida dos juros da dívida pública americana em mercado secundário, a descida da percepção do risco não foi interrompida pelo resultado das eleições, com os *spreads* da dívida BBB a registarem no início deste mês mínimos desde Julho. **Porém, há quem se mantenha cauteloso quanto a este efeito.** Por um lado, é preciso ainda perceber o conteúdo e testar a eficácia das medidas a aplicar pelo Presidente Trump. Noutra perspectiva, é necessário considerar que o ciclo do crédito estará já numa fase avançada, e que esta manutenção de *yields* baixas poderá revelar-se temporária, em particular num cenário em que a inflação avance mais rapidamente, e com ela os juros da Reserva Federal e das obrigações, em geral.

▫ **Na Europa, o primeiro efeito da eleição de Trump foi uma subida marcada nos juros cobrados em mercado secundário à dívida mais arriscada.** Os *spreads* da dívida BBB na Europa subiram cerca de 10 pontos percentuais (p.p.). Esta subida foi particularmente sentida nos *spreads* da dívida da indústria, voltando-se a aproximar do verificado no sector financeiro. **No entanto, o principal suporte na dívida *corporate* europeia é assegurado pelas compras do Banco Central Europeu, que deverão continuar a ser o maior factor determinante.** O montante detido pelo BCE no final de Novembro em dívida de empresas era de EUR 46.2 mil milhões, mais EUR 8.1 mil milhões do que em Outubro, o que situa as compras de Novembro na média de cerca de EUR 8 mil milhões por mês. Segundo dados da UBS, a dívida de empresas portuguesas detida pelo BCE concentra-se na Brisa, REN, e EDP, sendo que o banco central não divulga os montantes das compras individuais. Sabe-se apenas que a EDP representa o maior número de emissões compradas, 10 (com um saldo vivo de EUR 6.6 mil milhões), com a Brisa a acumular 4 emissões compradas (saldo vivo de EUR 1.2 mil milhões) e a REN com apenas 3 emissões (saldo vivo de 1.3 mil milhões).

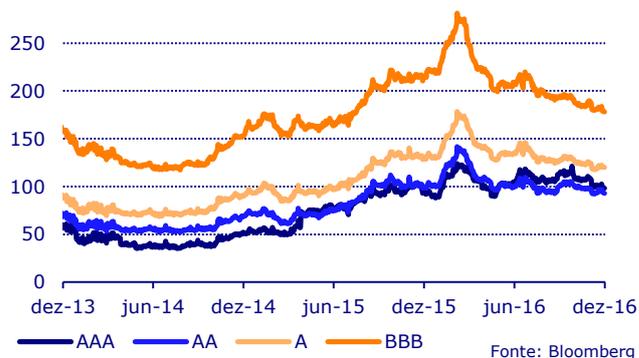
**Taxas de incumprimento - Rating Especulativo**

(percentagem)



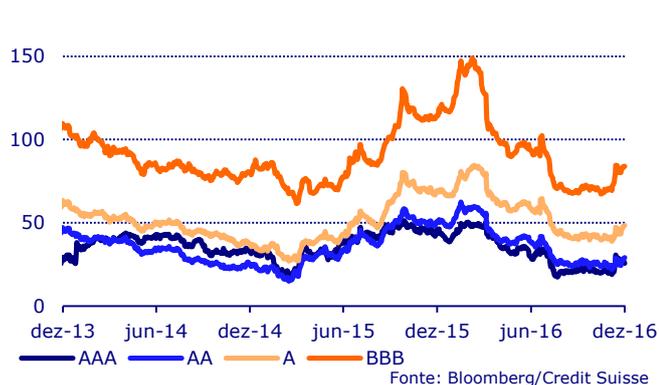
**Spreads da dívida diversa face ao swap (US)**

(pontos base)



**Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)**

(pontos base)



**Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)**

(pontos base)



## MERCADOS ACCIONISTAS

## MERCADOS

**QUESTÕES POLÍTICAS CONCORREM PARA O FRACO DESEMPENHO DAS BOLSAS EUROPEIAS**

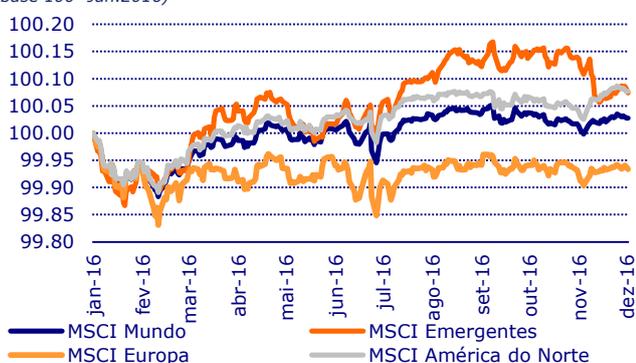
Os índices norte-americanos continuam a transaccionar perto de máximos, impulsionados pela expectativa em torno do plano económico do Presidente eleito, Donald Trump, que se espera que assente fortemente no investimento em infra-estruturas e na implementação de uma política orçamental com pendor mais expansionista. Em causa deverão estar medidas mais favoráveis aos sectores mais tradicionais, como o sector financeiro ou o industrial, visível pelo melhor desempenho das acções dos índices S&P 500 e Dow Jones. O Nasdaq, por seu lado, tem apresentado um comportamento distinto, afastando-se dos máximos alcançados em Outubro. Este desempenho reflecte a incerteza quanto ao futuro da regulamentação da actividade das empresas do sector tecnológico (Trump mencionou que muitas vezes estas empresas actuam de forma monopolista), e a valorização do dólar, dado o carácter fortemente exportador destas empresas. Para além da expectativa em torno destas medidas, os índices norte-americanos negociam em linha com os dados económicos favoráveis entretanto divulgados, como a taxa de crescimento do PIB no 3T ou os dados sobre o mercado laboral, e a recuperação dos preços do petróleo.

Os principais índices europeus continuam longe dos máximos históricos, havendo, à partida, maior potencial para valorizações; no entanto, o ambiente de incerteza poderá ser um desafio para as bolsas europeias e impedir novos máximos nos próximos meses. O desempenho das acções do Velho Continente continua muito abaixo do verificado nos índices norte-americanos, tendo em consideração os dados económicos pouco surpreendentes, embora positivos, e as questões políticas. Estes dois factores serão marcantes nos próximos tempos, considerando o calendário eleitoral na Europa e a expectativa de que a recuperação económica continue de forma moderada. As questões políticas serão um foco de incerteza e instabilidade, o que poderá impedir que os índices europeus valorizem e se aproximem dos máximos de 2015; ao mesmo tempo, é possível que a volatilidade e a aversão ao risco aumentem. De acordo com a Morgan Stanley, num cenário de ausência de incerteza política, as acções na Europa apreciariam entre 10% e 15%. Outro foco de inquietação prende-se com o sector bancário, com destaque para os desenvolvimentos no caso italiano, onde o peso do crédito malparado é significativo e algumas instituições apresentam necessidades de recapitalização avultadas.

A valorização do dólar norte-americano, em antecedência à reunião de política monetária da Fed a 14 de Dezembro, de onde se espera uma nova subida das taxas de juro, tem permitido que o iene perca valor. Este desempenho beneficia as empresas exportadoras japonesas, impulsionando o índice accionista japonês.

**Mercados Emergentes perdem ímpeto, em linha com o quase certo aumento das taxas de juro nos EUA**

(base 100=Jan.2016)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI

**Nikkei desenha uma tendência de recuperação, reflectindo a depreciação recente do iene**

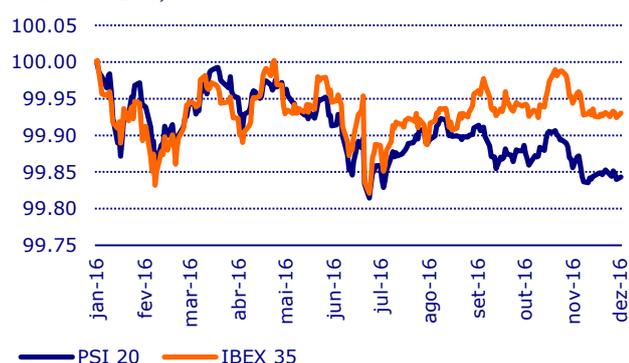
(base 100=Jan.2016)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI

**Índices ibéricos continuam a registar perdas desde o início do ano**

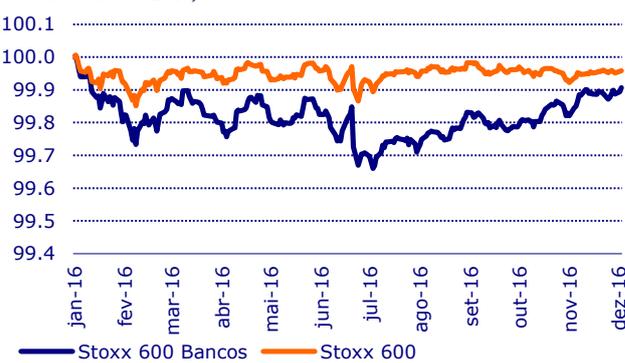
(base 100=Jan.2016)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI

**Sector bancário europeu tem sido adversamente afectado com o cenário de baixas taxas**

(base 100=Janeiro 2016)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI



## 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	2.1	-3.7	-3.5	-3.7	96.1	96.1	97.5	-2.7	-2.4	-2.8	4.9	4.7	4.6	1.6	2.1	2.3
Japão	-0.1	0.7	0.5	-5.1	-4.8	-4.7	240.2	243.4	255.4	3.4	3.5	3.4	3.3	3.1	3.0	0.6	0.7	0.8
UE	0.3	1.6	1.7	-2.0	-1.7	-1.6	86.0	85.1	83.9	2.1	2.1	2.2	8.6	8.3	7.9	1.8	1.6	1.8
UEM	0.2	1.3	1.5	-1.9	-1.5	-1.6	91.4	89.7	89.4	3.4	3.2	2.9	10.2	9.8	9.3	1.6	1.3	1.5
Alemanha	0.4	1.5	1.7	0.4	0.3	0.3	67.9	64.6	63.7	8.7	8.2	7.9	4.9	4.9	4.8	1.7	1.3	1.6
França	0.3	1.2	1.5	-3.3	-2.8	-2.9	97.1	96.7	98.0	-0.7	-0.7	-1.1	9.9	9.7	9.3	1.3	1.2	1.6
Itália	0.0	0.9	1.4	-2.4	-2.1	-2.0	132.6	131.3	132.3	2.3	2.0	1.7	11.4	11.1	11.0	0.8	0.7	0.9
Espanha	-0.4	1.2	1.5	-4.1	-3.4	-3.0	100.1	100.2	99.5	1.5	1.4	1.4	19.9	18.5	17.0	3.0	2.1	2.0
Holanda	0.1	1.0	1.3	-1.3	-1.1	-0.6	64.5	63.2	61.0	8.9	8.5	7.9	6.6	6.3	5.9	1.7	1.6	1.8
Bélgica	1.6	1.8	1.8	-2.7	-2.4	-1.9	106.4	105.8	104.7	1.0	1.2	1.6	8.2	8.0	7.7	1.2	1.3	1.6
Áustria	1.1	1.8	1.7	-1.6	-1.3	-1.2	85.3	83.3	80.9	2.7	2.6	2.8	6.0	6.1	6.0	1.4	1.4	1.5
Finlândia	0.3	1.0	1.5	-2.4	-2.3	-1.9	64.5	66.8	66.3	-0.4	-0.3	-0.2	9.3	9.2	8.5	0.8	1.0	1.3
Grécia	0.0	0.6	1.1	-2.6	-2.1	-1.3	177.8	179.2	176.8	0.0	0.1	0.7	24.1	23.2	21.4	-0.4	1.6	2.1
Irlanda	0.2	1.4	1.0	0.8	-0.2	3.0	84.4	77.5	70.3	6.8	6.5	8.3	8.3	7.5	7.2	4.4	3.2	3.5
Reino Unido	0.6	2.3	2.9	-3.3	-3.2	-2.3	88.3	88.4	85.8	-5.6	-4.6	-3.6	5.0	5.3	5.6	1.8	0.9	1.1
Suécia	1.0	1.6	2.1	0.3	0.3	1.8	41.3	40.1	38.1	5.6	5.4	4.0	6.9	6.9	7.0	3.3	2.5	2.2
Dinamarca	0.4	1.3	1.4	1.4	1.3	3.8	40.8	41.5	42.1	7.0	6.8	7.0	6.1	5.9	5.7	1.1	1.6	1.3
Luxemburgo	0.1	1.5	1.8	1.2	0.3	0.2	22.5	23.5	23.2	4.9	5.5	5.5	6.4	6.3	6.2	3.6	3.6	2.0
Suíça	-0.5	0.3	0.6	1.4	1.3	3.0	41.5	40.5	42.3	9.8	9.3	8.3	3.7	3.6	1.9	1.3	1.5	1.6
Portugal	0.6	1.2	1.4	-2.8	-2.5	-2.1	128.9	128.2	124.8	1.1	1.0	1.4	11.6	10.9	10.3	1.1	1.2	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	8.8	5.4	4.6	-3.3	1.0	2.0	11.3	11.8	11.5	78.4	82.9	85.7	-9.1	-8.9	-8.3	-1.1	-1.2	-1.5	38.4	35.3	34.4
México	2.8	3.7	3.7	2.1	1.9	2.2	4.0	4.2	4.2	56.3	56.4	56.2	-3.0	-2.5	-2.3	-3.1	-2.9	-2.7	42.0	42.4	42.7
Argentina	40.0	23.7	15.3	-1.9	3.1	3.2	9.1	8.8	8.7	51.8	51.1	51.2	-5.2	-5.2	-5.1	-2.6	-2.8	-3.2	31.7	32.5	33.8
Chile	3.9	3.1	3.3	1.7	2.2	2.6	6.9	7.3	-	20.4	23.3	25.0	-2.9	-2.9	-2.0	-2.0	-2.1	-1.9	65.2	65.5	-
R. Checa	0.6	1.8	2.0	2.5	2.6	2.6	5.5	4.6	5.0	40.8	39.8	38.9	-0.2	-0.5	-0.5	1.8	0.9	0.8	71.2	71.2	71.7
Polónia	-0.6	1.4	1.8	2.9	3.2	3.4	9.0	8.1	7.8	51.9	52.9	53.2	-2.7	-3.0	-3.0	-0.6	-1.1	-1.4	69.7	67.4	64.3
Hungria	0.4	2.0	2.6	2.1	2.6	2.7	5.3	5.1	4.8	74.2	73.7	72.6	-2.0	-2.5	-2.4	4.7	3.9	3.6	103.4	96.3	86.4
Rússia	7.1	5.3	4.5	-0.6	1.3	1.5	5.7	5.7	5.5	17.1	18.2	19.2	-3.7	-3.0	-2.2	2.3	3.0	2.5	39.1	34.9	34.2
China	2.0	2.2	2.1	6.7	6.4	6.0	4.1	4.1	4.1	46.5	49.9	52.5	-3.1	-3.5	-3.5	2.5	2.5	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&amp;UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>EUA</b>	<b>1.6%</b>	<b>2.2%</b>	2.3%	1.2%	2.0%	2.0%
<b>Zona Euro</b>	1.6%	1.6%	1.7%	0.3%	1.1%	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	2.0	1.4	1.5
Consumo público	0.5	0.1	0.5
Formação Bruta de Capital	-2.7	0.8	3.3
Exportações	4.0	3.5	2.5
Importações	3.1	2.3	2.5
<b>PIB</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>
<b>Défice Orçamental (PDE)</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
<b>Taxa de inflação média</b>	<b>0.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>
<b>Taxa média de desemprego</b>	<b>11.4</b>	<b>11.0</b>	<b>10.7</b>

Nota: em 2017, considera medidas incluídas no OE 2017, ponderadas pelo risco de execução.

## PREVISÕES

## Taxas de Câmbio

07.Dez.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.07	1.07	1.05	1.05	1.07
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.05	1.07	1.06	1.08
USD/JPY	114.03	107.00	110.00	110.00	111.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	115.00	113.00	115.00	116.00
EUR/JPY	122.47	116.00	117.50	117.00	117.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	120.75	120.91	121.90	125.28
EUR/GBP	0.85	0.87	0.86	0.86	0.86
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.86	0.88	0.90	0.95
EUR/CHF	1.08	1.08	1.08	1.08	1.10
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.08	1.09	1.08	1.10

Fonte: BPI, várias instituições de research.

Nota: projecções do BPI em confronto com média de previsões de outras instituições financeiras.

## Taxas de Juro

07.Dez.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
<b>Taxas de juro 3 M</b>										
EUR	-0.32%	-0.33%	-0.33%	-0.33%	-0.31%	-127	-130	-134	-148	-178
EUR (Prev. BPI)	-	-0.32%	-0.31%	-0.30%	-0.26%	-	-127	-131	-145	-166
USD	0.95%	0.97%	1.01%	1.15%	1.47%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.95%	1.00%	1.15%	1.40%	-	-	-	-	-
JPY	-0.06%	-0.02%	-0.06%	-0.06%	-0.08%	-101	-99	-107	-121	-155
JPY (Prev. BPI)	-	-0.06%	-0.06%	-0.06%	-0.06%	-	-101	-106	-121	-146
GBP	0.38%	0.39%	0.34%	0.33%	0.32%	-57	-58	-67	-82	-115
GBP (Prev. BPI)	-	0.39%	0.35%	0.32%	0.30%	-	-56	-65	-83	-110
CHF	-0.74%	-0.77%	-0.77%	-0.77%	-0.77%	-169	-174	-178	-192	-224
CHF (Prev. BPI)	-	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-	-170	-175	-190	-215
<b>Taxas de juro 10 A</b>										
POR	3.53%	3.65%	3.80%	3.90%	4.15%	116	133	151	152	158
POR (Prev. BPI)	-	3.65%	3.80%	3.90%	4.15%	-	125	130	115	115
ALE	0.35%	0.22%	0.26%	0.32%	0.49%	-202	-210	-203	-206	-208
ALE (Prev. BPI)	-	0.35%	0.40%	0.50%	0.75%	-	-205	-210	-225	-225
EUA	2.37%	2.32%	2.29%	2.38%	2.57%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	2.40%	2.50%	2.75%	3.00%	-	-	-	-	-
JAP	0.04%	-0.02%	-0.06%	-0.06%	-0.04%	-233	-234	-235	-244	-261
JAP (Prev. BPI)	-	0.00%	-0.10%	-0.08%	-0.05%	-	-240	-260	-283	-305
RU	1.38%	1.34%	1.39%	1.42%	1.51%	-98	-98	-90	-96	-106
RU (Prev. BPI)	-	1.38%	1.40%	1.40%	1.50%	-	-102	-110	-135	-150
SUI	-0.11%	-0.32%	-0.34%	-0.29%	-0.13%	-248	-264	-263	-267	-270
SUI (prev. BPI)	-	-0.10%	-0.10%	-0.05%	-0.05%	-	-250	-260	-280	-305

Fonte: BPI, várias instituições de research.

Nota: projecções do BPI em confronto com média de previsões de outras instituições financeiras.

## Taxas Directoras dos Principais Bancos Centrais

	Taxa de referência	Nível em 31-Dez-14	Nível actual 03-Nov-16	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
<b>Bancos Centrais G-7</b>						
Reserva Federal dos EUA 1*	<i>Fed Funds Rate</i>	0.25%-0.5%	0.25%-0.5%	16-Dez-15 (+25/+25 pb)	14-dez-16	+25 p.b.
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.05%	0.00%	10-Mar-16 (-5 pb)	19-jan-17	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>Balance Rate</i>	0.10%	-0.10%	29-Jan-16 (-10 pb)	20-dez-16	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	18-jan-17	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.25%	4-Ago-16 (-25 pb)	15-dez-16	Sem alteração
<b>Outros Bancos Centrais</b>						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	-0.0075	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	15-dez-16	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	-0.35%	-0.50%	17-Fev-16 (-15 bp)	21-dez-16	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	0.75%	0.50%	17-Mar-16 (+25 pb)	15-dez-16	-
Banco Nacional da Dinamarca	<i>Lending Rate</i>	0.05%	0.05%	20-Jan-15 (-15 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	<i>Cash Rate</i>	2.00%	1.50%	2-Ago-16 (-25 pb)	07-fev-17	-
<b>América Latina</b>						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	14.25%	13.75%	30-Nov-16 (-25 bp)	11-jan-17	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.25%	5.25%	17-Nov-16 (+50 pb)	15-dez-16	-
<b>Europa de Leste</b>						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	1.50%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	11-jan-17	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	1.35%	0.90%	25-Mai-16 (-15pb)	20-dez-16	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	22-dez-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.Dez.16

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
<b>Taxas de câmbio</b>					
USD/BRL	3.26	3.37	3.40	3.45	3.50
USD/MXN	19.23	20.50	20.90	20.70	20.20
USD/ARS	15.07	15.75	16.25	16.67	17.60
EUR/CZK	27.02	27.00	27.00	27.00	26.50
EUR/PLN	4.31	4.39	4.39	4.35	4.30
EUR/HUF	306.12	310.50	310.00	310.00	310.00
USD/RUB	63.28	64.95	64.50	64.50	64.20
USD/CNY	6.76	6.90	6.99	7.05	7.10

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

07.Dez.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
<b>Taxas de juro de curto-prazo</b>										
BRL	14.00%	13.75%	12.85%	11.85%	10.70%	1307	1278	1184	1070	923
MXN	4.75%	5.55%	5.45%	5.65%	5.95%	382	458	444	450	448
ARS	20.25%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1932	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.29%	0.30%	0.28%	0.28%	0.36%	-64	-67	-73	-87	-111
PLN	1.62%	1.72%	1.73%	1.73%	1.83%	69	75	72	58	36
HUF	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.95%	-3	-7	-11	-25	-52
RUB	11.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1007	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CNY	4.35%	4.35%	4.35%	4.30%	4.20%	342	338	334	315	273
<b>Taxas de juro 10 A</b>										
BRL	11.61%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	342	-	-	-	-
MXN	7.29%	7.00%	7.01%	7.12%	7.25%	244	-	-	-	-
ARS	8.16%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	524	-	-	-	-
CZK	0.50%	0.51%	0.61%	0.65%	0.93%	17	-	-	-	-
PLN	3.68%	3.18%	3.18%	3.18%	3.45%	335	-	-	-	-
HUF	3.44%	3.29%	3.18%	3.21%	3.32%	311	-	-	-	-
RUB	9.67%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	157	-	-	-	-
CNY	3.07%	2.85%	2.84%	2.87%	2.86%	274	-	-	-	-

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.

## ITÁLIA – AMBIENTE ECONÓMICO, FINANCEIRO E POLÍTICO

Itália 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 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 se colocam após a demissão de Renzi.

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 estava em causa

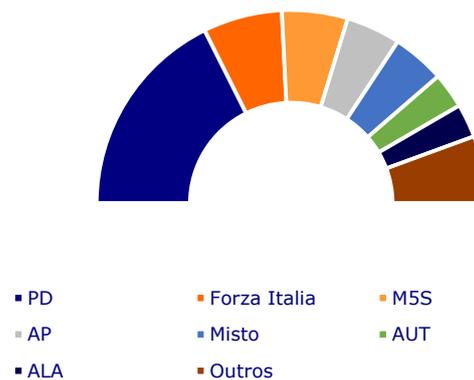
**O sistema político em Itália é composto por um sistema bicameralista, constituído por um Senado e um Parlamento.** O Senado é composto por 315 membros eleitos para um período de 5 anos, e 5 senadores vitalícios, apontados pelo Presidente da República. Por outro lado, o Parlamento é composto por 630 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. 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 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 Primeiro-Ministro. De facto, Renzi declarou que se o referendo fosse rejeitado, ele se demitiria, o que veio depois a verificar-se.

#### Constituição do Senado Italiano

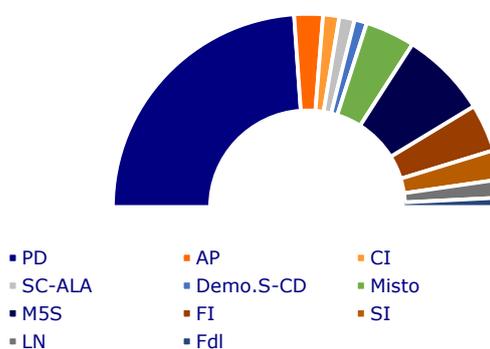
(número de lugares)



Fonte: CIA

#### Constituição do Parlamento Italiano

(número de lugares)



Fonte: Camera dei Deputati

## OPINIÃO

**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 gerais terá acesso automático 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 esse prémio de maioria. 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 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 perca 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

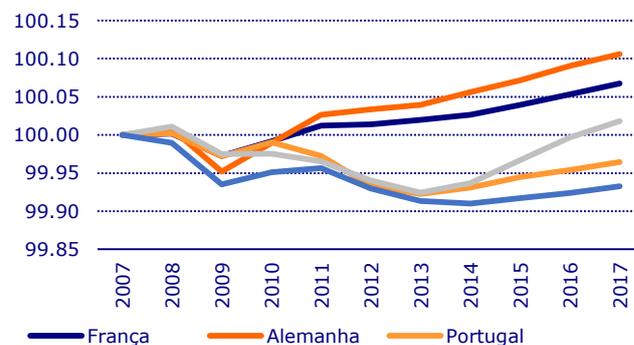
**No contexto dos países da Zona Euro, e excluindo a Grécia e o Chipre, Itália é o país que pior performance económica regista:** tendo como ponto de partida o ano de 2007, antes da eclosão da crise financeira internacional, o PIB italiano deverá encerrar 2016 em cerca de 8% abaixo dos níveis observados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



## Principais Indicadores Económicos

	Unidade	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 Est.	2017 P	2018 P
<b>PIB</b>														
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
<b>Contributos para o crescimento do PIB</b>														
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
Saldo Orçamental Primário	% PIB	0.9	3.2	2.2	-0.9	0.0	1.0	2.3	2.1	1.6	1.5	1.6	1.4	1.1
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	-	-	-
Endivid. Famílias	% PIB	40.9	43.4	44.2	47.7	48.8	48.8	49.1	48.7	48.0	47.3	-	-	-
Endivid. 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. **O FMI revela que Itália apenas deve voltar a níveis pré-crise em 2025.** A Comissão Europeia, nas 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. 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

## 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&amp;P, Moody's e FocusEconomics.

Nota: \* Taxa de inflação homóloga em Dezembro.

**OPINIÃO**

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**

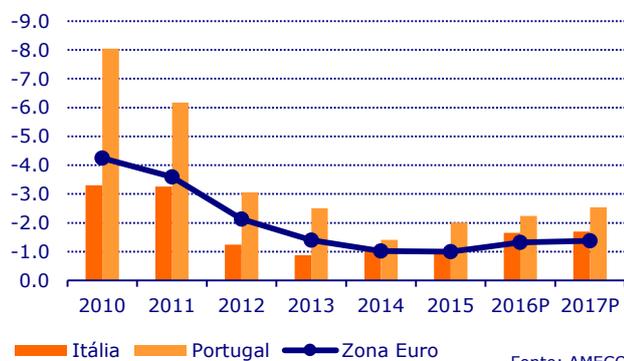
**O Governo restringiu fortemente a política fiscal durante a crise, registando um saldo estrutural primário máximo de 4.0% em 2013, entre os maiores do conjunto da área do euro. Desde esse ano, a política adoptada tem assumido um carácter ligeiramente expansionista.**

**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.

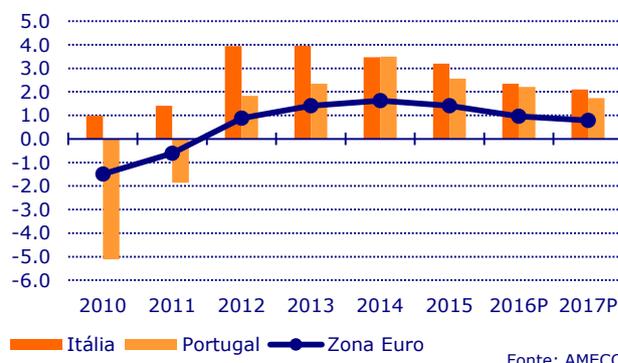
As receitas totais do Governo aumentaram 1.0% em 2015, para o equivalente a 47.9% do PIB. As contribuições para a segurança social aumentaram 2% face ao ano anterior, reflectindo o crescimento dos salários brutos no total da economia (o Governo introduziu, ao abrigo do *Stability Law 2015*, um alívio fiscal que contribuiu para a queda de EUR 1.7 mil milhões nas receitas líquidas, de acordo com o Banco Central italiano).

**Saldo Orçamental Estrutural**

(% do PIB potencial, a preços correntes)

**Saldo Orçamental Estrutural Primário**

(% do PIB potencial, a preços correntes)

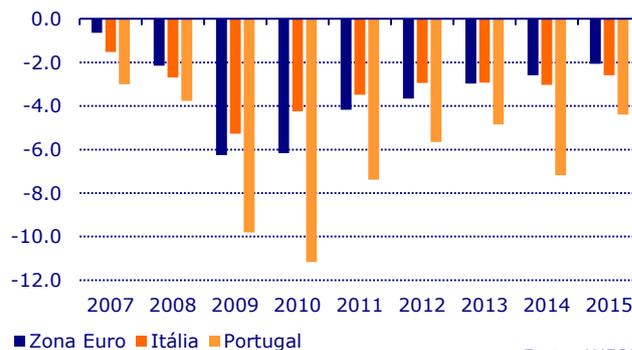


No caso dos impostos directos, o valor arrecadado aumentou 1.9%, devido ao aumento dos impostos sobre o rendimento das pessoas singulares (+2.7%) e das empresas (3.2%). No entanto, no caso dos impostos indirectos, o aumento foi mais moderado, atingindo 0.5%, reflectindo a queda em 7.5% dos recebimentos 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 as-

**Saldo Orçamental**

(% do PIB)



sumiu 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 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.

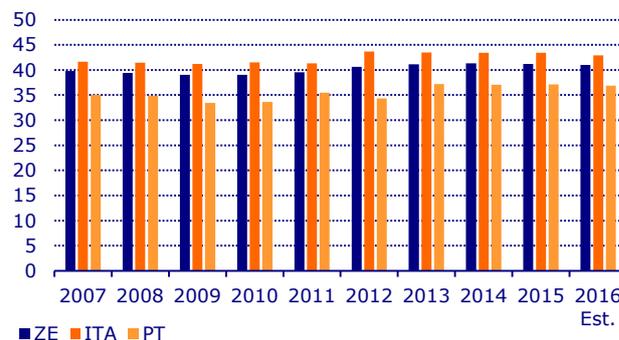
### 3.2. Orçamento de Estado 2017

**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.

**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

#### Carga Fiscal Total

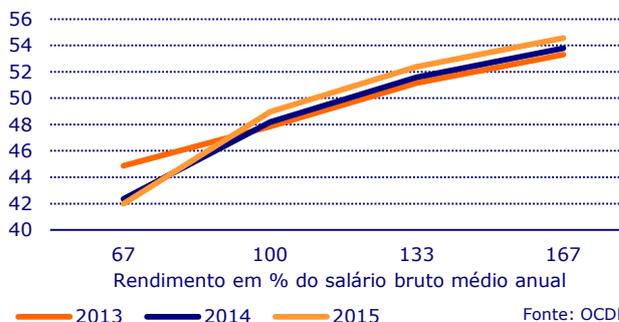
(% do PIB)



Fonte: AMECO

#### Carga Fiscal sobre o trabalho\* (Itália)

(peso da carga fiscal no total dos custos laborais)

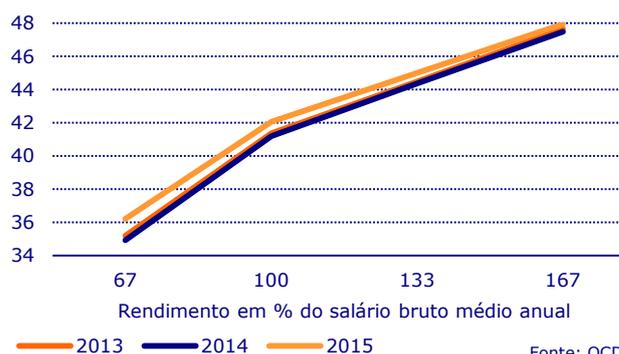


Fonte: OCDE

\*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

#### 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

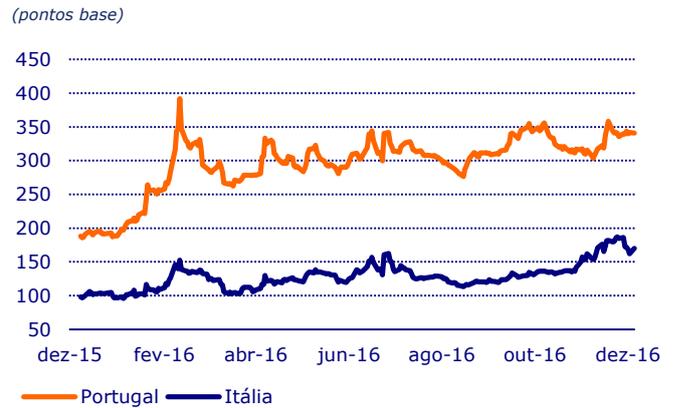
Fonte: Orçamento de Estado.

**OPINIÃO**

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.

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 (através de mais eficiência na arrecadação de receitas, incluindo IVA, já que o Governo exclui a possibilidade de aumento de impostos).

**Spreads obrigações do tesouro face ao Bund (10 anos)**



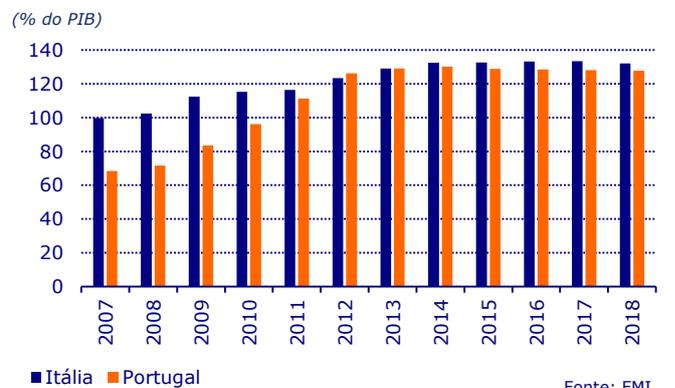
Fonte: Bloomberg

**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. Recentemente, o Senado aprovou o OE para 2017.

**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, beneficiando dos excedentes primários e de políticas fiscais que impulsionem o PIB nominal.

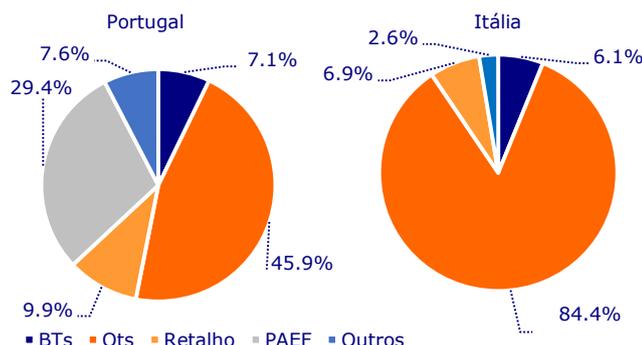
**Dívida Pública Bruta**



Fonte: FMI

**Desagregação da dívida directa do Estado por tipo de instrumento**

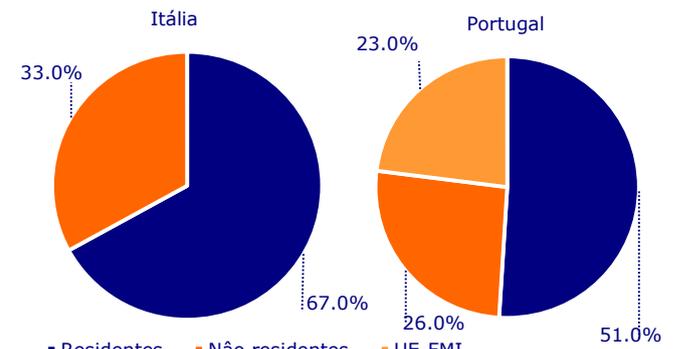
(% total da dívida pública directa)



Fonte: IGCP, Dipartimento del Tesoro, calc. BPI

**Desagregação da dívida pública por sector detentor**

(% dívida pública)

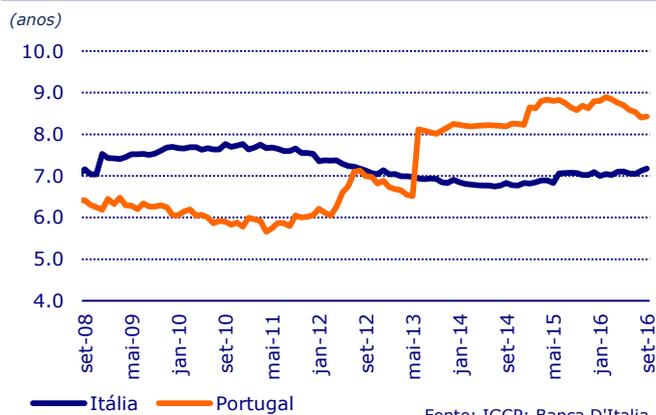


Fonte: BdP: Banca D'Italia

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%).

**Maturidade média residual da dívida pública bruta**



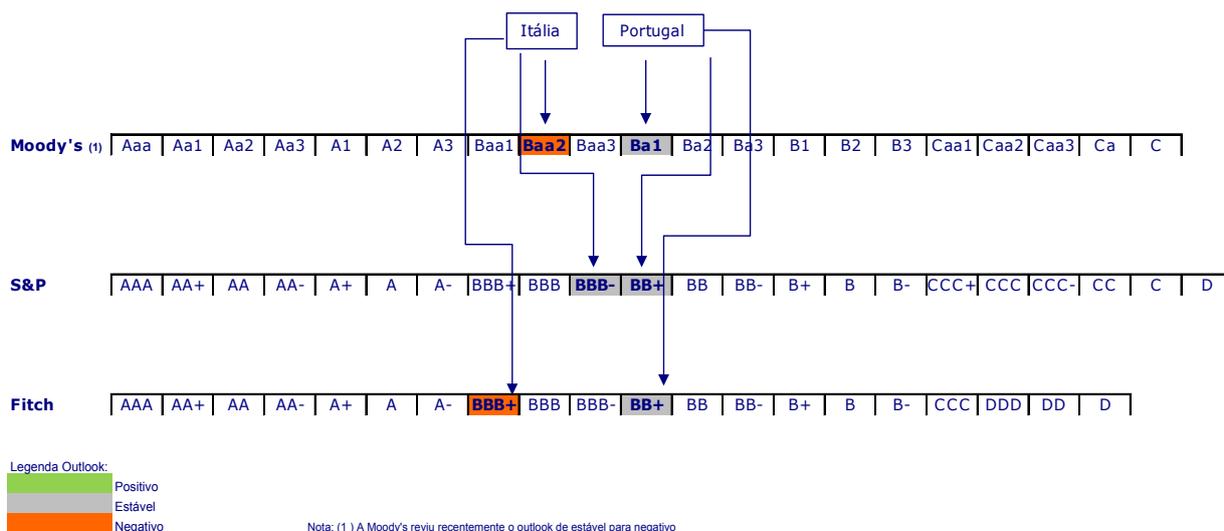
Fonte: IGCP; Banca D'Italia

**Responsabilidades Contingentes**

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

Fonte: Eurostat.

**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 aquando 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

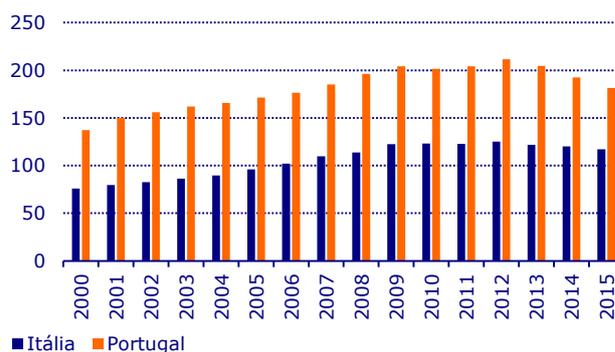
## OPINIÃO

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

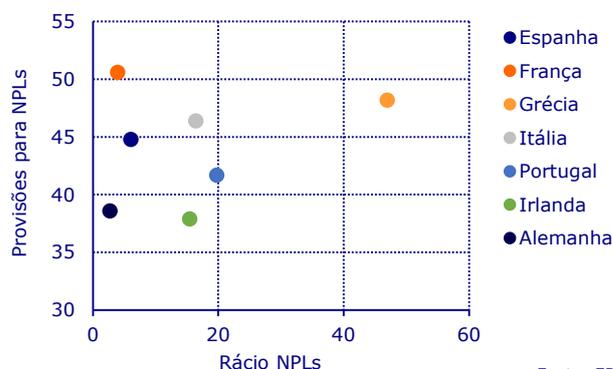
**O sector bancário italiano enfrenta problemas de baixa rentabilidade, níveis elevados de crédito malparado e reduzidos níveis de cobertura. Este cenário, aliado à necessidade de desalavancagem que alguns bancos enfrentam, limita a concessão de crédito à economia.** As preocupações com a banca italiana 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.

### NPLs e provisões (2T 2016)

(percentagem)



Fonte: EBA

**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.

#### 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 (Cost-to-income)	%	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 (Cost-to-income)	%	66.54	60.31	61.84
	Rácio de Solvabilidade	%	12.31	13.32	13.06

Fonte: BCE; EBA (Risk Dashboard).

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

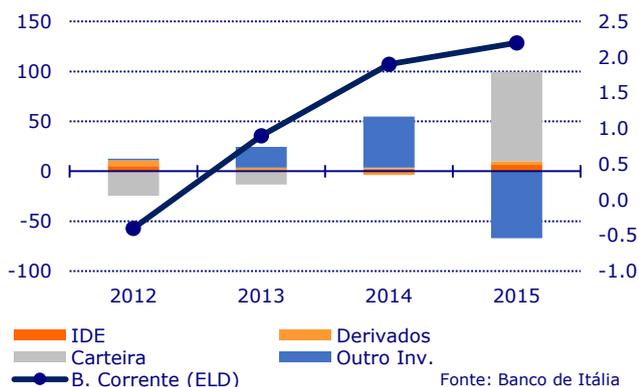
## OPINIÃO

## 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.

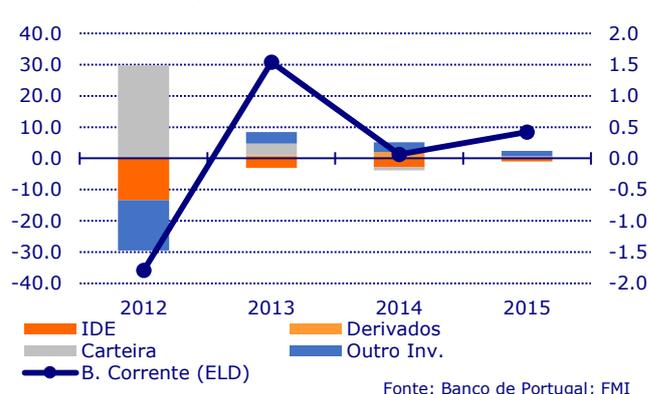
## Balança de Pagamentos (Itália)

(mil milhões EUR; % PIB)



## Balança de Pagamentos (Portugal)

(mil milhões EUR; % PIB)



**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

(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
Variação 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/origem (2015)

Exportações		Importações	
	% total		% total
Alemanha	12%	Alemanha	15%
França	10%	França	9%
EUA	9%	China	8%

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/origem (2015)

Exportações		Importações	
	% total		% total
Espanha	25%	Espanha	33%
Alemanha	12%	Alemanha	13%
França	12%	França	7%

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%

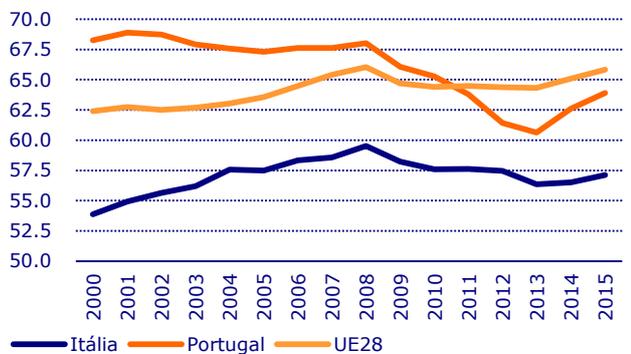
Fonte: ITC

## 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.

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

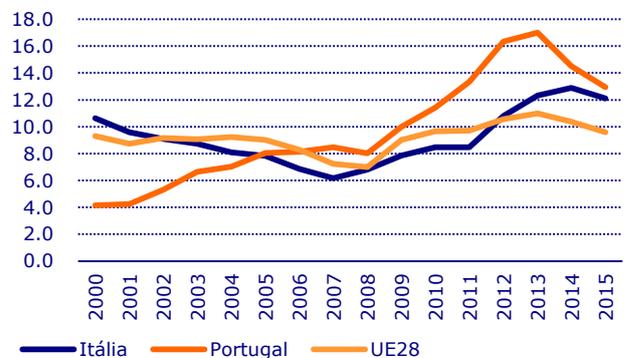
(percentagem)



Fonte: OCDE

## Taxa de Desemprego

(percentagem)

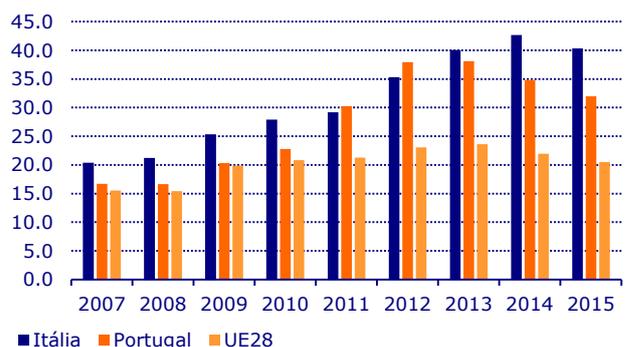


Fonte: OCDE

**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 rela-

## Taxa de Desemprego Jovem (15-24 anos)

(percentagem)



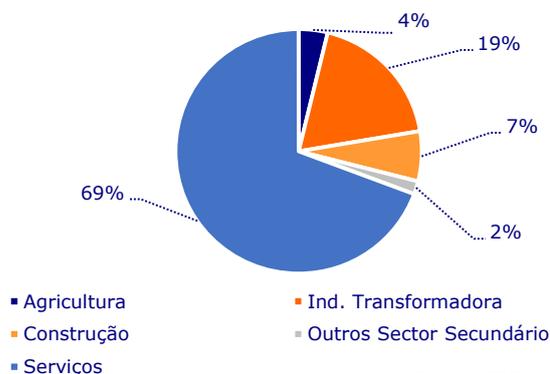
Fonte: OCDE

## OPINIÃO

tivamente aos despedimentos. Este artigo aplicava-se apenas em empresas com 15 ou mais trabalhadores e não se aplicava a contratos a termo. Isto fazia com que os empregadores ficassem relutantes a contratar trabalhadores através de contratos 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.

### Distribuição do emprego por sector de actividade Itália

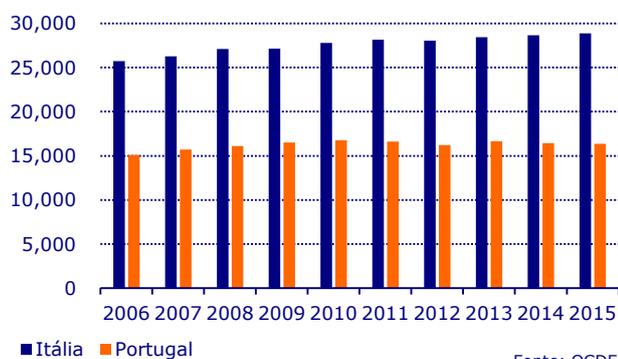
(% do total do emprego)



Fonte: OCDE; calc. BPI

### Salário Médio Anual, a preços correntes

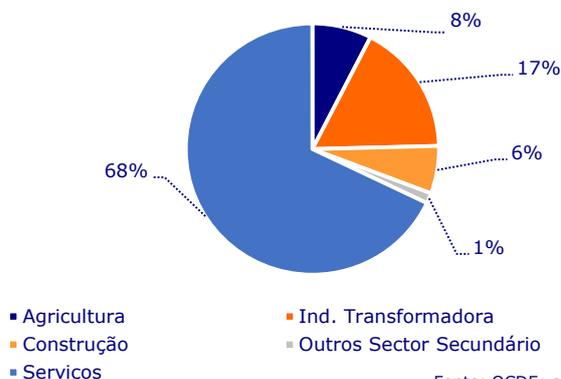
(euros)



Fonte: OCDE

### Distribuição do emprego por sector de actividade Portugal

(% do total do emprego)



Fonte: OCDE; calc. BPI

**Outras medidas incluídas no pacote de reformas incluíam o incentivo às empresas para optarem por contratos 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 contratos 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 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.

## 9. 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 imediatas, 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.

Vânia Patrícia Duarte

## BREVE ANÁLISE DA SITUAÇÃO EMPRESARIAL EM PORTUGAL

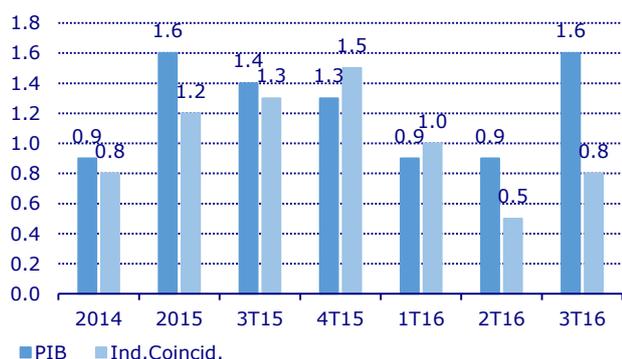
É um facto que a estrutura produtiva portuguesa tem sofrido acentuados ajustamentos nas últimas décadas, reflectindo alterações na concorrência (China, países do Leste Europeu, etc.) ou reagindo a factos externos adversos (como a recessão decorrente da necessidade de pedido de auxílio externo). Neste contexto, a presente análise pretende fazer o ponto de situação e caracterizar a sector empresarial privado não financeiro, nos aspectos que consideramos mais relevantes. A situação geral é de melhoria, embora existam sectores que se destacam mais que outros, nomeadamente o alojamento e restauração e mesmo a agricultura e pescas em determinadas vertentes, mas com importância económica ainda menor. No tecido empresarial, as PME têm o maior peso económico, embora as grandes empresas venham logo a seguir, estando a actividade ainda muito centrada na grande indústria e nos produtos considerados mais tradicionais. Outro aspecto relevante é a existência de uma elevada taxa de manutenção do *rating* das empresas, o que confirma a elevada capacidade de antecipação da evolução do risco das empresas nacionais.

### 1. ENQUADRAMENTO ECONÓMICO

**O ambiente económico tem-se mantido favorável, com a actividade a melhorar depois de ligeiro retrocesso, o que aparentemente espelha a manutenção da iniciativa empresarial nacional dos anos mais recentes.** Assim, o Produto Interno Bruto (PIB) registou, em termos homólogos, um aumento de 1.6% em volume no 3ºT de 2016 (variação de 0.9% nos dois trimestres anteriores). O crescimento mais intenso do PIB resultou do aumento do contributo da procura externa líquida, verificando-se uma aceleração das exportações de bens e serviços comparativamente face às importações. Segundo o Banco de Portugal (BdP), a aceleração das exportações foi comum tanto à componente de bens como de serviços. Também o contributo da procura interna foi relevante.

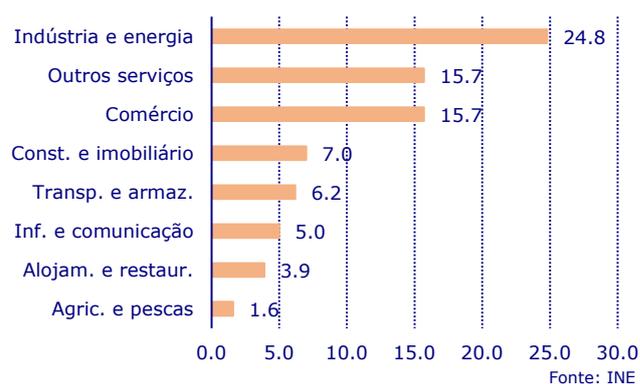
#### PIB e indicador coincidente de actividade

(taxa de variação homóloga real; %)



#### VAB por sectores de actividade, 2015

(mil milhões de euros)



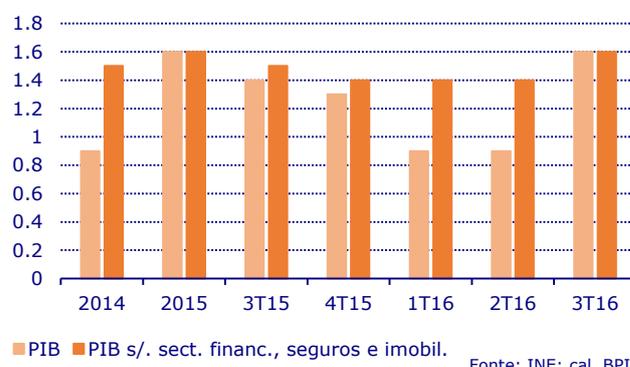
É importante verificar que o PIB teria tido (na maior parte das vezes, de acordo com o período em análise) um crescimento superior sem considerar os sectores financeiro, segurador e imobiliário.

**Em termos de VAB por ramos de actividade, a indústria e energia representaram em 2015 mais de 30% do VAB gerado pelo total das empresas não financeiras, o comércio e os outros serviços, com importâncias semelhantes de 20% do total.**

Contudo, no que respeita à evolução mais recente, pode-se concluir que áreas importantes como a indústria, a actividade financeira, seguradoras e imobiliário, os transportes, armazenamento, infra-estruturas e comunicação e a construção mostram performances negativas. O que significa que não houve uma valorização da produção destas áreas. Inversamente, sectores como a agricultura, silvicultura e pesca, comércio, reparação automóvel, alojamento e restauração e energia, águas e saneamento registaram melhorias ou mantiveram percursos de dinâmica produtiva positiva.

#### Financiamento líquido em 2016 e 2017

(taxa de variação homóloga real; %)



## OPINIÃO

## VAB a preços base (sem impostos líquidos de subsídios) por ramos de actividade

(taxa de variação homóloga real; %)

	Peso '15	2014	2015	3T15	4T15	1T16	2T16
<b>VAB total</b>	<b>100.0</b>	<b>0.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.2</b>
Agricultura, silvicultura e pesca	2.4	-1.6	6.4	7.7	7.9	6.9	5.9
Indústria	13.7	2.6	2.0	2.3	2.4	0.1	-1.8
Energia, águas e saneamento	2.8	1.1	-3.3	-3.7	-4.0	-0.4	2.2
Construção	4.5	-8.4	0.0	-1.4	2.2	-3.2	-3.2
Comércio, reparação. auto., aloj. e restauração	20.7	4.3	3.6	3.1	3.0	3.3	2.7
Transporte., armaz., inf. e comunicação	7.9	-2.6	-1.5	-1.1	-2.2	-1.7	-3.4
Activ. Financeira, seguradoras e imob.	16.7	-3.3	-0.4	0.4	0.1	-2.0	-2.5
Outros serviços	31.3	1.3	0.9	0.7	1.9	1.4	1.6

Fonte: INE, Contas nacionais.

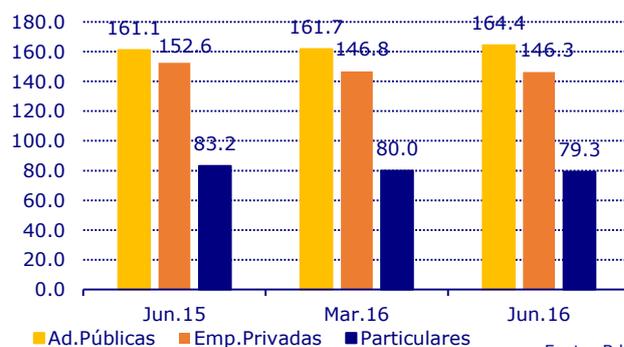
Segundo o INE e perante os dados de 2015, o VAB e o pessoal ao serviço das empresas não financeiras registaram crescimentos de 4.8% e de 2.6%, respectivamente, face ao ano anterior. Também foi observada uma evolução positiva dos rácios de autonomia financeira, de endividamento e de investimento, indicando a melhoria da situação financeira das sociedades. A melhoria foi geral em praticamente todos os sectores de actividade, o alojamento e restauração evidenciou-se como aquele em que a melhoria foi mais expressiva em 2015.

No que respeita à intensidade exportadora, tem havido um ligeiro decréscimo, mais sentido ao nível da exportação de bens do que de serviços (embora o peso dos dois grupos seja diferente em relação ao PIB: 28.3% versus 11.2%, segundo os dados do 2ºT16). No entanto, também já é visível uma recuperação a partir do 2º trimestre, que deverá se ter consolidado no 3º trimestre. E já 2015 foi melhor do que 2014.

De Janeiro a Agosto deste ano, os líderes de vendas ao exterior são os automóveis e outros veículos terrestres, máquinas e aparelhos eléctricos e máquinas e aparelhos mecânicos (estes três grupos representam perto de 26% do total). Os combustíveis e óleos minerais perderam a sua importância na balança comercial, com uma quebra de vendas de 30% em relação ao mesmo período do ano passado. Para além da forte queda dos preços nos mercados internacionais, os resultados foram igualmente influenciados pela paragem da refinaria de Sines, no início do ano, para manutenção. Do actual top 3, as máquinas e aparelhos eléctricos foi o único que viu reforçada a sua posição face ao ano passado, com mais 9% em relação ao valor vendido. Uma referência ao vestuário que segue em 4º lugar na lista dos produtos mais vendidos e que registou um aumento das vendas ao exterior de 10%, em valor. Também os produtos farmacêuticos (lugar 12º, de acordo com os grupos de produtos mais vendidos) registaram um reforço de perto de 22% das vendas.

## Endividamento do sector não financeiro

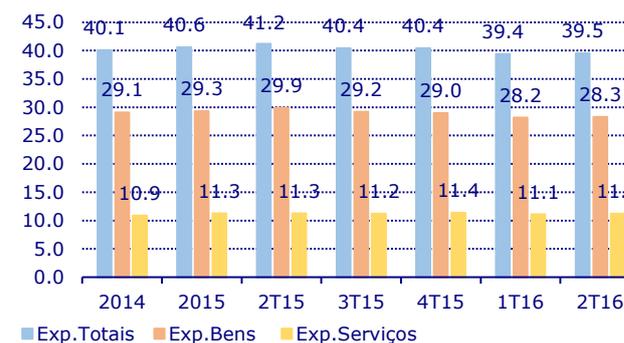
(% do PIB)



Fonte: BdP

## Intensidade exportadora (total, bens e serviços)

(% PIB preços correntes)



Fonte: INE

## Exportações de serviços por tipo - Janeiro/Agosto 2016

	Milhões de euros	Tvhn (%)	Peso no total (%)
Transformação, manutenção e reparação	520	9.5	3.0%
Transportes	3651	-5.9	21.3%
Viagens e Turismo	8344	9.3	48.7%
Outros serv. fornecidos pelas empresas	4400	-3.5	25.7%
Outros	218	-3.1	1.3%
<b>Total</b>	<b>17133</b>	<b>2.1</b>	<b>100.0%</b>

Fonte: INE.

Nota: Tvhn=taxa de variação homóloga nominal.

Espanha compra 25% dos bens exportados por Portugal, e Alemanha e França repartem praticamente em partes iguais outros 25% (valores de 2015). As compras intra-UE representam perto de 73% e as extra-UE cerca de 27%.

**Já em relação aos serviços, confirma-se a grande importância das viagens e turismo, com um peso de perto de 50% do total das exportações e um aumento de mais de 9% face ao mesmo período de Janeiro a Agosto do ano passado.** Seguem-se os transportes, com um peso de 21% no total, embora tenham registado um decréscimo de cerca de 6% em valor.

### Exportações de bens por tipo de produto - Janeiro/Agosto 2016

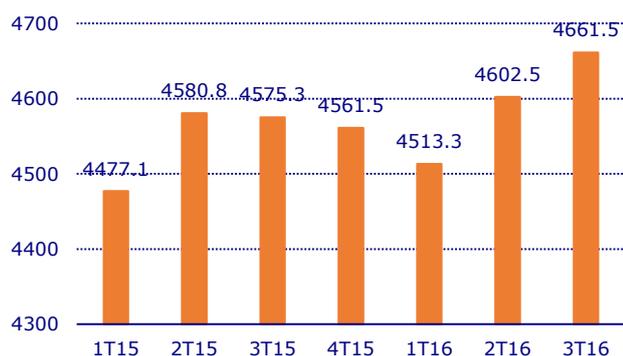
	Milhões de euros	Tvhn (%)	Peso no total (%)
Automóveis e outros veíc. terrestres	3546	-2.4	10.8%
Máquinas e aparelhos eléctricos	2880	9.2	8.8%
Máquinas e aparelhos mecânicos	2083	-3.5	6.3%
Vestuário	2076	10.2	6.3%
Combustíveis e óleos minerais	1890	-30.0	5.8%
Plásticos e suas obras	1750	2.3	5.3%
Ferro fundido, ferro e aço e suas obras	1609	-7.7	4.9%
Calçado	1383	2.5	4.2%
Móveis, anúncios e cartazes	1203	9.2	3.7%
Papel, cartão e suas obras	1172	1.4	3.6%
Borracha e suas obras	764	4.4	2.3%
Produtos farmacêuticos	678	21.8	2.1%
Cortiça e suas obras	665	-0.7	2.0%
Sub-total	21701	-1.5	66.1%
Total	32818	-1.1	100.0%

Fonte: INE.

Nota: Tvhn=taxa de variação homóloga nominal.

### Emprego global

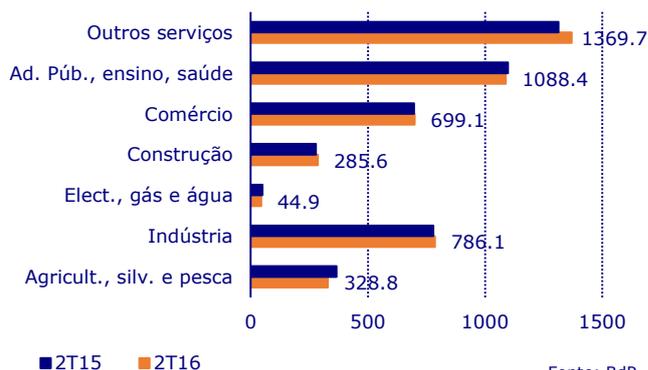
(milhares de indivíduos)



Fonte: INE

### Emprego por sectores de actividade

(mil indivíduos)



Fonte: BdP

**Ao nível do emprego é igualmente comprovado que, após um decréscimo ao longo de 2015 e início de 2016, assistiu-se a uma posterior recuperação no 2º e 3º trimestres, que deverá ter seguimento nos meses seguintes.** De Julho a Setembro registou-se a criação líquida de 59 mil empregos (+1.3%), mais 86.2 mil em termos homólogos (+1.9%). A taxa de desemprego, pelo seu turno, fixou-se em 10.5% no 3ºT16, que compara com 10.8% no 2ºT16 e 11.9% no 3ºT15, representando 549.5 mil indivíduos.

O grupo mais expressivo é o que engloba a mão-de-obra de outros serviços (alojamento, restauração, imobiliárias, transportes, etc.), que viu o seu número aumentar em 2016. Em contrapartida, o Estado, representado pela administração pública, ensino e saúde (o segundo grande grupo) registou uma diminuição do emprego.

**Em Julho, o Instituto Nacional de Estatística (INE) tinha divulgado as perspectivas de investimento para 2016 (Inquérito semestral de conjuntura ao investimento), em que se previa uma recuperação de 6% em termos nominais em 2016** (que compara a uma variação de 3.3% na primeira estimativa, com base no inquérito de Outubro). O inquérito ainda é mais elucidativo em termos de sectores – uma subida do investimento de 6.8% na indústria transformadora, o sector com maior peso económico e exportador ao nível das empresas. Segundo as conclusões desse inquérito, para a

### Investimento empresarial

(taxa de variação anual nominal; %)



Fonte: INE (2016=Estimativa)

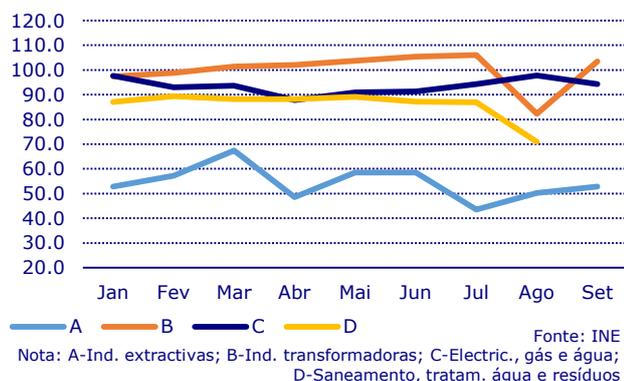
**OPINIÃO**

maioria das empresas, os principais factores limitativos ao investimento são a deterioração das perspectivas de vendas e as incertezas sobre a rentabilidade dos investimentos e pela capacidade de autofinanciamento.

**São reveladores da progressão da actividade sectorial a evolução dos índices de algumas das actividades de grande cariz empresarial. De facto, alguns sectores mostram retoma, após uma evolução menos positiva.**

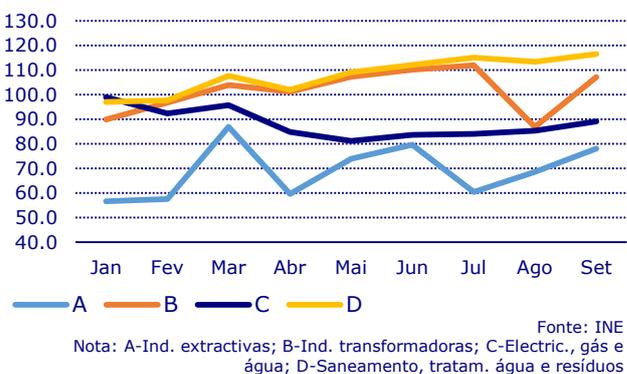
**Índice de produção industrial por sectores, ajustado, 2016**

(base 2010 = 100)



**Índice de volume de negócios na indústria, ajustado, 2016**

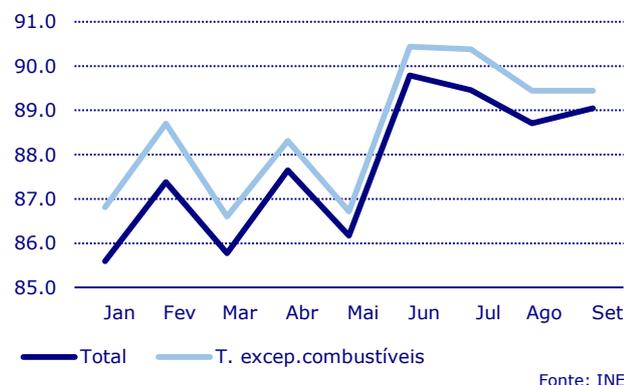
(base 2010 = 100)



Em relação aos índices de produção industrial por sectores, é visível a recuperação da indústria transformadora, após a recente quebra em Agosto (pode haver aqui questões de sazonalidade). Também a evolução da indústria extractiva, assim como da electricidade, gás e água, parecem encaminhadas para *performances* mais positivas no futuro.

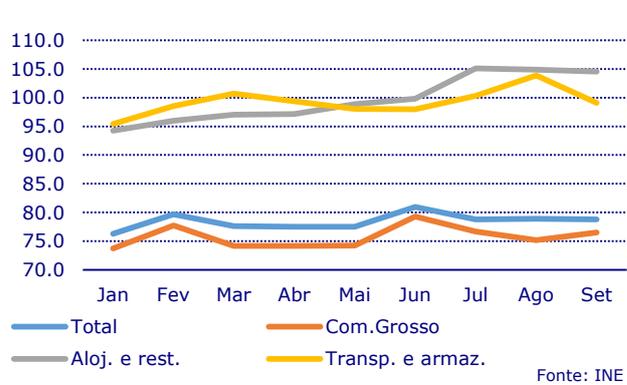
**Índice de volume de negócios no comércio a retalho, ajustado, 2016**

(base 2010 = 100)



**Índice de volume de negócios nos serviços, ajustado, 2016**

(base 2010 = 100)



Ao nível dos índices de volume de negócios na indústria confirma-se a evolução positiva nos últimos meses de todas as áreas que integram o sector.

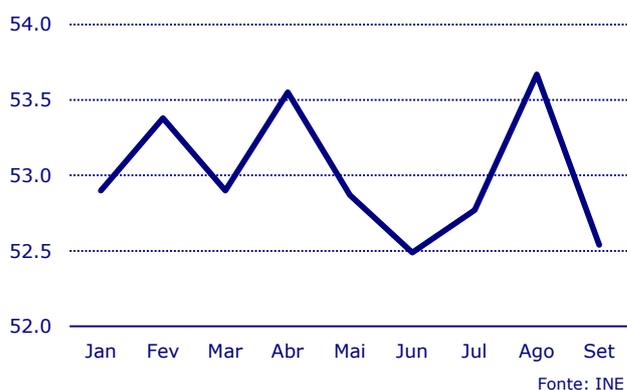
Já o índice de volume de negócios no comércio a retalho mostra uma aparente estagnação depois da forte subida no 2º trimestre do ano (tanto incluindo ou não a venda de combustíveis, que são pouco elásticos ao preço).

Nos serviços, os índices de volume de negócios no alojamento e restauração e nos transportes e armazenagem mostram tendência de subida, embora no último mês tenha ocorrido uma paragem. Já o índice geral e o do comércio por grosso exibem uma relativa estabilidade.

No sector da construção, o índice de produção mostra uma situação de instabilidade, volatilidade e debilidade. De facto, a retoma do sector da construção no cenário pós- crise tem-se mostrado difícil.

**Índice de produção na construção, ajustado, 2016**

(base 2010 = 100)



## ANÁLISE DA SITUAÇÃO DAS EMPRESAS NACIONAIS

## 2. O nascimento e encerramento de empresas

De acordo com os dados do Barómetro Informa D&B, a criação líquida das empresas registou uma descida homóloga de 5.0% entre Janeiro e Agosto (-885 empresas) para 16 729 empresas. Esta evolução resultou de uma queda mais forte dos nascimentos (-3.7%) do que os encerramentos (-1.0%), resultando numa descida do rácio de nascimentos por encerramento de 3.0 para 2.9. Em 2014 e 2015 este rácio era bem menor, 2.4 e 2.3, respectivamente. Se a análise incidir sobre a evolução em 2015 constata-se que houve a criação líquida de 21 304 empresas, +2.2% face a 2014.

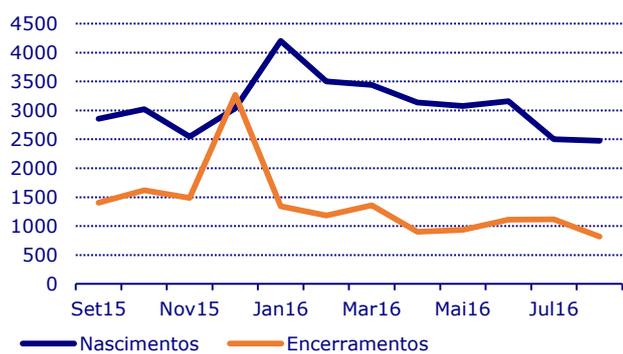
## Criação líquida de empresas e insolvências

	2014	2015	Var. homóloga		2015 Jan-Ago	2016 Jan-Ago	Var. homóloga	
			%	Nº			%	Nº
Nascimento (A)	35 845	37 936	5.8	2 091	26 468	25 498	-3.7	-970
Encerramento (B)	14 997	16 632	10.9	1 635	8 854	8 769	-1.0	-85
Criação líquida = A-B	20 848	21 304	2.2	456	17 614	16 729	-5.0	-885
Rácio nascim./encerram.=A/B	2.4	2.3	-	-	3.0	2.9	-	-
Número de empresas com processos de insolvência	4 503	4 245	-5.7	-258	2 965	2 306	-22.2	-659

Fonte: Barómetro Informa D&B.

## Nascimentos e encerramentos de empresas

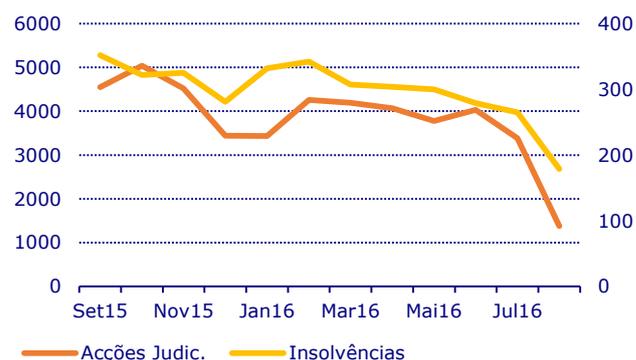
(unidades)



Fonte: Informa D&B

## Insolvências e acções judiciais

(unidades)



Fonte: Informa D&B

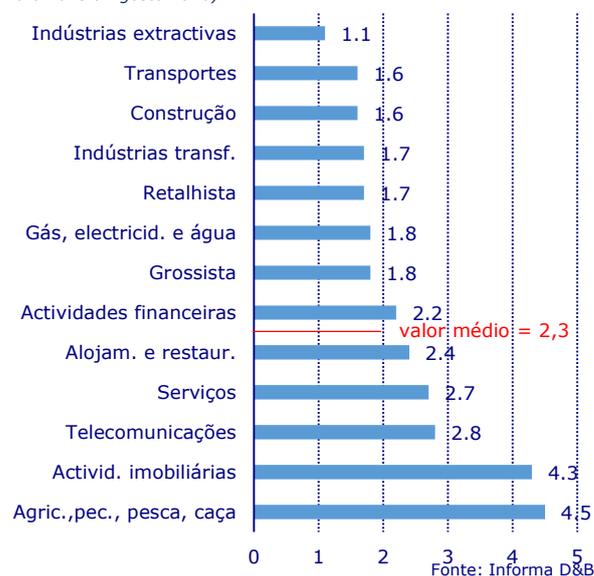
Em contrapartida registou-se uma diminuição significativa, -22.2%, do número de empresas com processos de insolvência no período Janeiro a Agosto de 2016 face ao mesmo período do ano passado (2306 versus 2965 empresas).

Em termos mensais, a análise proporciona uma visão mais precisa das principais tendências. Em Agosto de 2016, tanto os nascimentos como o encerramento de empresas registaram os valores mais baixos no ano, 2477 e 817 empresas, respectivamente, acentuando as tendências de queda de ambas. Também as insolvências e as acções judiciais acentuaram as tendências de queda em Agosto existindo, possivelmente, o reflexo de alguma sazonalidade por via do encerramento dos tribunais em período de férias de Verão. Possivelmente, em todas estas variáveis está-se a alcançar patamares mínimos sendo desejável, sobretudo no nascimento de empresas, que se retome o dinamismo ascendente.

Por sectores de actividade, existem boas performances em termos do rácio entre nascimentos e encerramentos de empresas. Perante o valor médio de 2.3, a agricultura, pecuária, pesca e caça apresenta o valor mais alto no período Setembro de 2015 a Agosto 2016, 4.5, seguindo-se as actividades imobiliárias com

## Rácio Nascimentos/Encerramentos

(Setembro 2015 a Agosto 2016)



Fonte: Informa D&B

**OPINIÃO**

4.3, as telecomunicações 2.8, os serviços com 2.7 e o alojamento e restauração com 2.4. Ou seja, são sectores que mostram maior dinâmica de desenvolvimento. No fundo da tabela encontram-se as indústrias extractivas com 1.1, os transportes com 1.6, a construção com 1.6 e as indústrias transformadoras e o retalho com o mesmo valor, 1.7. Perante as ondas de choque ainda da crise existem sectores que estão numa fase de reestruturação (morte de empresas e fusão de outras em áreas de actividade mais “pesadas” e até obsoletas), para além de que existem actividades muito dependentes dos preços internacionais das matérias-primas, que sofreram uma forte correcção em 2015 e iniciaram a estabilização e ligeira recuperação em 2016.

**No entanto, há que ter em conta a importância de cada um dos sectores em termos de dinâmica e peso económico.** De facto, de forma mais detalhada, confirma-se que os serviços é a área com maior número de entidades/empresas, com um peso de cerca de 35% do total, seguindo-se a área do retalho, 14%, e a indústria transformadora com perto de 9%. Seguem-se a construção, o alojamento e restauração e os grossistas com valores próximos dos 8%.

Também foram os serviços que registaram, entre Setembro de 2015 e Agosto de 2016, o maior número de nascimentos (31.2% do total) e o maior número de encerramentos (26.3%). O mesmo se passa com o retalho – o 2º sector – com 14.1% dos nascimentos e 18.4% de encerramentos. Segue-se a área do alojamento e restauração, com 11.9% dos nascimentos e 11.0% dos encerramentos. No total, os nascimentos superaram em mais do dobro dos encerramentos (37 mil versus 17 mil), o que não deixa de ser um aspecto bastante positivo. A maior parte das insolvências também se concentraram nos sectores com maior número de empresas.

**Tecido empresarial por sector de actividade Agosto 2016**

	Nº de entidades	Peso %
Serviços	159 558	34.9
Retalhista	64 044	14.0
Indústrias transformadoras	40 558	8.9
Construção	38 452	8.4
Alojamento e restauração	36 999	8.1
Grossista	34 835	7.6
Actividades imobiliárias	28 924	6.3
Transportes	17 767	3.9
Agric.,pecuária, pesca e caça	16 171	3.5
Actividades financeiras	9 622	2.1
Telecomunicações	7 410	1.6
Gás, electricidade e água	1 739	0.4
Indústrias extractivas	716	0.2
<b>Total</b>	<b>456 795</b>	<b>100.0</b>

Fonte: Barómetro Informa D&B.

**Caracterização da situação empresarial - período acumulado de Set.15 a Ago.16**

	Nascimentos		Insolvências		Encerramentos	
	Nº	Peso %	Nº	Peso %	Nº	Peso %
Serviços	11522	31.2	576	16.1	4344	26.3
Retalhista	5229	14.1	595	16.6	3037	18.4
Indústrias transformadoras	2591	7.0	592	16.5	1556	9.4
Construção	2931	7.9	604	16.9	1866	11.3
Alojamento e restauração	4409	11.9	325	9.1	1812	11.0
Grossista	2743	7.4	426	11.9	1501	9.1
Actividades imobiliárias	3163	8.6	130	3.6	740	4.5
Transportes	934	2.5	182	5.1	578	3.5
Agric.,pecuária, pesca e caça	1619	4.4	43	1.2	362	2.2
Actividades financeiras	635	1.7	44	1.2	287	1.7
Telecomunicações	1042	2.8	41	1.1	375	2.3
Gás, electricidade e água	126	0.3	12	0.3	69	0.4
Indústrias extractivas	22	0.1	8	0.2	20	0.1
<b>Total</b>	<b>36966</b>	<b>100.0</b>	<b>3578</b>	<b>100.0</b>	<b>16547</b>	<b>100.0</b>

Fonte: Barómetro Informa D&B.

Em termos de valores globais acumulados até Agosto de 2016, que compara com igual período em 2015, verificou-se um menor número de nascimentos (-3.7%), menor número de encerramentos (-1.0%) e um menor número de insolvências (-22.0%). No topo dos sectores com menos nascimentos encontram-se as indústrias extractivas (-27.6%), a agricultura, pecuária, pesca e caça (-24.9%). Inversamente, as actividades imobiliárias (+32.9%) e o alojamento e restauração (+3.1%) foram dos poucos sectores com maior número de novas empresas. Nos encerramentos, os maiores aumentos concentraram-se nas telecomunicações (+21.3%) e indústrias transformadoras (+16.5%), que se encontram em reestruturação depois da crise. Os encerramentos diminuíram no sector do gás, electricidade e água (-43.4%) e transportes (-15.1%).

## Caracterização da evolução empresarial por sectores

	Nascimentos			Insolvências			Encerramentos		
	Acumulado até Ago.15	Acumulado até Ago.16	Var.hom.%	Acumulado até Ago.15	Acumulado até Ago.16	Var.hom.%	Acumulado até Ago.15	Acumulado até Ago.16	Var.hom.%
Serviços	8396	8153	-2.9	454	370	-18.5	2252	2165	-3.9
Retalhista	4110	3621	-11.9	534	370	-30.7	1687	1636	-3.0
Indústrias transformadoras	2005	1779	-11.3	499	383	-23.2	765	891	16.5
Construção	2013	2044	1.5	521	383	-26.5	1101	1010	-8.3
Alojamento e restauração	3046	3139	3.1	258	212	-17.8	930	978	5.2
Grossista	2029	1902	-6.3	343	285	-16.9	793	821	3.5
Actividades imobiliárias	1430	1901	32.9	112	82	-26.8	380	378	-0.5
Transportes	719	661	-8.1	123	116	-5.7	365	310	-15.1
Agric.,pecuária, pesca e caça	1391	1045	-24.9	29	32	10.3	189	186	-1.6
Actividades financeiras	450	412	-8.4	29	33	13.8	148	136	-8.1
Telecomunicações	761	734	-3.5	30	26	-13.3	178	216	21.3
Gás, electricidade e água	89	86	-3.4	9	8	-11.1	53	30	-43.4
Indústrias extractivas	29	21	-27.6	15	6	-60.0	13	12	-7.7
<b>Total</b>	<b>26468</b>	<b>25498</b>	<b>-3.7</b>	<b>2956</b>	<b>2306</b>	<b>-22.0</b>	<b>8854</b>	<b>8769</b>	<b>-1.0</b>

Fonte: Barómetro Informa D&B.

### 3. O rating das empresas

Noutro tipo de análise, com base na variação de *rating* das empresas (efectuado pela COSEC, Companhia de Seguro de Créditos, SA), obtém-se uma informação bastante positiva – em média, **75% das empresas nacionais mantiveram a sua classificação de *rating* e perto de 90% mantiveram ou melhoraram o seu *rating* na COSEC.** O universo de análise é de 322 mil entidades, em que a COSEC procedeu à actualização dos balanços referentes ao exercício de actividade de 2015.

A COSEC também classifica os diferentes sectores através do nível de risco e conclui que a maior parte tem risco reduzido. Realça-se o risco ainda alto na construção e o risco elevado nas telecomunicações, electrónica, equipamento doméstico, metalurgia, retalho e serviço IT. Aparentemente são sectores com grande elasticidade comparativamente a variações do rendimento das famílias e, por isso relacionados com o consumo interno, e igualmente com o investimento do Estado em infra-estruturas, já que este tem sido praticamente nulo nos últimos anos.

#### Variação de *rating* das empresas - 2015

	Mantiveram	Pioraram	Melhoraram	Risco
Alimentação	75.6%	13.0%	11.4%	Reduzido
Automóvel	79.1%	13.0%	7.9%	Reduzido
Máquinas e equipamento	68.6%	17.8%	13.6%	Reduzido
Matérias-primas	73.5%	13.0%	13.5%	Reduzido
Papel	77.7%	10.2%	12.1%	Reduzido
Produtos químicos	75.1%	14.0%	10.9%	Reduzido
Serviços	88.5%	6.5%	5.0%	Reduzido
Têxtil	73.6%	13.2%	13.2%	Reduzido
Transporte	71.8%	16.0%	12.2%	Reduzido
Telecomunicações	81.8%	10.4%	7.8%	Elevado
Electrónica	69.0%	15.5%	15.6%	Elevado
Equipamento doméstico	72.8%	15.8%	11.4%	Elevado
Metalúrgico	69.3%	18.1%	12.7%	Elevado
Retalho	74.6%	15.1%	10.3%	Elevado
Serviço IT	80.0%	11.2%	8.8%	Elevado
Construção	75.6%	14.6%	9.8%	Alto
<b>Total - média</b>	<b>75.4%</b>	<b>13.6%</b>	<b>11.0%</b>	<b>-</b>

Fonte: Barómetro Informa D&B.

### 4. A importância de cada classe de dimensão das empresas

**Se à vertente de análise da actividade e peso de cada um dos sectores se juntar a redistribuição das empresas por classe de dimensão das empresas alcança-se maior precisão em relação ao tecido empresarial português. Definem-se igualmente as principais classes motoras do crescimento económico.** Assim, segundo o Banco de Portugal, das mais de 400 mil empresas não financeiras em actividade em 2015, 89% eram microempresas (com maior ou menor expressão dominam em todos os sectores de actividade) e responsáveis apenas por 16% do volume de negócios. Inversamente, as grandes empresas representavam 0.3% do total das empresas, mas eram responsáveis por 41.5% do volume de negócios. Já as PME, representavam 10.6% do total de empresas e foram responsáveis pela maior parcela de negócios, 42.7%. A caracterização das empresas, segundo os critérios do Banco de Portugal, encontra-se na tabela seguinte:

Categoria	Efectivos	Volume de Negócios (Milhões de €)	Balanço total (Milhões de €)
Microempresa	<10	≤ 2	≤ 2
Pequena empresa	<50	≤ 10	≤ 10
Média empresa	<250	≤ 50	≤ 43

Por sector de actividade, grande parte do volume de negócios é dominado pelas PME: Agricultura e pescas 55.1%; Construção 51.0%; Comércio 45.0%; Outros serviços 41.4%. Só o volume de negócios da Indústria e da Electricidade, água e saneamento é dominado pelas Grandes empresas, 49.5% e 81.9%, respectivamente.

**OPINIÃO**

**Distribuição das empresas por sectores de actividade e classes de dimensão (2015)**

	Nº de empresas por dimensão			Vol. de negócios por dimensão		
	Micro-empresas	PME	Grandes empresas	Micro-empresas	PME	Grandes empresas
<b>Total das empresas</b>	<b>89.1%</b>	<b>10.6%</b>	<b>0.3%</b>	<b>15.8%</b>	<b>42.7%</b>	<b>41.5%</b>
Agricultura e pescas	92.1%	7.8%	0.1%	40.1%	55.1%	4.9%
Indústria	70.9%	28.4%	0.7%	5.3%	45.2%	49.5%
Elect., água, saneam.	71.6%	25.7%	2.7%	1.7%	16.4%	81.9%
Construção	88.3%	11.5%	0.1%	22.6%	51.0%	26.4%
Comércio	90.5%	9.3%	0.2%	19.8%	45.0%	35.2%
Outros serviços	92.5%	7.3%	0.2%	21.8%	41.4%	36.8%

Fonte: BdP.

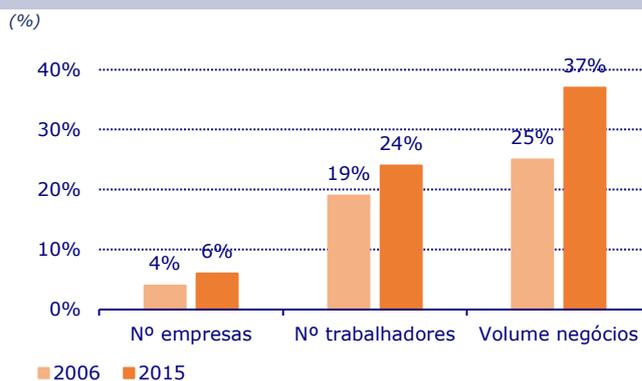
Outro dado interessante é o facto de 32% das empresas terem 5 ou menos anos, o que confirma a volatilidade já indicada relativamente ao surgimento e morte das empresas (períodos de vida curtos e que a crise pode ter agravado). Empresas com mais de 5 anos e menos de 10 anos representam 18%, com mais de dez anos 28% e com mais de 20 anos 22%. No entanto, cerca de 80% do volume de negócios estava, em 2015, associado a empresas com mais de 10 anos.

**5. As exportações na dinâmica empresarial**

**E qual é a relação das empresas com a exportação de bens e serviços, já que é um dos caminhos da retoma económica? Em 2015, 6% das empresas integravam o sector exportador, que agregavam 24% dos trabalhadores totais e representavam 37% do volume de negócios.** Face a 2006, por exemplo, existe um evidente aumento da importância das vendas ao exterior no universo das empresas nacionais.

Em termos dos conceitos seguidos pelo Banco de Portugal há que reter o que faz as empresas portuguesas integrarem o sector exportador, sendo assim mais relevante a sua actuação ao nível do mercado externo: pelo menos 50% do volume de negócios provém de exportações de bens e serviços; ou, pelo menos 10% do volume de negócios provém de exportações de bens e serviços e estas são superiores a 150 mil euros.

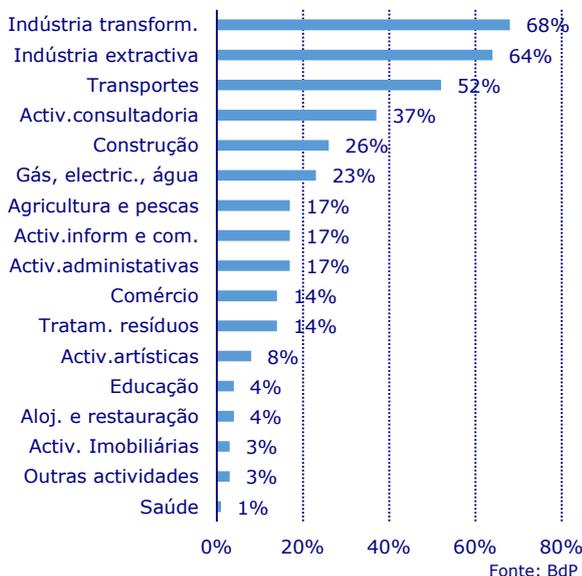
**Peso do sector exportador no total de empresas**



Fonte: BdP

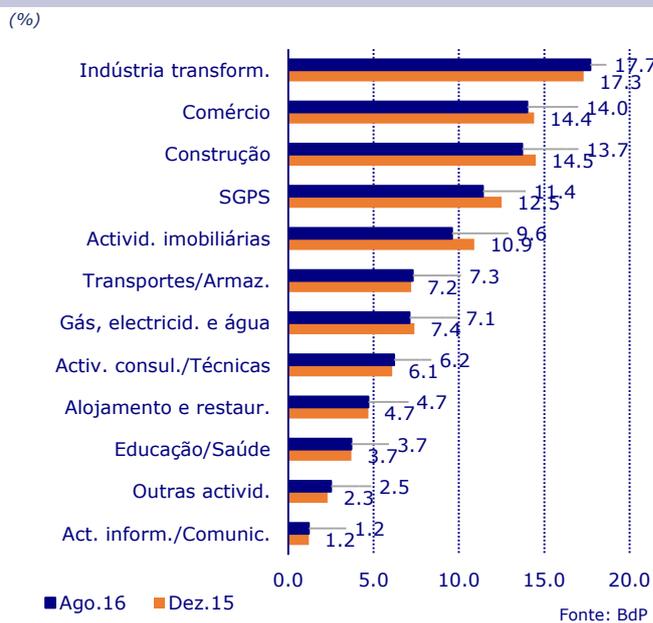
**Relevância das empresas exportadoras**

(valores médios de 2006 a 2015; %)



Fonte: BdP

**Peso do sector exportador no total de empresas**

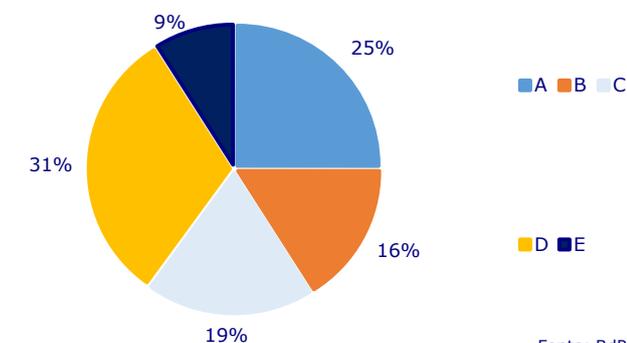


Fonte: BdP

Assim, por sectores, lideram a relevância exportadora nos últimos anos os sectores considerados tradicionais mas com grande importância económica, como a indústria transformadora e a indústria extractiva. Encontram-se bem posicionadas áreas de serviços específicos como a consultadoria, informação e comunicação e actividades administrativas. Mas também têm grande relevância os transportes, a construção, gás, electricidade e água e a agricultura e pescas.

### Endividamento das empresas privadas (Ago.16)

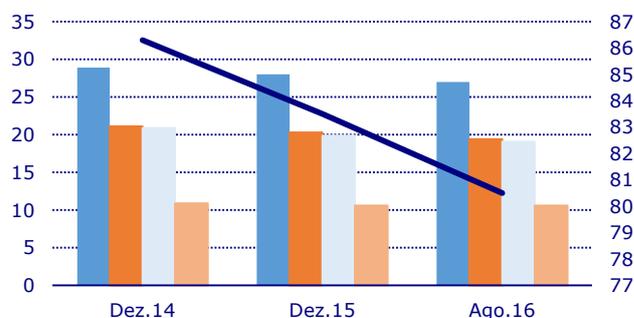
(valores médios de 2006 a 2015; %)



Fonte: BdP  
Legenda: A-Microempresas; B-Pequenas empresas; C-Médias empresas; D-Grandes empresas; E-SGPS não financeiras

### Empréstimos concedidos pelo sector financeiro às sociedades não financeiras (SNF)

(mil milhões de euros; saldos no final do período)



Fonte: BdP  
Legenda: A-Microempresas; B-Pequenas empresas; C-Médias empresas; D-Grandes empresas

## 6. O endividamento e os resultados

Se a análise incidir sobre o endividamento das empresas privadas conclui-se que, praticamente, são os sectores com maior peso económico aqueles que também estão mais endividados. E são as grandes empresas e as microempresas que representam mais de 50% do total de endividamento das empresas privadas.

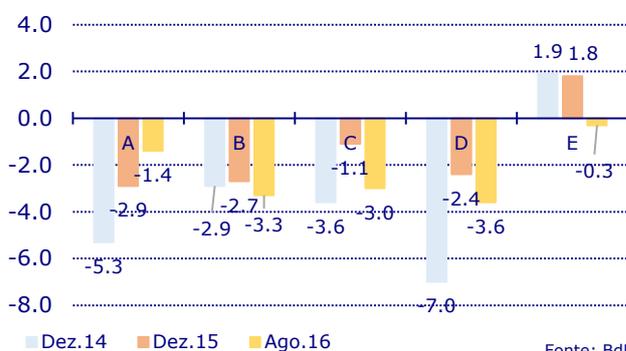
De facto, na dívida das empresas privadas junto do sector financeiro residente por área de actividade surge em primeiro lugar a indústria transformadora, com o valor acumulado até Agosto de 2016 de 17.7 mil milhões de euros (18% do total). Seguem-se o comércio com 14.0 mil milhões de euros (14% do total) e a construção com 13.7 mil milhões de euros (14% do total). Só estes três sectores são responsáveis por 46% do total de endividamento das empresas privadas junto ao sector financeiro residente.

Ao nível da repartição do endividamento por grupos de empresas classificadas pela sua dimensão conclui-se que grande parte da dívida está localizada nas grandes empresas, 31%, e nas microempresas, 25%. No entanto, se ao valor referente às pequenas empresas (16%) juntarmos o atribuído às médias empresas (19%), as chamadas PME detêm ao todo 35%, tornando-se no grupo mais endividado.

Perante a evolução dos empréstimos concedidos pelo sector financeiro às sociedades não financeiras, constata-se que existe uma diminuição, embora o ano de 2016 não esteja completo. Mas em relação aos empréstimos concedidos nos últimos três anos, volta-se a concluir que são as PME (juntando o valor das pequenas ao das médias empresas) que receberam a maior fatia dos empréstimos, 46.4 mil milhões de euros em Agosto de 2016, ou seja, perto de 48% (24.1% das pequenas e 23.7% das médias empresas) dos 80.5 mil milhões de euros totais. As microempresas representavam 33.5% e as grandes empresas 13%.

### Crédito às sociedades não financeiras

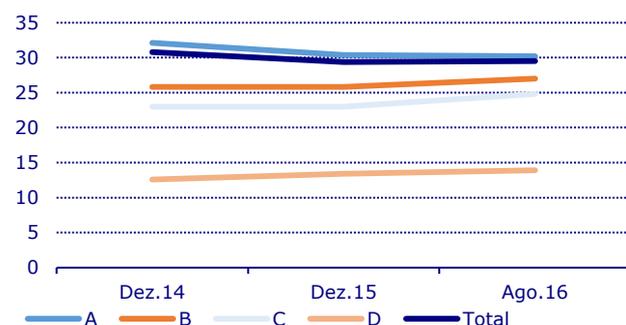
(taxa de variação anual, tva, %)



Fonte: BdP  
Legenda: A-Microempresas; B-Pequenas empresas; C-Médias empresas; D-Grandes empresas; E-Emp.Privadas exportadoras

### Sociedades não financeiras (SNF) devedoras e com crédito vencido, em percentagem

(%)



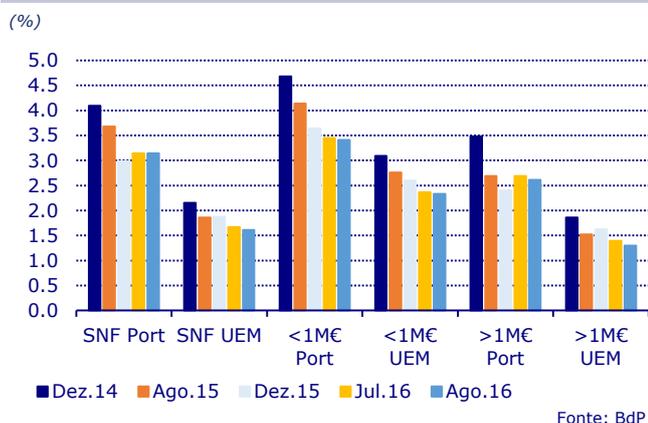
Fonte: BdP  
Legenda: A-Microempresas; B-Pequenas empresas; C-Médias empresas; D-Grandes empresas

**OPINIÃO**

**E no caso do incumprimento, existe uma ligeira tendência de aumento, com excepção das microempresas (embora estas detenham uma grande percentagem de crédito vencido face ao total, 30.2%). Também se confirma que a maior classe são as PME (em Agosto de 2016, 27.0% das pequenas empresas e 24.8% das médias empresas) com quase 52%. Já o crédito mal parado das grandes empresas representava perto de 14% do total.**

Na análise do crédito bancário por sector de actividade confirma-se a importância económica e o nível de endividamento das indústrias transformadoras, comércio, construção e actividades imobiliárias. Até Julho de 2016, os saldos acumulados correspondiam a 13.1%, 12.3%, 12.0% e 9.9% do total, respectivamente. Sectores que, pela sua natureza, são intensivos em capital, mas que também ficaram financeiramente mais fragilizados com a recente crise interna e externa (crise do euro). Agricultura, pecuária e pescas foi o sector menos exposto, assim como a educação e a saúde – são áreas muito subsidiadas e dependentes das participações estatais, o que explica o menor recurso ao crédito bancário.

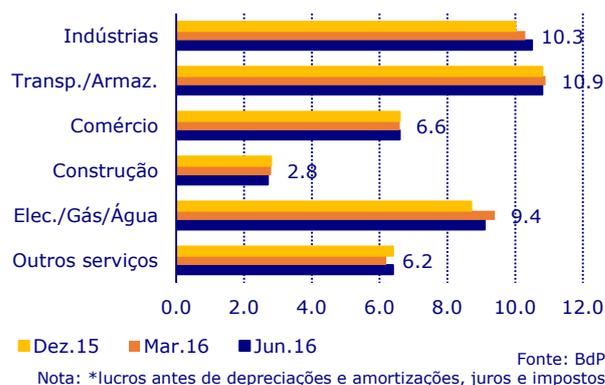
**Ao nível das taxas de juro, tem-se assistido a um desagregamento após o fim do período de assistência financeira ao país. De facto é visível o movimento de queda das taxas de juro nas diferentes maturidades. Confirma-se igualmente que dados os riscos que o país ainda defronta, o recurso ao crédito em Portugal por parte das empresas não financeiras é mais oneroso comparativamente à média das taxas praticadas na UEM.**

**Taxas de juro de empréstimos concedidos****Empréstimos bancários a SNF por sector actividade (saldos no final de Julho16)**

(mil milhões de euros)

**EBITDA\*/Total activo, por sectores**

(mil milhões de euros)



**De referir ainda que a indústria, numa análise global, tem vindo a recuperar trimestralmente os resultados face aos activos, denotando uma melhoria do sector. Em termos de rácio EBITDA em relação ao total do activo e em percentagem do PIB, em Junho de 2016 correspondia a 10.3%. Já a área dos transportes e armazenagem o valor foi de 10.9%, sendo o sector mais rentável, contudo, registou um ligeiro retrocesso. De acordo com a nossa análise e em relação aos sectores possíveis de autonomizar (segundo os dados apresentados pelo Banco de Portugal), segue-se a área das *utilities* – electricidade, gás e água – com resultados sobre o activo de 9.4% do PIB. O comércio surge a seguir com 6.6%, outros serviços com 6.2% e a construção com 2.8%. Mais uma vez se confirma a vulnerabilidade do sector da construção, que mostra ainda dificuldade em reagir no pós-crise.**

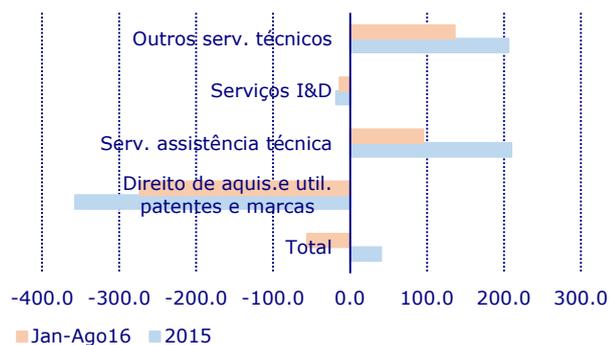
**7. A componente tecnológica**

**Uma referência à evolução da componente tecnológica como bem transaccionável pelas empresas no último ano e à situação em 2015.** Segundo o saldo da balança de pagamentos tecnológica, de onde se pode destringir os diversos fluxos, 2015 fechou com saldo positivo, reflectindo predominantemente serviços de assistência técnica e outros serviços técnicos. As necessidades nacionais prendem-se quase exclusivamente aos direitos de aquisição e utilização de patentes e marcas. Também

existiu um défice nos serviços de I&D, embora com pouca expressão. No período de Janeiro a Agosto de 2016, os fluxos foram semelhantes aos ocorridos em 2015, mas uma diminuição do saldo positivo dos serviços de assistência técnica pesou num saldo total negativo. **Adivinha-se que seja uma área muito concorrencial e parece-nos que um maior equilíbrio da balança passará pelo maior empenho das empresas na criação de novos produtos e marcas, a todos os níveis, de modo a haver cada vez mais patentes e marcas nacionais.** Toda esta dinâmica implica produtos tecnologicamente mais avançados e um maior investimento no *design*. Em 2015, os países do mundo que registaram mais patentes através da Organização Mundial de Propriedade Intelectual (OMI) foram os EUA, o Japão, a China, a Alemanha e a Coreia do Sul.

### Saldo da balança de pagamentos tecnológica

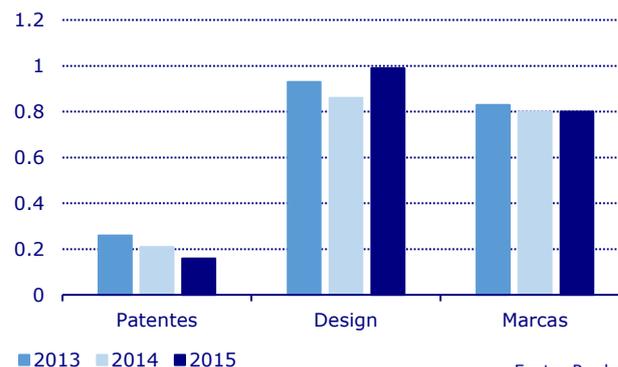
(mil milhões de euros)



Fonte: BdP

### Número de concessões por pedido

(pontos)



Fonte: Pordata

**Em Portugal, para além da falta de inovação, as que se apresentam e são aprovadas pelo organismo competente são cerca de 16% do total (2015). Já no *design*, existe uma evolução muito consistente, com o nível de aprovações a ser quase total. Nas marcas, o nível de aprovação é de quase 80%, embora exista um decréscimo nos últimos anos, que pode explicar alguma falta de rigor ou de qualidade daquilo que é apresentado.**

## 8. CONCLUSÃO

Nos últimos dois anos surgiu um clima económico mais favorável em Portugal, tanto ao nível interno como externo, depois de ter terminado o período de ajustamento de desequilíbrios que implicou um resgate financeiro (os índices de produção e de volume de negócios assim o mostram). As empresas nacionais foram convocadas, nomeadamente ao nível das vendas ao exterior. Na balança têm grande peso tanto automóveis, como máquinas e aparelhos eléctricos e mecânicos (os combustíveis perderam importância com a queda dos preços nos mercados internacionais), confirmando a importância da indústria mais convencional mas já com bastante valor acrescentado e incorporação tecnológica. A exportação de bens mantém um peso superior ao dos serviços, embora mostre um ligeiro decréscimo no último ano.

Embora com menor significado económico, foi notória a maior penetração do vestuário e dos produtos farmacêuticos – um exemplo de exportação de produtos tão díspares, fruto da maior dinâmica empresarial. Podia-se ainda acrescentar o calçado, os móveis ou os produtos de borracha. Nos serviços, destacam-se as viagens e turismo, com uma quota de quase 50% do total exportado. E é nos serviços onde se concentra grande parte da mão-de-obra. Ainda assim, o peso do sector exportador no total de empresas ainda é curto, embora tenha melhorado (6% das empresas, 24% do nº de trabalhadores e 37% do volume de negócios).

Continua a haver uma criação de empresas líquida bastante confortável, embora tenha havido um decréscimo em 2015, mas os processos de insolvência também diminuíram significativamente. No último ano verificaram-se dinâmicas de criação de empresas muito interessantes em sectores tão diferentes como a agricultura, pecuária, pesca e caça, actividades imobiliárias, telecomunicações, serviços e alojamento e restauração.

Importante foi o facto de 75% das empresas nacionais terem mantido a sua classificação de *rating* e perto de 90% mantiveram ou melhoraram esse mesmo *rating* junto da COSEC. A maior parte dos sectores têm risco reduzido, no entanto, a COSEC indica risco elevado para telecomunicações, electrónica, equipamento doméstico, metalúrgico, retalho e serviços IT. Risco elevado para a construção.

Ao nível das classes de empresas, o tecido empresarial nacional é dominado pelas microempresas e as PME, juntas detêm 99.7% do total e representam um volume de negócios de 58.5% (os restantes 41.5% pertencem às grandes empresas com 0.3% das empresas). As PME, e de acordo com o volume de negócios, dominam na agricultura e pescas, construção e comércio, enquanto que as grandes empresas são dominantes nas utilities e na indústria.

## OPINIÃO

Tal como a sua importância económica, também são as microempresas e as PME que concentram o endividamento das empresas privadas (25% as micro e 35% as PME). Por sectores, o endividamento é liderado pela indústria transformadora, comércio e construção. O mesmo se passa com o incumprimento. As boas notícias é que estão a melhorar os resultados destas empresas e as taxas de juro do crédito têm vindo a cair. Ou seja, será este o momento ideal para proceder a boas práticas financeiras, investir, reestruturar e até apostar em novos produtos. Portugal tem, de facto, um grave défice ao nível da inovação, patentes e marcas. A aposta nesta vertente poderá ser, de facto, um dos caminhos a seguir pelas empresas portuguesas.

## **BASES DE DADOS**

### **INDICADORES ESTRUTURAIS**

Endividamento do Sector Privado

### **Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Dezembro de 2016 e Janeiro de 2017**

### **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*

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

**Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Dezembro de 2016 e Janeiro de 2017\*****Dezembro 2016**

Zona Euro	5	Reunião dos ministros das finanças
Zona Euro	8	Reunião de política monetária do BCE
EUA	14	Decisão de política monetária do FOMC
Portugal	14	Banco de Portugal publica Boletim Económico
Suíça	15	Reunião de política monetária do BNS
Japão	16	Discurso do Governador do Banco do Japão
Japão	25	Publicação das actas da reunião de 31 de Novembro

**Janeiro 2017**

EUA	4	Publicação das actas da reunião de 14 de Dezembro
Zona Euro	19	Reunião de política monetária do BCE
Japão	31	Reunião de política monetária do BOJ

*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					2015					2016					
	2013	2014	Out..	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.
<b>Contas Nacionais (Base 2010)</b>																
PIB	-1.1%	0.9%	-	-	1.4%	-	-	0.9%	-	-	0.9%	-	-	-	-	-
Consumo privado	-1.3%	2.3%	-	-	1.9%	-	-	2.5%	-	-	1.6%	-	-	-	-	-
Consumo público	-2.0%	-0.5%	-	-	1.2%	-	-	1.3%	-	-	0.7%	-	-	-	-	-
Investimento	-5.1%	5.1%	-	-	5.9%	-	-	-2.1%	-	-	-2.3%	-	-	-	-	-
Exportações	7.0%	4.3%	-	-	3.7%	-	-	3.4%	-	-	1.8%	-	-	-	-	-
Importações	4.7%	7.8%	-	-	6.0%	-	-	4.7%	-	-	1.4%	-	-	-	-	-
<b>Preços e salários</b>																
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	0.6	0.6	0.6
Taxa de inflação homóloga (%)	0.2	-0.4	0.6	0.6	0.4	0.8	0.4	0.5	0.5	0.3	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.9
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	0.7	1.1	1.1
Inflação de bens (taxa harmonizada)	0.0	-1.3	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5	-0.4	-0.2	-0.7	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	-
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	1.5	2.3	-
Var. de salários sector priv. (taxa anualizada; %)	-0.1	1.0	0.8	0.5	-	1.2	-	4.1	1.5	3.3	1.3	2.1	1.4	1.4	-	-
<b>Nível de actividade</b>																
Indicador coincidente do BpP (tvh)	1.2	0.2	1.7	1.8	1.8	1.6	1.3	1.0	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	-
Índice de produção industrial (tvh)	4.8	-1.1	4.2	1.4	0.9	0.6	2.0	-0.3	3.2	-1.7	1.2	-1.1	1.8	1.0	-0.5	-
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	0.5	1.0
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	-10.8	-7.7
Índice de confiança no sector da construção	-45.1	-39.0	-37.1	-35.7	-34.7	-33.4	-34.3	-33.1	-33.3	-32.7	-33.4	-32.0	-32.0	-29.6	-30.1	-30.2
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	1.0	1.3	3.1	2.9
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	4.0	3.0	2.9	3.7	-
Vendas de automóveis (tvh)	35.8	37.9	16.3	13.9	10.3	17.7	26.0	31.8	6.4	13.6	10.9	0.6	12.8	10.6	8.9	-
Vendas de cimento (tvh)	-1.7	1.1	0.5	22.4	3.5	-15.8	1.7	-8.5	-8.7	-2.0	-2.1	-12.6	0.0	-3.0	-3.8	-
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	8.6	13.8	6.3	7.9	8.9	9.9	15.8	21.4	6.3	8.5	9.5	7.7	3.7	-	-	-
Taxa de desemprego (%)	15.3	13.5	-	-	12.2	-	-	12.4	-	-	10.8	-	-	10.5	-	-
<b>Exterior</b>																
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	-486.0	4.2	216.8	-	-
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-9639.6	-10780.1	-8507.6	-9207.7	-10400.6	-669.9	-1358.3	-2420.6	-3150.2	-4084.8	-5008.8	-5566.2	-6722.5	-7643.4	-	-
Exportações mercadorias (tvh)	4.6	1.6	4.0	4.1	3.7	-2.2	-0.1	-1.4	-1.6	-1.3	-1.4	-1.9	-1.2	-0.4	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	2.2	4.1	4.2	4.6	4.3	-1.0	1.6	0.7	0.9	1.2	1.2	0.5	1.2	1.9	-	-
Importações mercadorias (tvh)	1.1	3.5	2.3	2.3	2.2	-1.7	1.5	1.0	-0.9	-1.5	-1.4	-2.2	-1.0	-0.6	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	2.4	6.3	7.1	7.0	7.0	4.7	5.9	5.2	4.1	4.6	4.4	3.2	4.2	4.2	-	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	5807.0	3013.5	3347.9	3159.5	2929.7	-681.8	-1372.8	-479.1	-63.1	-646.9	-1090.5	540.9	1457.3	1462.3	-	-
Investimento directo em Port. (M.E.- ytd)	2010.7	5725.6	6352.6	5635.3	5433.0	831.5	1768.3	2499.3	2720.1	3308.1	3923.4	3966.8	3857.1	3689.1	-	-
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	-1031.2	3036.1	6264.5	6394.2	4477.9	499.7	661.0	505.2	1010.1	1079.3	1044.3	1007.5	763.3	839.8	-	-
Outro investimento em Portugal (M.E.- ytd) (3)	-14185.9	1233.8	-9327.9	-10134.3	-11017.0	-1514.3	2677.5	-55.9	746.8	1346.9	3709.2	4850.6	2000.1	1593.6	-	-
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) (3)	-10572.5	4475.1	-7291.4	-10049.4	-9297.1	-1787.9	-1956.3	-1368.6	-1703.7	-1899.2	-337.4	518.7	840.2	-239.6	-	-
<b>Finanças públicas</b>																
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	1,250	2,692.0	5,167.0	4,394.0	3,877.0	-	-

Fontes: Dados compilados pelo BPI a partir de publicações do Banco de Portugal e INE.

Notas: 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.	Feb.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.		
<b>Matérias Primas</b>																
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	46.69	49.86
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	4.2	-
<b>Custos laborais</b>																
EUA	-1.6	2.7	-	-	2.7	-	-	2.4	-	-	3.1	-	-	3.0	-	-
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	0.0	0.0	0.1	-
<b>Taxas de juro de curto prazo</b>																
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	0.88	0.93
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	-0.32	-0.33
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	-0.03	-0.07
<b>Taxas de juro de longo prazo</b>																
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	1.83	2.38
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	0.16	0.28
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	-0.05	0.03
<b>Taxas de câmbio efectivas</b>																
EUA (+ valorização;-depreciação)	2.8	8.4	12.5	12.3	10.7	10.8	8.5	4.4	3.7	5.7	5.2	4.2	1.3	1.3	3.2	4.0
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	3.5	4.4
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	18.2	12.4
<b>Preços no produtor</b>																
EUA	1.4	-0.6	-4.0	-3.3	-2.7	-1.2	-2.0	-2.3	-1.5	-2.2	-2.0	-2.2	-2.1	-0.1	0.6	-
Zona Euro	-0.7	-2.7	-3.2	-3.2	-2.9	-2.9	-4.1	-4.1	-4.4	-3.8	-3.1	-2.6	-1.9	-1.5	-0.4	-
Japão	2.5	1.8	-3.8	-3.7	-3.6	-3.3	-3.5	-3.9	-4.3	-4.4	-4.3	-4.0	-3.6	-3.2	-2.7	-
<b>Preços no consumidor</b>																
EUA	1.5	0.8	0.2	0.5	0.7	1.4	1.0	0.9	1.1	1.0	1.0	0.8	1.1	1.5	1.6	-
Zona Euro	0.8	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6
Japão	1.6	2.4	0.3	0.3	0.2	-0.1	0.2	0.0	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	0.1	-
<b>Massa monetária</b>																
EUA (M2)	5.4	5.9	5.6	6.0	5.7	6.2	5.8	6.2	6.4	6.7	6.9	7.0	7.3	7.4	7.9	-
Zona Euro (M3)	1.0	3.8	5.2	4.9	4.7	5.1	5.0	5.2	4.7	4.9	5.1	5.0	5.0	5.1	4.4	-
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	3.5	3.7	-

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.	Feb.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.
<b>Crescimento do Produto</b>														
EUA (anualizado)	4.0	2.3	-	0.9	-	0.8	-	-	1.4	-	-	3.2	-	-
Zona Euro (q/q)	0.2	0.4	-	0.5	-	0.5	-	-	0.3	-	-	0.3	-	-
Japão (q/q)	-0.1	0.6	-	-0.4	-	0.5	-	-	0.2	-	-	0.5	-	-
<b>Desemprego</b>														
EUA	6.7	5.6	5.0	5.0	4.9	5.0	5.0	4.7	4.9	4.9	4.9	5.0	4.9	4.6
Zona Euro	11.9	11.3	10.6	10.5	10.4	10.3	10.2	10.1	10.1	10.0	10.0	9.9	9.8	-
Japão	3.7	3.4	3.2	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0	3.1	3.0	3.0	-
<b>Confiança das Empresas</b>														
EUA - Índice de confiança PME	93.8	100.3	96.0	94.5	95.2	93.0	92.6	93.6	93.8	94.5	94.6	94.4	94.1	94.9
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-2.8	-4.9	-1.9	-3.3	-1.9	-4.1	-3.6	-3.7	-2.8	-2.6	-4.3	-1.8	-0.6	-1.1
Japão - Índice Tankan (global)	17.0	15.0	-	-	18.0	-	17.0	-	17.0	-	-	16.0	-	-
<b>Confiança dos Consumidores</b>														
EUA - Índice da Universidade de Michigan	82.5	93.6	90.0	91.3	92.6	91.7	91.0	89.0	94.7	93.5	90.0	89.8	91.2	93.8
Índice do Conference Board	77.5	93.1	99.1	92.6	96.3	94.0	96.1	94.7	92.4	97.4	96.7	101.8	103.5	107.1
Zona Euro - Índice do Eurostat	-13.7	-11.0	-7.5	-5.9	-5.7	-8.8	-9.7	-9.3	-7.0	-7.2	-7.9	-8.5	-8.2	-6.1
Japão - Índice do ESRI	40.6	38.3	41.1	41.8	41.8	39.7	41.6	40.7	41.5	42.5	41.6	42.6	43.0	40.5
<b>Indicador Avançado da OCDE</b>														
EUA	107.4	109.9	110.6	110.6	110.7	110.8	111.1	111.3	111.5	111.7	111.8	111.9	112.0	-
Zona Euro	101.8	102.5	103.7	103.8	103.9	104.0	104.0	104.1	104.1	104.2	-	-	-	-
Japão	103.7	103.0	103.5	103.5	103.4	103.5	103.5	103.5	103.5	103.5	-	-	-	-
<b>Indicador da Actividade Industrial</b>														
EUA - ISM manufacturas	55.9	54.9	49.4	48.4	48.0	49.5	51.8	50.8	51.3	53.2	52.6	49.4	51.5	53.2
PMI manufacturas	-	50.6	52.3	52.8	53.2	51.2	51.6	51.7	51.5	52.8	52.0	51.7	52.6	53.7
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	102.9	101.9	103.0	102.2	101.6	102.8	102.3	103.2	101.9	102.9	103.1	103.3	103.5	-
<b>Produção Industrial (t.v.h.)</b>														
EUA	1.9	3.5	-0.5	-2.1	-2.3	-1.4	-2.0	-1.4	-1.3	-0.6	-0.8	-1.1	-1.0	-0.9
Zona Euro	1.7	1.0	2.8	2.4	0.8	3.5	0.9	-0.2	1.9	0.4	-0.4	2.3	1.3	-
Japão	7.2	-0.1	-1.6	1.4	-2.1	-4.2	0.2	-3.3	-0.4	-1.5	-4.2	4.5	1.5	-1.3
<b>Vendas a Retalho (t.v.h.)</b>														
EUA	3.3	3.6	1.6	1.6	2.8	3.6	1.7	3.0	2.2	2.8	2.4	2.2	3.2	4.3
Zona Euro	0.2	3.2	2.6	2.2	2.5	2.6	2.0	1.7	1.8	1.8	2.1	1.3	1.2	2.5
Japão	2.8	-1.4	-0.7	-1.8	-3.1	-2.7	-5.1	-4.0	-5.2	-5.5	-5.3	-3.3	-4.7	-4.7
<b>Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)</b>														
EUA	-702.2	-752.2	-637.0	-699.5	-762.6	-63.7	-129.0	-186.3	-244.7	-307.2	-433.4	-493.6	-550.7	-614.1
Zona Euro	152.1	182.0	235.9	239.4	240.7	239.1	238.5	248.2	255.4	261.8	261.9	269.2	276.5	-
Japão	-11,644.6	-12,874.9	-2,954.5	-2,829.1	-2,760.3	138.6	293.5	564.2	942.7	1,183.9	1,826.6	2,197.5	2,556.0	3,030.3

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
02-nov-16	1.1095	114.62	0.9006	1.0787	103.31
03-nov-16	1.1064	114.25	0.8866	1.0787	103.26
04-nov-16	1.1093	114.24	0.8881	1.0774	102.98
07-nov-16	1.1062	115.40	0.8904	1.0789	104.32
08-nov-16	1.1038	115.66	0.8909	1.0778	104.78
09-nov-16	1.1022	114.54	0.8903	1.0793	103.92
10-nov-16	1.0895	116.40	0.8779	1.0762	106.84
11-nov-16	1.0904	115.96	0.8613	1.0732	106.35
14-nov-16	1.0777	116.27	0.8599	1.0739	107.89
15-nov-16	1.0765	116.55	0.8664	1.0758	108.27
16-nov-16	1.0702	117.25	0.8611	1.0738	109.56
17-nov-16	1.0717	117.12	0.8606	1.0737	109.28
18-nov-16	1.0629	116.95	0.8622	1.0711	110.03
21-nov-16	1.0631	117.59	0.8573	1.0727	110.61
22-nov-16	1.0617	117.74	0.8542	1.0730	110.90
23-nov-16	1.0602	118.04	0.8539	1.0731	111.34
24-nov-16	1.0548	119.43	0.8480	1.0727	113.23
25-nov-16	1.0592	119.73	0.8518	1.0736	113.04
28-nov-16	1.0592	119.73	0.8518	1.0736	113.04
29-nov-16	1.0576	119.48	0.8482	1.0752	112.97
30-nov-16	1.0635	120.48	0.8525	1.0803	113.29
<b>Var. Mês %</b>	-4.15	5.11	-5.34	0.15	9.66
<b>Var. em 2016 %</b>	-2.41	-7.17	15.50	-0.81	-4.87
<b>Média mensal</b>	1.0788	117.02	0.8673	1.0754	108.53

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**

06.Dez.16

	<b>O/N</b>	<b>1 Mês</b>	<b>3 Meses</b>	<b>6 Meses</b>	<b>1 Ano</b>
<b>EUR</b>	-0.41%	-0.39%	-0.33%	-0.23%	-0.08%
<b>USD</b>	0.43%	0.65%	0.95%	1.29%	1.64%
<b>JPY</b>	-0.06%	-0.11%	-0.06%	0.01%	0.11%
<b>GBP</b>	0.23%	0.26%	0.38%	0.55%	0.79%
<b>CHF</b>	-0.78%	-0.83%	-0.75%	-0.67%	-0.51%

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

## Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2016													
	2013	2014	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 <sup>6</sup> euros)	270,360	264,641	264,431	261,899	263,147	263,611	266,064	267,414	268,430	270,115	268,738	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros)	-118	2,840	764	-791	1,393	1,956	1,824	1,772	87	2,972	281	-	-	-
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas														
Emissões brutas OT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>	0	0	3,966	0	2,504	1,466	1,324	1,124	2,333	0	2,057	-	-	-
Emissões brutas BT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>	1,115	998	1,936	999	1,864	1,100	1,991	999	2,354	1,567	2,730	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>2</sup>	584	22	143	0	214	190	0	0	0	1	0	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 <sup>6</sup> euros)														
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	34,151	33,523	33,289	33,199	33,609	33,291	33,937	33,667	33,651	33,607	33,011	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>	279	1,170	-196	-102	431	-311	634	-268	-29	-13	-595	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 <sup>6</sup> euros)														
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	58,995	51,768	51,559	51,638	50,787	50,614	50,753	50,492	49,669	49,596	49,342	-	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>	547	-235	-453	226	-590	-238	192	-223	-237	-88	-260	-	-	-
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 <sup>6</sup> euros)	109,957	119,879	122,377	121,560	123,196	125,746	127,121	129,047	129,548	132,103	132,971	131,271	-	-
BT's	16,242	15,023	13,596	14,445	13,755	14,855	14,165	15,054	14,523	16,090	15,699	17,065	-	-
OT's	92,400	103,865	107,790	104,357	106,738	108,188	109,555	110,593	111,679	111,466	112,726	109,659	-	-
Outras obrigações	51	51	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	4,495	4,496	-	-
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 <sup>6</sup> euros)	8,289	5,745	5,809	4,646	4,386	4,348	5,438	5,952	5,870	6,800	5,054	4,880	-	-
Valor de Obrig. na posse de não residentes <sup>4</sup>	76,829	78,106	-	-	74,393	-	-	72,475	-	-	70,578	-	-	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.8	0.8	-	-	0.9	-	-	0.8	-	-	1	-	-	-
Transac. de Obrig. do Tesouro no MEDIP. <sup>5</sup> (média diária) (10 <sup>6</sup> euros)	126	141	197	212	59	60	114	116	109	136	283	-	-	-

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

Notas: 1. Inclui apenas emissões em mercado interno de Títulos de Dívida Transaccionáveis - BT's, OT's e OTRV's

2. Inclui emissões no mercado interno e externo pela Administração Central; inclui certificados de aforço.

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

07.Dez.16

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 <sup>6</sup> EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
<b>Obrig. do Tesouro</b>								
Ots 10 Anos 07	2017-10-16	6,566	0	10	4.350%	103.87	0.86	-0.180%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	8,180	1	6	4.450%	106.44	1.48	0.189%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,139	2	6	4.750%	109.87	2.38	0.757%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	3	6	4.800%	110.93	3.22	1.576%
Ots 15 Anos 05	2021-04-15	13,640	4	4	3.850%	107.68	3.94	1.985%
Ots 7 Anos 15	2022-10-17	4,581	5	10	2.200%	98.05	5.41	2.561%
Ots 15 Anos 08	2023-10-25	8,558	6	10	4.950%	112.10	5.85	2.976%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	7	2	5.650%	115.03	5.77	3.267%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	11,893	8	10	2.875%	94.81	7.69	2.920%
Ots 10 anos 16	2026-01-21	7,332	9	1	2.875%	94.81	7.73	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,915	13	2	3.875%	98.71	9.84	4.001%
Ots 30 Anos 06	2037-04-15	8,604	20	4	4.100%	98.66	13.22	4.197%
Ots 30 Anos 15	2045-02-15	3,000	28	2	4.100%	94.42	15.97	4.131%
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

	06.12.2016	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	3,052.8	3.7	2.1	-6.2	14.7	2016-02-11	-9.7	2015-12-07	-8.0	14.6
DJ EURO STOXX	326.9	3.2	1.8	-4.9	15.5	2016-02-11	-7.9	2015-12-07	-6.3	15.0
DJ EUROPE STOXX 50	2,825.4	3.8	-1.0	-8.6	10.8	2016-02-11	-11.4	2015-12-07	-9.9	15.5
DJ EUROPE STOXX	341.3	4.0	-0.1	-6.5	13.0	2016-02-11	-9.2	2015-12-07	-7.7	15.7
MSCI EUROPE	1,386.1	2.4	2.6	-1.9	15.3	2016-02-11	-3.0	2015-12-07	-2.6	n.a.
BBG US INTERNET	123.1	1.8	7.9	8.6	39.3	2016-02-08	-4.1	2016-10-05	6.6	27.7
FTSE 100	6,746.8	0.7	7.4	8.0	22.5	2016-02-11	-5.5	2016-10-11	8.0	16.3
DAX	10,684.8	4.2	5.7	-0.5	22.9	2016-02-11	-2.7	2015-12-07	-0.5	13.3
CAC 40	4,574.3	4.7	3.6	-1.1	17.8	2016-02-11	-4.6	2015-12-07	-2.8	14.8
PSI-20	4,410.8	-0.3	-6.6	-16.0	6.9	2016-06-24	-16.5	2015-12-29	-15.0	15.3
IBEX 35	8,664.7	-0.2	-0.6	-8.1	15.8	2016-06-27	-13.6	2015-12-07	-12.9	15.4
DOW JONES INDUST.	19,216.2	7.4	7.2	10.3	24.4	2016-01-20	-0.3	2016-12-05	7.7	17.6
S&P 500	2,204.7	5.7	4.5	7.9	21.8	2016-02-11	-0.4	2016-11-30	5.4	18.5
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5,308.9	5.2	6.8	6.0	26.1	2016-02-11	-1.8	2016-11-29	3.2	22.1
S&P UTILITIES	539.5	10.6	10.5	16.4	31.9	2016-01-20	-0.7	2016-12-05	14.0	18.8
S&P FINANCIALS INDEX	379.5	17.6	19.3	18.0	44.4	2016-02-11	-0.4	2016-12-05	14.0	15.3
NIKKEI 225	18,360.5	8.6	10.7	-3.5	23.5	2016-06-24	-7.6	2015-12-18	-5.9	18.4
BOVESPA	59,831.7	-2.9	18.6	38.0	61.5	2016-01-20	-8.4	2016-11-01	31.9	15.2
MSCI WORLD	1,329.2	5.1	4.5	4.0	19.0	2016-02-11	-0.4	2016-11-25	2.2	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 Ações (cont.)

	06.12.2016	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	270.5	-3.2	-15.2	-21.9	1.0	2016-12-02	-24.3	2015-12-07	-22.6	16.7
DJ EUROPE BANK	159.1	10.6	10.2	-11.5	39.0	2016-07-06	-14.7	2015-12-07	-13.8	13.1
DJ EUROPE TECHNOLGY	340.7	2.3	3.4	-4.6	15.0	2016-02-11	-8.6	2016-10-04	-5.4	20.8
DJ EUROPE INDUSTRIAL	447.8	6.4	4.2	4.2	23.9	2016-02-11	-2.0	2016-09-06	1.9	17.5
DJ EUROPE INSURANCE	257.8	11.5	4.7	-9.4	27.0	2016-07-06	-11.9	2015-12-07	-10.1	11.1
DJ EUROPE MEDIA	258.9	1.2	-8.3	-15.0	4.1	2016-06-27	-17.0	2015-12-07	-15.6	16.5
DJ EUROPE FINANCIAL	403.2	4.6	-1.5	-11.0	16.2	2016-06-27	-13.3	2015-12-07	-11.7	14.0
DJ EUROPE OIL&GAS	300.2	7.2	9.2	14.0	34.4	2016-01-21	-1.1	2016-12-05	8.7	21.4
DJ EUROPE UTILITY	255.8	-3.6	-10.1	-13.9	3.1	2016-11-21	-15.0	2015-12-30	-13.9	13.4
DJ EUROPE AUTO	501.0	5.2	4.8	-11.4	24.2	2016-07-06	-13.5	2015-12-07	-11.4	8.5
DJ EUROPE CONSTRUCT	404.3	3.1	4.1	3.8	23.8	2016-02-09	-5.4	2016-11-10	3.4	18.6
DJ EUROPE HEALTHCARE	673.2	2.3	-9.6	-15.5	2.9	2016-11-04	-16.4	2015-12-30	-14.2	15.6
DJ EUROPE PR & HO GOODS	732.6	0.1	-4.5	-3.2	7.7	2016-02-11	-8.0	2016-09-02	n.a.	18.5
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	221.6	2.4	-9.2	-17.0	7.8	2016-06-27	-17.8	2015-12-30	n.a.	13.9
DJ EUROPE BAS.RESR	398.1	15.4	38.7	60.3	105.2	2016-01-20	-1.9	2016-11-25	51.9	18.3
DJ EUROPE FOOD&BEV	574.7	-2.9	-8.6	-10.3	1.9	2016-12-02	-13.5	2015-12-07	-11.7	20.4
DJ EUROPE CHEMICAL	805.8	3.4	6.1	-2.4	17.1	2016-02-11	-5.0	2015-12-07	n.a.	16.8
DJ EUROPE RETAIL	306.0	1.7	-1.4	-9.2	11.9	2016-06-27	-14.2	2015-12-07	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	121.4	8.3	4.5	-3.3	22.5	2016-02-11	-7.4	2015-12-04	-7.2	7.2
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	789.2	1.5	8.1	9.4	25.9	2016-02-08	-2.8	2016-10-24	5.2	17.1
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	651.8	7.0	3.7	5.0	21.5	2016-02-08	-1.1	2016-11-25	1.3	19.3
S&P CONSUMER STAPLES	517.3	-2.2	-5.5	-0.2	6.5	2016-01-20	-10.0	2016-07-14	0.4	20.0
S&P ENERGY	550.7	10.2	9.2	22.8	46.4	2016-01-20	-0.9	2016-12-01	16.2	141.5
S&P HEALTH CARE	787.3	2.4	-6.1	-5.5	8.6	2016-02-08	-10.4	2016-08-01	-4.9	15.3
S&P MATERIALS	315.1	8.2	4.6	15.2	37.5	2016-01-20	-0.3	2016-12-05	9.8	19.8
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	163.3	5.9	-2.3	8.9	14.7	2016-01-20	-11.9	2016-07-05	9.8	13.5

Fonte: Bloomberg.

**Índices CRB de Preços de Futuros de Commodities**

	Preços						Variação					
	Peso	05.Dez.16	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	31.dez.15	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytD
<b>CRB Futuros</b>												
Índice Global	100%	193.5	183.5	180.9	189.5	183.8	176.7	5.4%	7.0%	2.1%	5.3%	9.5%
<b>CRB Energia</b>												
Petróleo		51.4	47.9	47.9	47.9	47.9	47.9	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
Heating oil		165.7	150.4	150.4	150.4	150.4	150.4	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
Gas natural		3.7	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	62.7%	62.7%	62.7%	62.7%	62.7%
<b>CRB Metais Preciosos</b>												
Ouro		1171.3	1304.5	1350.4	1244.6	1084.5	1060.2	-10.2%	-13.3%	-5.9%	8.0%	10.5%
Platina		943.7	1004.5	1102.7	996.5	880.6	891.7	-6.1%	-14.4%	-5.3%	7.2%	5.8%
Prata		16.8	18.4	20.0	16.4	14.5	13.8	-8.3%	-16.0%	2.4%	16.1%	22.0%
<b>CRB Agrícola</b>												
Milho		348.8	379.0	379.0	379.0	379.0	379.0	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%
Sementes de soja		1048.8	910.5	910.5	910.5	910.5	910.5	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
Trigo		389.3	519.0	519.0	519.0	519.0	519.0	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
<b>CRB Alimentares</b>												
Cacau		2356.0	3366.0	3366.0	3366.0	3366.0	3366.0	-30.0%	-30.0%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
Café		140.2	114.3	114.3	114.3	114.3	114.3	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%
Sumo de laranja		220.1	106.8	106.8	106.8	106.8	106.8	106.1%	106.1%	106.1%	106.1%	106.1%
Açúcar		19.3	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	30.8%	30.8%	30.8%	30.8%	30.8%
<b>CRB Industriais</b>												
Cobre		265.9	233.1	233.1	233.1	233.1	233.1	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
Algodão		72.5	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
<b>CRB Gado</b>												
Bovino		107.8	102.7	100.0	120.8	124.3	135.8	5.0%	7.8%	-10.7%	-13.2%	-20.6%
Suíno		51.5	46.2	58.9	82.3	57.1	59.8	11.6%	-12.6%	-37.4%	-9.7%	-13.9%

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