

## 2017, ANO DE PERIGOS E DESAFIOS

□ **A palavra incerteza é a que melhor define o sentimento de quem faz a previsão da evolução dos mercados em 2017. Já 2016 teve momentos imprevisíveis – as vitórias do Brexit e do candidato a Presidente dos EUA, Donald Trump, nos respectivos escrutínios populares. Mas também foi um ano dominado pelas políticas monetárias seguidas pelos principais blocos económicos – políticas ultra-expansionistas do Japão e da União Europeia em oposição ao ciclo de subida dos juros nos EUA (embora feita de modo muito cauteloso, quebrando expectativas de maior pró-actividade por parte da Fed). Ora 2017 vai iniciar-se exactamente com estes factores na agenda, o que não quer dizer que haja previsibilidade. Pelo contrário, as incógnitas são muitas: quais as políticas económicas, financeiras e diplomáticas seguidas pela Administração Trump? Ocorrerá mesmo uma ruptura com as políticas seguidas pela Administração Obama? Trump irá implementar as promessas feitas na campanha eleitoral, ou falhará as mais drásticas? Haverá “guerra comercial” entre os EUA e economias emergentes, sobretudo a China? E a Fed, perante o provável maior aquecimento económico, quantas vezes aumentará os juros? O processo de Brexit será rápido ou lento (mínimo 2 anos)? Será um processo de crispação e de incompatibilidade entre Reino Unido e UE-27? O populismo na Europa terá peso para por em causa os principais alicerces da União Europeia (vão ocorrer actos eleitorais na Holanda, França e Alemanha)? O preço do petróleo estará suportado e agravar-se-á? São estas algumas das questões a que estaremos atentos em 2017 ...**

Como é sabido, a globalidade dos mercados, por acção dos investidores e operadores, desenvolve movimentos e tendências face às expectativas e sentimentos gerados por antecipação face aos factos em si previstos. Muitas destas questões que foram colocadas não são de fácil resposta, nem serão respondidas de imediato, surgindo inicialmente perspectivas que se vão consolidando à medida que se vai conhecendo a opinião dos inúmeros participantes. E são as expectativas e os sentimentos que geram grande parte das transacções.

No **mercado monetário**, as atenções estarão centradas na evolução das políticas monetárias dos principais bancos centrais. A Reserva Federal, nos últimos dois anos assumiu o ciclo de normalização das taxas de juro, depois do registo de níveis mínimos históricos. A taxa dos *fed funds*, principal referência para o mercado passou de um valor médio nulo do intervalo de variação para os actuais 0.50% (duas subidas de 25 pontos base repartidas na reunião do FOMC de Dezembro de 2015 e de Dezembro de 2016). Inicialmente, esperava-se uma evolução mais rápida e expressiva. No entanto, os receios da Fed de que estariam a antecipar uma economia mais aquecida, comportando riscos, limitou uma acção mais pró-activa. Para 2017, a Fed poderá deparar-se com uma economia sobreaquecida, dado o possível pleno emprego dos factores, quando se antecipa que a Administração Trump poderá dar mais lastro à actividade produtiva através de medidas fiscais expansionistas e a protecção de sectores industriais chave (indústria tradicional – metalomecânica, automóvel, etc.). Por outro lado, o objectivo de inflação dos 2% poderá ser plenamente alcançado. No último ano, as taxas de juro do dólar a 3 meses subiram de 0.61% (Janeiro) para 1.0% (Dezembro), devendo manter a tendência de subida em 2017.

Por seu turno, em 2016, o BCE prosseguiu e alargou a sua política de recompra de títulos na posse dos bancos, cedendo liquidez no montante mensal global de 80 mil milhões de euros. Acompanhando a política de *quantitative easing* não convencional, em Março, o BCE baixou a sua principal taxa repo para 0.0%, agravando a taxa de depósitos para -0.40% e colocando a taxa de empréstimo marginal em 0.25%. Estas condições deverão manter-se ao longo de todo o ano de 2017, já que foi essa a decisão saída da última reunião do BCE. A taxa Euribor a 3 meses começou o ano em -0.13% e terminou em -0.32%.

Também o Banco do Japão tem vindo a prosseguir com uma política ultra-expansionista, já que tanto o crescimento como a evolução da inflação têm decepcionado, pois não têm sido alcançados os objectivos desejados. O Japão continua a mostrar um crescimento económico anémico e uma situação de quase deflação. As actuais condições monetárias contemplam: a manutenção da principal taxa de referência de curto prazo em -0.10%; *yield* na maturidade a 10 anos próximo de zero, utilizando uma política de *quantitative easing* no montante anual de 80 biliões de ienes. O interesse é controlar a evolução de toda a curva de rendimento e acabar com movimentos especulativos. A armadilha da liquidez tem sido persistente, no entanto as autoridades continuam a perseguir o crescimento e a manter como objectivo da inflação os 2%. A moeda relativamente forte face à situação do país tem sido um entrave às políticas e objectivos tanto do banco central como do governo.

Também a evolução das políticas monetárias foi determinante para o **mercado de dívida**. Enquanto a *yield* do *Treasury* a 10 anos se encontra nos 2.48% (iniciou 2016 em 2.25%), a *yield* do *Bund* a 10 anos situa-se em 0.20% (iniciou 2016 em 0.56%), tendo estado em território negativo entre Junho e Setembro. Actualmente o *spread* é de perto 230 pontos, sendo historicamente muito elevado. Mas foi igualmente relevante no mercado de dívida a pressão sofrida sobre a dívida dos periféricos europeus. Questões de ordem política em Itália, Espanha e Portugal (mudanças de governo e/ou alterações de políticas) geraram desconfiança e levaram a movimentos de venda. No caso português, o ano termina com a *yield* a 10 anos em máximos, variando entre 3.85% e 3.75%.

Já nos **mercados accionistas**, a *performance* dos índices norte-americanos superou as expectativas para 2016, tendo sido alcançados novos valores máximos recorde. Os índices DJI, S&P500 e NASDAQ registaram valorizações de 15%, 12% e 9%, respectivamente. Movimentos embalados pela boa *performance* da economia e das empresas. Na Europa, o investimento nos mercados accionistas foi mais contido, nomeadamente nas economias periféricas, dados os riscos políticos existentes

## MERCADOS

### 2017, ANO DE PERIGOS E DESAFIOS (cont.)

mas também reflexo de sectores problemáticos como a banca. O DAX alemão registou uma evolução bastante positiva mas esteve longe do nível máximo de sempre (alcançado em Abril de 2015), tendo-se valorizado 12%. Em contraste, PSI20 teve uma perda acumulada de 11% e o IBEX35 um ganho residual de apenas 0.2%. Para 2017 continuamos a não prever uma descolagem das bolsas europeias, apesar de se manter um grande potencial de valorização em relação a outras regiões. Nos EUA, depois do registo de máximos, uma política de normalização de juros mais agressiva, acompanhando uma maior pujança económica, deverá levar a maior dispersão do investimento.

No **mercado cambial**, 2016 foi ano de apreciação do dólar. O EUR/USD terminou o ano à volta de 1.05, assim como o índice do dólar (em relação às principais moedas do mercado) alcançou o valor mais alto (103.60) desde final de 2002. A boa *performance* económica dos EUA, em contraste com outras importantes áreas do mundo, e as expectativas de subida das taxas de juro (que só se concretizou no final do ano), ampliando diferenciais para outras moedas, foram os factores preponderantes. A incerteza e a decepção em relação ao crescimento noutras latitudes conferiram igualmente o papel de moeda refúgio ao dólar. Em relação ao yuan, a apreciação do USD (perto de 7%) voltou a reconfigurar a possibilidade de uma "guerra cambial". Os EUA e Donald Trump têm aqui um assunto delicado, pois enquanto candidato fez referências a uma situação indesejada, relativamente ao défice comercial a favor da China e ao yuan artificialmente desvalorizado. Outras economias emergentes, assim como as suas moedas, receiam igualmente a introdução de medidas proteccionistas por parte dos EUA que façam perigar os seus rendimentos comerciais e, por conseguinte, o equilíbrio financeiro das suas economias. Assim, para 2017, perspectiva-se a manutenção de um dólar forte e a possibilidade de turbulência em moedas de economias muito dependentes tanto das políticas norte-americanas como da sua actividade económica.

No **mercado das matérias-primas**, a grande questão é saber se 2017 vai ser um ano de subida dos preços, já que no ano anterior todos os mercados mostraram preços em queda acentuada. Oferta sem constrangimentos e procura a diminuir ou contida representou preços baixos. E em mercados nesta situação, também escassearam operações de carácter mais especulativo. Uma referência à China, que foi um dos factores que contou para esta *performance* nas *commodities*. A China é o principal comprador e fornecedor de grande parte destes mercados, marcando inequivocamente a sua evolução, e durante grande parte do ano centrou-se a discussão se o abrandamento do crescimento económico chinês seria mais ou menos acentuado, com repercussões no consumo e no comércio. A China acabou por crescer ligeiramente acima do previsto, 6.7% ao ano nos últimos trimestres. Se o ritmo estabilizar em 2017 será uma boa notícia para os mercados de matérias-primas, permitindo igualmente uma estabilização dos preços.

No caso do **petróleo**, 2016 inicia-se com o preço do Brent a registar o valor mínimo dos últimos 13 anos, \$27.10. Ao longo do ano foi surgindo uma tendência de subida suportada, terminando nos \$56 (uma valorização de 107%). Para além da questão da China (já referida), ajudou à consolidação da subida do preço os contactos entre a OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) e países fora do cartel de modo a haver uma limitação mais global da produção (que foi superior ao consumo ao longo de todo o ano). No final do ano surgiu não só um acordo de diminuição da produção nos países da organização, como em sintonia com a diminuição da produção na Rússia. Acredita-se que em 2017 se manterá a consolidação do preço do petróleo.

Em resumo, 2017 será possivelmente um ano de crescimento ligeiramente mais forte nas economias desenvolvidas, lideradas pelos EUA, enquanto que os países emergentes registarão um desempenho desigual, reflectindo o seu grau de vulnerabilidade a um ambiente financeiro global potencialmente mais adverso. As taxas de juro tenderão a aumentar, sobretudo nos prazos mais longos, reflectindo a progressiva alteração de postura dos principais bancos centrais em direcção a políticas monetárias mais equilibradas (menos expansionistas). Na ausência de forte instabilidade financeira, tenderá a acelerar a rotação de posicionamento em dívida, privilegiando o mercado accionista, embora este deva registar desempenhos diferenciados consoante as geografias, os sectores e as histórias individuais de cada empresa.

## · MERCADO CAMBIAL

MERCADOS

### MERCADO LIVRE *VERSUS* CONTROLADO, GUERRA CAMBIAL À VISTA EM 2017?

□ Em 2016, o índice do dólar em relação às moedas das economias mais importantes (DXY) ultrapassou os 103 pontos em Dezembro, valores que não eram vistos desde final de 2002 (14 anos depois!). A tendência crescente ao longo do ano culminou nestes níveis, que corresponde a uma valorização de 11% (em relação ao valor mínimo de 93 pontos registado em Maio), tornando 2016 o ano do "bilhete verde". No mesmo período, de Maio a Dezembro, o dólar apreciou-se igualmente 11% face ao euro, o mais importante câmbio do mercado. No entanto, em relação às moedas das economias emergentes, a evolução do dólar verificou movimentos contrários: o USD apreciou-se em relação ao peso mexicano (MXN), ao peso argentino (ARS) e ao yuan chinês (CNY); o USD depreciou-se perante o real do Brasil (BRL), o rublo da Rússia (RUB) e o rand da África do Sul (ZAR). Mas aqui factores domésticos de cada país tiveram igualmente relevância.

□ Um conjunto de factores guiou o percurso maioritário de apreciação do dólar, tornando-o num activo muito procurado pelos investidores: a confirmação (embora tenha havido hesitações ao longo do ano) da política de normalização das taxas de juro, enquanto outros bancos centrais de importantes blocos económicos praticaram e acentuaram políticas expansionistas; diferencial de juros ao longo da curva de rendimentos favorável ao dólar; performance económica dos EUA sobressaiu perante as economias desenvolvidas; dúvidas e incertezas, nomeadamente ao nível das economias emergentes, fizeram surgir o papel de moeda refúgio; activos em dólares atractivos, permitindo ganhos, concretamente os de maior risco (índices bolsistas norte-americanos acentuaram subidas e alcançaram níveis recorde).

□ Para 2017 parece ser consensual que o dólar pode vir a apreciar-se ainda mais em relação às moedas rivais, perante a transição de alguns dos factores que o suportaram no ano passado. E, com o novo Presidente Trump, é cada vez mais certo que será implementada uma política fiscal favorável às empresas e às famílias norte-americanas, ao mesmo tempo que a política monetária seguirá o seu caminho de agravamento dos juros, acompanhando o esperado efeito económico de mais crescimento. Assim, a Fed poderá vir a ter uma atitude mais pró-activa, comparativamente aos últimos anos, estando os participantes no seu comité monetário mais receptivos a subida dos juros caso a economia comece a mostrar maior aquecimento, já sobre efeito das decisões políticas da nova Administração (segunda metade do ano). Para além da descida de impostos nas empresas e no rendimento disponível das famílias, aguarda-se um aumento da despesa pública em infra-estruturas (projectos novos ou adiados). Deve-se ainda considerar a maior escassez de dólares fora dos EUA em resultado do aumento do seu custo de *funding*. Situação que se poderá agravar quando as empresas americanas no estrangeiro pretenderem repatriar os lucros, aumentando a procura de dólares. Também a fuga de capitais de economias emergentes como a China, onde os movimentos têm sido constantes, expressivos e com peso relativo, têm-se dirigido sobretudo para o dólar e activos expressos em dólares. Movimento que poderá manter-se, dependendo do tom de subidas dos juros por parte da Fed. Por fim, factores políticos de grande incerteza na Europa (eleições na Holanda, França e Alemanha) podem conferir ao dólar algum refúgio.

□ Estes são os factores mais importantes e que estão praticamente descontados nos câmbios. Mas também eles não são certos. A política da Administração Trump ainda acarreta incerteza; colocam-se ainda questões ao nível do crescimento mundial, do comércio, da evolução da inflação, do comportamento dos preços das matérias-primas, da actuação dos principais bancos centrais, etc...

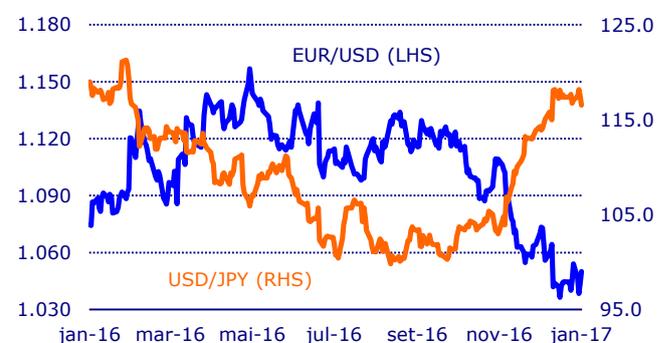
#### Variação dos principais câmbios

	Abertura 04.01.2016	Fecho 30.12.2016	var. (%)
EUR/USD	1.0856	1.0513	-3.2
USD/JPY	120.27	116.87	-2.8
EUR/JPY	130.62	123.14	-5.7
EUR/GBP	0.7352	0.8518	15.9
EUR/CHF	1.0877	1.0717	-1.5
EUR/SEK	9.1885	9.5799	4.3
EUR/NOK	9.6029	9.0858	-5.4
AUD/USD	0.7296	0.7215	-1.1
NZD/USD	0.6825	0.6941	1.7
USD/CAD	1.3836	1.3430	-2.9

Fonte: Reuters, BPI.

#### EUR/USD alcança novos mínimos; USD/JPY acentua tendência de subida e consolida

(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

□ Por outro lado, a tendência prevista de apreciação do dólar (a caminho da paridade) poderá não ser do agrado das autoridades americanas. Uma excessiva apreciação da moeda poderia anular todo o ambiente que rodeia um novo impulso de crescimento. Igualmente, um cenário de taxas de juro mais altas e de valorização de dólar poderá gerar desequilíbrios financeiros nas economias emergentes, assim como a depreciação das suas moedas de forma dramática, levando à possibilidade de intervenções dos bancos centrais nos mercados. O Presidente

## MERCADOS

## MERCADO CAMBIAL

## MERCADO LIVRE VERSUS CONTROLADO, GUERRA CAMBIAL À VISTA EM 2017? (cont.)

dos EUA eleito já referiu que o yuan da China (CNY), que se depreciou gradualmente ao longo de 2016, está a ser manipulado pelas autoridades chinesas, de modo a manterem competitividade externa. No comércio dos EUA, o défice com a China é o mais significativo (cerca de 50%). Outra moeda bastante desvalorizada em relação ao dólar é o peso mexicano (MXN). O movimento tem sido de tal forma expressivo que a balança comercial do México em Novembro foi positiva, após meses consecutivos de défice. Com os EUA, o México pode vir ampliar o seu superávit, aumentando as exportações. Nestes dois casos, esperam-se novidades por parte das autoridades norte-americanas, podendo surgir uma “guerra cambial” mais ou menos declarada.

▫ **Também tem sido longa a batalha das autoridades nipónicas em relação à pressão de apreciação do iene.** O Japão tem vindo a promover uma política ultra-expansionista de relançamento económico, mas o facto da moeda permanecer forte em relação às rivais tem sido um entrave aos ganhos de competitividade através do câmbio e à importação de inflação. A armadilha da liquidez em que se encontra o Banco do Japão tem sido de difícil ultrapassagem, já que a reacção é praticamente de estagnação económica. A resposta tem sido inundar o mercado através da venda de ienes contra divisas, para além da intervenção nas *yields* praticadas, mantendo as taxas de juro baixas e estáveis. A previsão para 2017 é de que se mantenha esta dinâmica, apostando-se na debilidade do JPY.

▫ **Embora a libra tenha recuperado algum valor e estabilidade face ao dólar e ao euro no último trimestre de 2016, reflexo do actual tempo de espera para o início do Brexit, parece-nos mais acertada a aposta num movimento de depreciação ao longo de 2017.** De facto, durante o ano, será definido politicamente o Brexit, iniciando-se os contactos com a UE-27. A diferença entre um Brexit abrupto ou suave definirá a evolução da GBP. O processo será longo (mínimo de 2 anos) e acredita-se difícil entre as partes. Do lado das empresas, a fuga das suas sedes para outros países europeus, por questões económico-financeiras, poderá gerar uma ambiente negativo.

▫ **Em 2016, a estabilidade do franco suíço, sobretudo em relação ao euro, foi conseguida através da intervenção constante no mercado cambial do banco central helvético. Segundo os relatórios divulgados, em média foram gastos 1.2 mil milhões de CHF por semana, o que permitiu o EUR/CHF situar-se à volta de 1.08, no final do ano. Em 2017, poderemos assistir a um maior relaxamento devido às seguintes situações: a economia suíça mostra sinais de melhor comportamento; é muito dispendiosa esta postura constante de intervenção (o aumento do balanço do banco central foi muito significativo, limitando as acções futuras); com taxas de juro mais altas nos EUA, poderá diminuir a pressão de apreciação do CHF.**

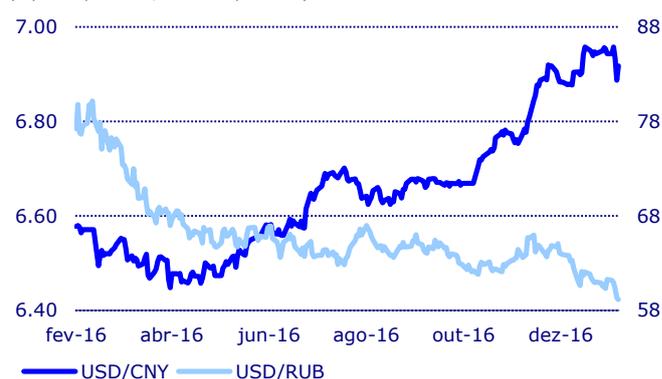
## Variação de câmbios de economias emergentes

	Abertura 04.01.2016	Fecho 30.12.2016	var. (%)
EUR/PLN (zloty polaco)	4.2693	4.4039	3.2
EUR/HUF (forint húngaro)	314.41	308.82	-1.8
EUR/CZK (coroa checa)	27.014	27.007	0.0
USD/RUB (rublo russo)	73.280	61.265	-16.4
USD/BRL (real brasileiro)	3.9593	3.2532	-17.8
USD/ZAR (rand sul-africano)	15.4812	13.7311	-11.3
USD/ARS (peso argentino)	12.9199	15.8540	22.7
USD/MXN (peso mexicano)	17.2064	20.7150	20.4
USD/CNY (yuan chinês)	6.5069	6.9430	6.7
USD/INR (rupia indiana)	66.1554	67.9445	2.7
USD/KRW (won coreano)	1174.66	1206.25	2.7
USD/IDR (rupia indonésia)	13.800	13.470	-2.4
USD/THB (baht tailandês)	36.05	35.84	-0.6
USD/TRY (lira turca)	2.9175	3.5267	20.9

Fonte: Reuters, BPI.

## Yuan (CNY) acentuou tendência de perda; inversamente rublo (RUB) ganhou ao dólar

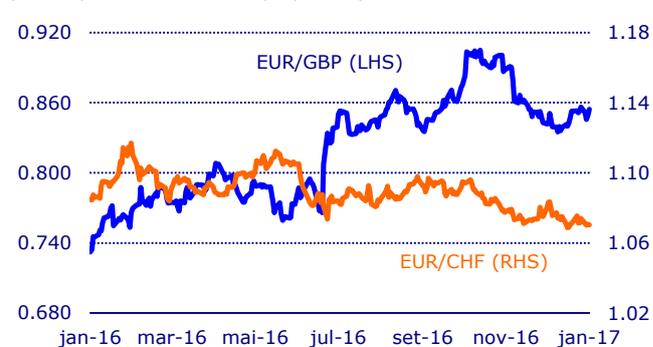
(x yuans por USD; x rublos por USD)



Fonte: Reuters, BPI

## GBP estabilizou face ao EUR, após a apreciação anterior; CHF controlado pelo Banco central

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



Fonte: Reuters, BPI

## MERCADO MONETÁRIO

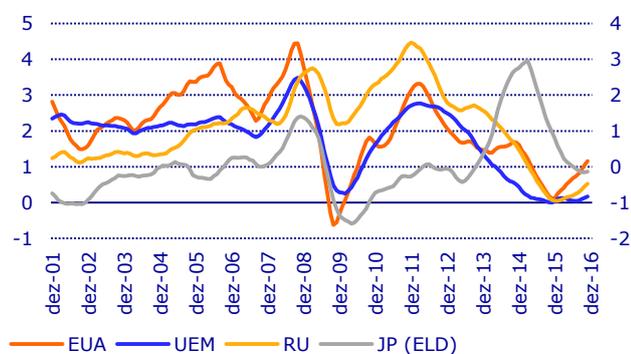
## MERCADOS

## NORMALIZAÇÃO GRADUAL, AMBIENTE ACOMODATÍCIO MANTÉM-SE

Em 2016, a política monetária manteve o cariz ultra acomodatório. Contrariamente ao esperado no início do ano, a Reserva Federal foi bastante mais cautelosa no plano de normalização da política monetária do que o esperado no início do ano; e o Banco de Inglaterra, que se esperava iniciar o ciclo de subidas, ficou condicionado pela incerteza associado ao referendo de Junho, acabando por anunciar uma redução da taxa repo após aquele evento. Por seu turno, as políticas dos Banco do Japão, do Banco Central Europeu, e do Banco Nacional da Suíça evoluíram como esperado: isto é mantiveram ou incrementaram as medidas de cariz ultra-expansionista. Para 2017, o nosso cenário central, é de que nos EUA se mantenha a normalização gradual do nível da taxa de juros dos *fed-funds*; no Reino Unido, a autoridade monetária deverá manter uma postura cautelosa, sendo possível a adopção de uma política mais acomodatória. Os restantes bancos centrais deverão manter políticas ultra-acomodatórias, ainda que na zona euro possamos assistir, talvez na segunda metade do ano, ao anúncio da redução gradual do montante das compras mensais de dívida de longo prazo a partir de Janeiro de 2018.

## Inflação média anual: sinais de aceleração

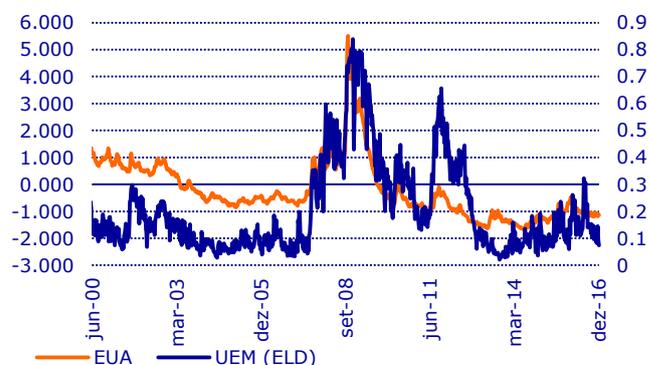
(%,%)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

## Índice de stress financeiro

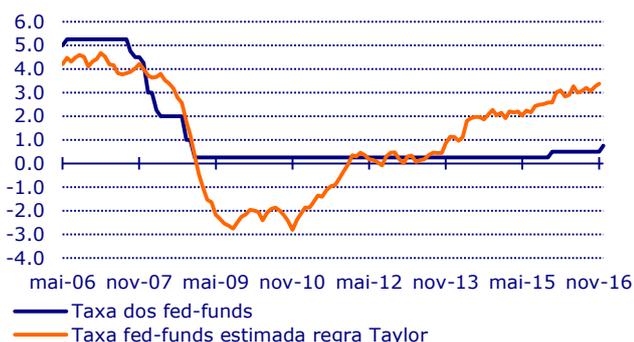
(yoy)



Fonte: FED St.Louis, BCE

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

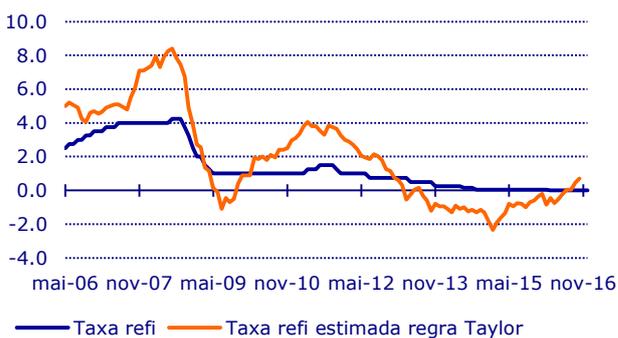
(%)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

## Taxa de refinanciamento do BCE estimada pela regra de Taylor

(%)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

**Reserva Federal 2016:** ritmos de crescimento moderados, taxa de inflação em níveis reduzidos, reflectindo baixos preços dos bens energéticos, e factores de incerteza a nível global, relacionados com receios quanto à evolução da economia chinesa e efeitos dos referendos europeus, sobretudo o do Brexit, foram factores que justificaram o adiamento do movimento de normalização da taxa de juro directora iniciado em Dezembro de 2015. Com efeito, apenas em Dezembro a Reserva Federal voltou a elevar em 25 pontos base a taxa directora, colocando o seu intervalo em 0.5-0.75% (relembra-se a taxa dos *fed-funds* se encontrava em 0-0.25% desde Dezembro de 2008).

**Reserva Federal 2017:** expectativas de que o crescimento possa revelar-se um pouco mais robusto, de que o mercado de trabalho manter-se-á suportado e de que a inflação evoluirá em linha com o objectivo do banco central dão suporte a que a Reserva Federal prossiga com o movimento de normalização gradual da política monetária nos EUA. O gradualismo da normalização dos níveis da taxa directora terá também em conta o facto de não ser expectável que os outros mais importantes bancos centrais iniciem o ciclo de subida de taxas já este ano. Assim, o nosso cenário central aponta para que sejam

## MERCADOS

**NORMALIZAÇÃO GRADUAL, AMBIENTE ACOMODATÍCIO MANTÉM-SE (cont.)**

anunciadas duas subidas de 25 pontos base da taxa de juros dos *fed-funds*, colocando o intervalo entre 1-1.25% (ponto médio igual a 1.125%) no final do ano. Os riscos associados a este cenário são significativos e estão enviesados em sentido ascendente, ie a Reserva Federal poderá adoptar uma postura mais agressiva, caso os efeitos da política orçamental mais expansionista esperada da administração Trump se venham a reflectir num sobreaquecimento da economia e aceleração mais acentuada do ritmo de crescimento dos preços. Os principais aspectos a que a Reserva Federal estará atenta para a tomada de decisões ao longo serão o comportamento do mercado de trabalho, a evolução dos preços e das expectativas inflacionistas.

▫ **Banco Central Europeu 2016:** com o intuito de reinflacionar a economia reforçou o cariz ultra-expansionista da sua política. Assim, em Março colocou a taxa principal de refinanciamento em 0.0%, reduziu a taxa dos depósitos para -0.4% e a de cedência de fundos para 0.25%. Paralelamente, afirmou que estes níveis deverão manter-se inalterados por um longo período de tempo, que deverá estender-se para além da data indicativa de finalização do programa de compra de activos. Adicionalmente, lançou uma nova série de quatro TLTRO's direccionadas para a dinamização do mercado de crédito, sendo a participação dos bancos nestas operações condicionada à dimensão da carteira de crédito a empresas não financeiras e a particulares com excepção de crédito para aquisição de habitação, e o prazo destas operações é de 4 anos, mas com opção de amortização a partir do segundo ano, condições semelhantes à 1ª série de TLTRO's. O custo destas operações para os bancos será igual à taxa *refi*, actualmente 0.0% mas pode ser inferior, caso o crédito concedido exceda o valor de referência para os empréstimos elegíveis (empréstimos a empresas não financeiras e a particulares que não crédito à habitação) da contraparte. Neste caso, o BCE "paga" para que os bancos concedam crédito à economia; a taxa negativa pode chegar aos -0.4%, actual nível da taxa marginal dos depósitos. A primeira destas operações realizou-se em Junho e a última ocorrerá em Março de 2017. Relativamente ao programa de compra de activos de longo prazo, na mesma reunião o BCE aumentou o montante de compras mensais de 60 mil milhões de euros (mme) para 80 mme, e o programa passou a incluir também a compra de dívida diversa com excepção de dívida de bancos e o limite de aquisição das emissões de dívida das agências europeias passou de 33% para 50%. Adicionalmente foi reduzida a percentagem de compras de dívida emitida por agências europeias de 12% para 10% e aumentada a percentagem das compras de dívida pública de 8% para 10%. A alteração do programa de compra de activos entrou em vigor no dia 1 de Abril, sendo que a compra de dívida diversa começou apenas em Junho. Os critérios de elegibilidade para a dívida *corporate* são idênticos aos da dívida soberana, ie, é preciso que pelo menos uma das principais agências de rating atribuam a classificação mínima da classe de investimento. Já no final do ano, estendeu o prazo de vigência do programa até Dezembro de 2017, mas anunciou também que a partir de Abril o montante das compras mensais voltará aos 60 mme iniciais (até lá mantém-se nos 80 mme); e introduziu algumas alterações técnicas, nomeadamente 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). Os limites para as compras de dívida (*capital key* e limite de compras por emitente) não foram alterados. As alterações técnicas são aplicáveis a partir de 2 de Janeiro de 2017.

▫ **Banco Central Europeu 2017:** espera-se que a política monetária se mantenha acomodatória, com o objectivo de reinflacionar a economia. Neste aspecto, tal como o Japão, poderá beneficiar da política orçamental e monetária nos EUA, na medida que esta poderá favorecer o enfraquecimento do euro face ao dólar, gerando inflação pelo lado dos produtos importados, impulsionados também pelo aumento do preço do petróleo. A informação económica disponível até à data tem vindo a surpreender pela positiva, o que num cenário de evolução dos preços mais positiva – ainda que se espere que a inflação se mantenha contida – poderá levar o BCE a anunciar, talvez na segunda metade do ano, que em Janeiro de 2018 iniciará o processo de redução do valor das compras mensais. Este é o nosso cenário central, que no entanto não é isento de riscos, sobretudo relacionados com um possível aumento da incerteza geradores de volatilidade, dada a proliferação de eventos políticos potencialmente disruptores.

▫ **Banco de Inglaterra 2016/17:** A actuação deste banco central ficou condicionada pela realização e resultado do referendo que ditou o início das negociações para saída do Reino Unido da União Europeia. Na sequência disto, o Banco de Inglaterra reduziu a taxa repo para 0.25%, menos 25 pontos base do que o nível anterior, aumentou o programa de compras de títulos de dívida pública para 60 mil milhões de libras até que o montante total das compras atinja os 435 mil milhões e início de um programa de compras obrigações de empresas até dez mil milhões de libras. Em 2017, a tarefa do Banco de Inglaterra tenderá a tornar-se mais difícil, na medida em que a dicotomia entre suporte ao crescimento e controle da inflação tenderá agravar-se. Com efeito, a negociação da saída do Reino Unido da União Europeia tenderá a reflectir-se em maior incerteza, podendo implicar adiamento de decisões de investimento e de consumo e, conseqüentemente, menor crescimento; paralelamente, a inflação tenderá a manter a tendência de aceleração associada ao movimento de depreciação da libra esterlina. Atribuímos uma maior probabilidade a que esta autoridade mantenha inalterada a sua política monetária ao longo de 2017, mas os riscos são enviesados no sentido de maior acomodação da política monetária.

▫ **Banco do Japão 2016/17:** prosseguindo com o objectivo de reinflacionar a economia, adoptou em Janeiro taxas de juro negativas sobre as reservas dos bancos (-0.1%); em Março aumentou o programa de compra de activos financeiros para 80 biliões de ienes anuais e alterou a maturidade média da carteira para 7-12 anos (7-10 anos anteriormente). Em Setembro, deixou cair o objectivo de expansão monetária (a partir daí ilimitada), gerindo o programa de compra de activos de uma forma mais flexível. Para tal colocou o foco da política monetária no controlo da curva de rendimentos de forma a aumentar

**· MERCADO MONETÁRIO****MERCADOS****NORMALIZAÇÃO GRADUAL, AMBIENTE ACOMODATÍCIO MANTÉM-SE (cont.)**

a sua inclinação, assumindo como objectivo para a *yield* do JGB a 10 anos o nível 0.0% e abandonando o objectivo para a maturidade média da carteira. O controlo explícito da curva de rendimentos incrementa as compras dos prazos mais curtos, colocando pressão sobre as *yields* dos títulos mais longos, mitigando efeitos desfavoráveis da política ultra expansionista nos resultados das instituições financeiras. Em 2017, a política monetária manter-se-á focada no reinflacionamento da economia, mas o cenário poderá revelar-se mais positivo, evitando a adopção de novas medidas num cenário em que os instrumentos disponíveis se encontram perto do seu limite. O pacote de medidas de estímulo fiscal adoptado em Outubro de 2016 e a possibilidade de que maior robustez da economia norte-americana e depreciação do iene face ao dólar se reflecta em melhor desempenho do sector exportador nipónico, dando suporte ao crescimento e favorecendo um comportamento mais benigno da inflação.

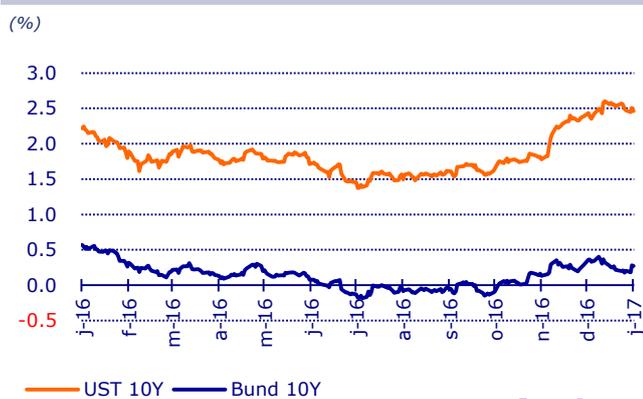
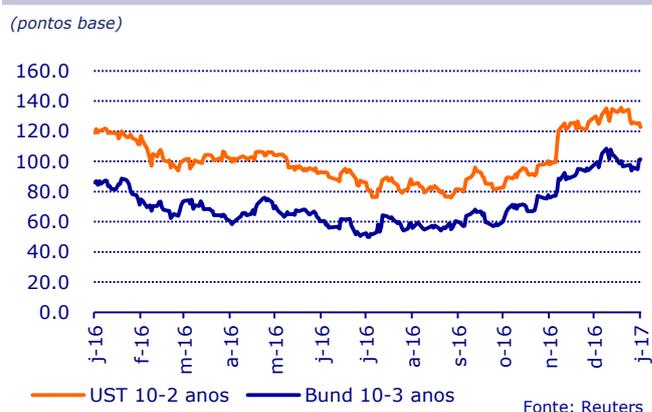
▫ **Banco Nacional da Suíça 2016/17:** o intervalo de variação da Libor do franco suíço a 3 meses manteve-se entre -1.25% e -0.25% e a taxa de colocação de depósitos junto do banco central em -0.75% ao longo de todo o ano. Manteve também ao longo do ano uma postura intervencionista no mercado cambial de forma a evitar uma apreciação significativa da moeda helvética. Para 2017, atribuímos maior probabilidade a que a política monetária permaneça acomodatória, favorecendo o crescimento e um comportamento mais benigno da taxa de inflação.

## MERCADOS

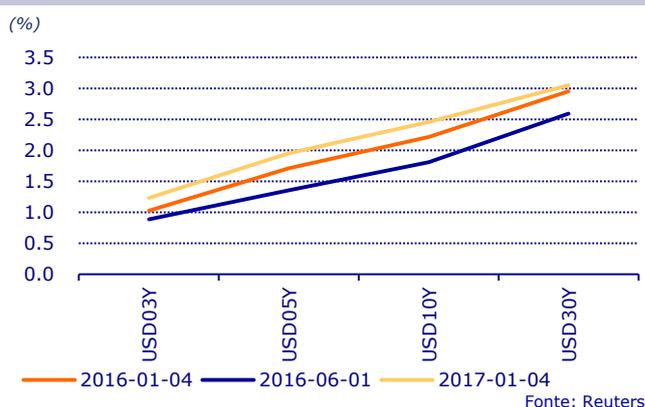
## MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

**2017 ANO DE INCERTEZAS MAS DESFAVORÁVEL PARA A TAXA FIXA**

▫ **Em 2016 a evolução do mercado de taxa fixa foi condicionada por um considerável conjunto dos factores, entre os quais se destacam permanência de políticas monetárias expansionistas, baixos níveis de inflação, incerteza quanto à evolução do crescimento mundial e, finalmente, mas não de menor importância, factores de ordem política que se traduziram em movimentos de fuga para a qualidade.** Estes factores reflectiram-se na verificação de novos mínimos nas yields dos principais títulos de dívida pública. A divergência no posicionamento dos bancos centrais dos EUA e da zona euro, com o segundo a alargar os programas de compras de títulos de dívida pública, enquanto que o primeiro manteve a perspectiva de normalização gradual do nível das taxas de juro, traduziu-se no alargamento do spread entre o UST e o Bund alemão. Nos EUA, o resultado das eleições presidenciais e perspectiva de adopção de uma política orçamental expansionista, também contribuiu para este movimento. Em termos médios anuais, o diferencial aumentou para 170 pontos base (pb), com o movimento a acentuar-se ao longo do ano, atingindo os 226 pb no final do ano, (em termos médios, o diferencial entre as *yields* dos dois títulos situou-se em 159.4 pb em 2015). **2017 será um ano marcado pela incerteza, na medida em que permanecem em aberto várias incógnitas quanto ao andamento das políticas económicas, orçamentais e monetárias nas principais economias desenvolvidas; todavia caso se confirmem alguns factores, como política norte-americana mais expansionista e aceleração da inflação, perspectiva-se que o ano que começa seja desfavorável para o mercado de taxa fixa, conduzindo a *yields* mais elevadas.**

**Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais****Curva de rendimentos**

▫ **Mercado de dívida pública norte-americano:** Em 2016, as taxas de rentabilidade dos títulos a 10 anos transaccionaram num intervalo entre 1.38-2.6%, tendo o mínimo sido observado em Julho (pós Brexit) e o máximo em Dezembro (pós eleições presidenciais). Este comportamento contrariou as expectativas de que a *yield* deste título se situasse em torno de 3.0-3.5% no final do ano, reflectindo o peso dos factores de incerteza tanto políticos como económicos, que se traduziram em posicionamentos mais cautelosos dos investidores. **Em 2017 o sentimento é desfavorável para aplicações em taxa fixa (queda do preço, aumento da *yield*)**, na medida em que se espera que a nova Administração Trump assuma uma política de cariz mais expansionista, tanto por via do aumento do investimento público, sobretudo no campo das infra-estruturas, e possivelmente, redução da carga fiscal, favorecendo o consumo e o investimento. Neste cenário atribuímos uma maior probabilidade a que a *yield* do UST a dez anos se situe em 3-3.5% no final do ano, mas os riscos associados a este cenário são elevados, podendo uma política orçamental fortemente expansionista acelerar o movimento de perda de valor dos títulos de dívida pública norte-americana; em sentido oposto, materialização de factores de risco político, sobretudo associados ao calendário político na zona euro ou maior agressividade por parte da Reserva Federal de forma a combater uma espiral inflacionista, pode levar à valorização destes mesmos títulos.

**EUA: evolução da curva de rendimentos**

▫ **Mercado de dívida pública da zona euro:** em 2016, assistiu-se pela primeira vez à queda da *yield* do Bund a dez anos para terreno negativo. Com efeito, a *yield* deste título transaccionou ao longo do ano num intervalo entre -0.185% e +0.57% condicionado por um conjunto de factores, dos quais se destacam receios de materialização de um cenário de deflação, factores de incerteza política e, sobretudo, a prossecução e reforço do programa de compra de dívida de longo prazo, em vigor desde

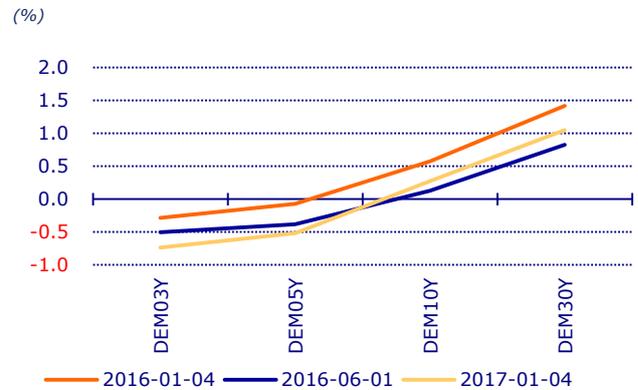
## MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

MERCADOS

### 2017 ANO DE INCERTEZAS MAS DESFAVORÁVEL PARA A TAXA FIXA (cont.)

Março de 2015 e entretanto alargado até Dezembro de 2017. Até Dezembro, o BCE comprou cerca de 1273 mil milhões de euros (mme) de títulos de dívida pública emitida pelos membros do euro, equivalente a cerca de 13% da dívida pública total da zona euro, sendo a maturidade média dos títulos comprados 8.3 anos; em termos médios mensais, as compras de dívida pública pelo BCE situaram-se em 57.9 mme. Recentemente, o BCE estendeu o prazo de vigência do programa de compra de activos até Dezembro de 2017, mas anunciou também redução do montante mensal para 60 mme a partir de Abril, assim como eliminação da regra que limitava a compra de títulos a verificação de uma *yield* superior a -0.4%, retirando um constrangimento importante à elegibilidade de títulos de dívida alemã. Também importante no andamento dos preços da dívida pública dos principais *benchmark* europeus ao longo de 2017 é o facto de o BCE ter mostrado interesse em aumentar a inclinação da curva de rendimentos, pelo que tenderá a focar as suas compras em prazos mais curtos. **Assim, consideramos que em 2017 o mercado de dívida pública continuará suportado pelo programa de compra de dívida do BCE, mas que se verificará um movimento de queda do preço do Bund a 10 anos, pelo que antecipamos que a *yield* do Bund alemão a dez anos se aproxime de 1.0% até ao final do ano.** Importa, todavia, salientar alguns factores que poderão reflectir-se num movimento mais acentuado de subida de *yields* (queda de preços), nomeadamente a possibilidade de o BCE algures durante o ano, possivelmente no segundo semestre, anunciar que em 2018 começa o processo de redução gradual dos montantes de compras mensais de títulos de longo prazo. Este é, na nossa opinião, um evento plausível, sobretudo se se confirmar aceleração da taxa de inflação, pois em tal cenário enfatizar-se-ão as pressões sobre o banco central para reduzir os estímulos monetários. Em sentido oposto, estão os riscos políticos associados ao calendário eleitoral europeu.

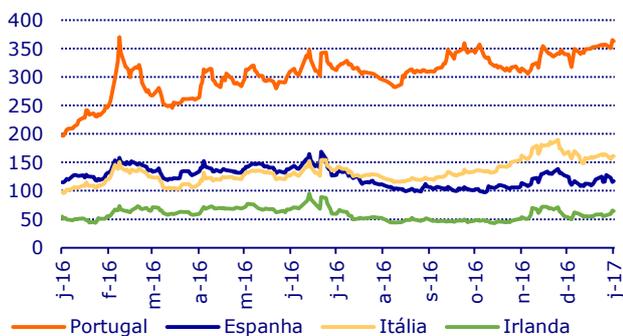
#### Alemanha: evolução da curva de rendimentos



**Assim, consideramos que em 2017 o mercado de dívida pública continuará suportado pelo programa de compra de dívida do BCE, mas que se verificará um movimento de queda do preço do Bund a 10 anos, pelo que antecipamos que a *yield* do Bund alemão a dez anos se aproxime de 1.0% até ao final do ano.** Importa, todavia, salientar alguns factores que poderão reflectir-se num movimento mais acentuado de subida de *yields* (queda de preços), nomeadamente a possibilidade de o BCE algures durante o ano, possivelmente no segundo semestre, anunciar que em 2018 começa o processo de redução gradual dos montantes de compras mensais de títulos de longo prazo. Este é, na nossa opinião, um evento plausível, sobretudo se se confirmar aceleração da taxa de inflação, pois em tal cenário enfatizar-se-ão as pressões sobre o banco central para reduzir os estímulos monetários. Em sentido oposto, estão os riscos políticos associados ao calendário eleitoral europeu.

#### UEM: Spreads mercados periféricos

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



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

Mil Milhões de Euros

	inclui dívida c/maturidade igual a um ano
Dívida elegível	100.8
Limites das compras do BCE	
33% da dívida elegível	33.3
Capital key rebaseada (2.5%)	31.0
Dívida pública portuguesa no balanço do BCE	
Compras ao abrigo do PPSP	24.6
Compras ao abrigo do SMP (dados de Dez. 2015)	12.4
Hipóteses:	
Títulos detidos ao abrigo do SMP elegíveis para o PPSP	4.0
Futuras compras mensais do BCE idênticas às de Dez.	0.7
Montante disponível para o PPSP	4.6
Termo da disponibilidade de títulos elegíveis p/participação no PPSP se compras idênticas às de Nov.	<b>jul-17</b>

Fonte: Bloomberg, BCE, calc. BPI.

▫ **Mercado de dívida soberana periférica:** Em 2016 assistiu-se ao alargamento dos prémios de risco exigidos à dívida dos países denominados da periferia da zona euro, contudo a amplitude do movimento divergiu entre as várias economias evidenciando, por parte dos investidores, diferentes percepções do risco associado. Assim, nos títulos a dez anos espanhóis e irlandeses este movimento foi muito contido – apenas 13 pb e 2 pb, respectivamente – enquanto que em Itália e Portugal, os movimentos foram mais significativos, aumentando os respectivos prémios face ao *Bund* alemão em 65 pb e 159 pb. A pesar no alargamento dos prémios exigidos pelos investidores estiveram factores relacionados com as fragilidades dos sistemas bancário dos dois países. No caso de Portugal, também estão a pesar os receios de que num cenário de subida de taxas de juro, o cenário de sustentabilidade da dívida pública se agrave, contribuindo para que o respectivo spread face ao *Bund* ultrapasse já os 350 pb. **2017 será, muito provavelmente, um ano desfavorável para o comportamento das *yields* dos títulos dos periféricos, sobretudo daqueles que enfrentam maiores fragilidades/desequilíbrios, como é o caso de Portugal, antecipando-se um movimento de subida das mesmas.** Vários factores suportam este cenário, dos quais se destaca o facto da dívida disponível para participação no programa do BCE implicar a redução do nível mensal de compras pelo mesmo, exercendo pressão descendente nos preços, a qual poderá ser ainda mais forte, caso se confirme o anúncio da diminuição dos montantes das compras a partir de 2018. Por outro lado, também num cenário de exacerbação dos riscos externos, principalmente associados ao calendário eleitoral na Europa, poderá traduzir-se num movimento de fuga para a qualidade, pesando desfavoravelmente no comportamento das *yields* das OT's.

Teresa Gil Pinheiro

MERCADOS

› MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

**2017 SERÁ UM ANO DE ÂNIMOS MAIS CONTIDOS**

▫ **2016 foi um ano marcado por um significativo aumento das emissões de dívida empresarial.** No ano passado, as emissões de dívida corporate aumentaram 8%, chegando aos USD 3.6 biliões, segundo a Dealogic. Vários factores contribuíram para este fenómeno. Por um lado, no ambiente em que as taxas de juros estão bastante baixas, a procura por rendimento levou muitos investidores a virarem-se para este tipo de aplicações. Do lado da oferta, esta maior procura tornou a dívida mais atractiva devido a uma descida das *yields* exigidas, o que fez com que emitir obrigações fosse uma boa opção. Além disso, tornou-se também um bom ano para financiar fusões. Em particular na Europa, a intervenção do BCE arrastou em sentido descendente os juros, tornando o financiamento em mercado bastante atractivo.

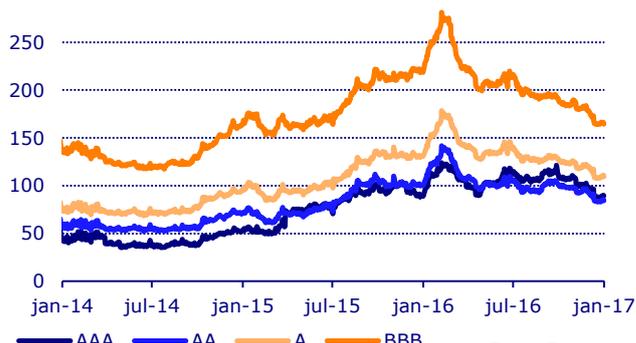
**Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)**

(pontos base)



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

(pontos base)



▫ **Neste ambiente, os spreads viram um ano de descida, tanto na Europa, como nos Estados Unidos, e num movimento que não ficou reservado à dívida com grau de investimento.** A dívida do segmento *high yield* na Europa, por exemplo, viu o seu *spread* reduzido para metade entre o último pico em Fevereiro de 2016 e os primeiros dias de 2017, encontrando-se em cerca de 75 pontos. Esta redução foi sentida particularmente depois do anúncio e implementação do programa de compra de dívida diversa por parte do BCE. Nos Estados Unidos, a redução foi ainda mais acentuada, quando expressa em pontos base, rondando os 116 pontos no mesmo período, sendo que em ambos os casos as reduções foram maiores do que na dívida com grau de investimento. **Ainda assim, é importante relevar que, desde a eleição de Trump, esta menor percepção de risco está a acontecer a par com uma subida dos juros.** Em particular nos Estados Unidos, isto implica que, sendo um cenário em que a dívida *corporate* está mais valiosa em relação à dívida soberana, a primeira estará no entanto a perder valor em termos absolutos, antecipando-se assim um cenário de custos superiores para as empresas que se queiram financiar no mercado.

▫ **No que toca ao incumprimento das empresas, o ano trouxe uma manutenção dos altos níveis de *default* nos Estados Unidos, com foco no sector energético.** O rácio de *defaults* atingiu o pico de 5.72% em Agosto, nos Estados Unidos, tendo-se mantido acima dos 5% desde Maio até Novembro. Para isto muito contribuiu a situação no sector petrolífero, onde os baixos preços ditaram grande parte das falências. Na Europa, 2016 correspondeu claramente a uma interrupção da subida no rácio que se observou em 2015, com a política monetária bastante expansionista, juntamente com um cenário de crescimento (ainda que parco) a ajudar bastante.

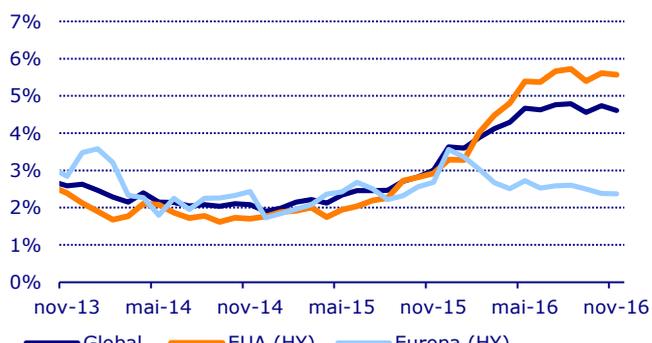
**Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)**

(pontos base)



**Taxas de incumprimento - Rating Especulativo**

(percentagem)



## · MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

## MERCADOS

**2017 SERÁ UM ANO DE ÂNIMOS MAIS CONTIDOS** (cont.)

□ **Em 2017, espera-se um ano com ânimos mais contidos, menos emissões, yields ainda relativamente estreitos, mas um aumento nos custos de financiamento das empresas, a par com o aumento das taxas de juro – com potenciais consequências para os defaults.** Por um lado, apesar da continuação do suporte da política monetária, é visível que os bancos centrais (nomeadamente o BCE e o BoJ) mudaram a estratégia: de um “custe o que custar”, passaram para uma afinação de políticas em que, a prazo, pretendem poder abandonar compras ilimitadas e focar-se na transmissão dos estímulos para a economia real. Nesse sentido, os preços de activos como a dívida empresarial deverão desvalorizar. Ao mesmo tempo, um maior ritmo de inflação nos Estados Unidos e na Europa será um factor no mesmo sentido. Além disso, quanto mais rapidamente acelerar a inflação, maior será a pressão para a redução de estímulos por parte do BCE. As emissões serão inevitavelmente menos, depois do ano de 2016 historicamente alto, e também porque o número de fusões à espera de financiamento é menor em cerca de 50%, segundo o Financial Times. Neste ambiente, os juros enfrentados pelas empresas serão logicamente maiores: resta saber se as expectativas de maior crescimento que levaram à mudança de ambiente serão suficientes para providenciar maior rentabilidade às empresas, de modo a compensar o acréscimo do custo de financiamento.

## MERCADOS

## MERCADOS ACCIONISTAS

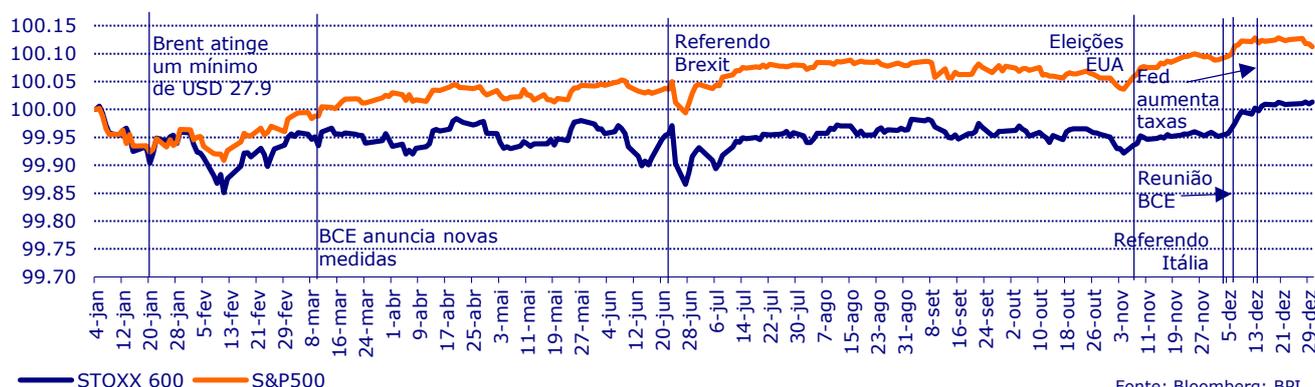
## FACTORES POLÍTICOS DEVERÃO PAUTAR O DESEMPENHO DAS BOLSAS

▫ **Os mercados accionistas norte-americanos superaram as expectativas e atingiram máximos históricos.** Os índices Dow Jones, S&P 500 e Nasdaq registaram valorizações de 15%, 12% e 9%, respectivamente, tendo sido alcançados novos valores máximos recorde nos três casos. Para além da actividade económica resiliente nos EUA, da recuperação dos preços do petróleo e da actuação menos agressiva por parte da Reserva Federal, também a vitória de Trump potenciou valorizações nos mercados accionistas norte-americanos. De facto, ao longo do mês de Dezembro, foi possível assistir a valorizações significativas nestes índices, impulsionadas pela expectativa em torno do plano económico do Presidente eleito, que se espera que assente fortemente no investimento em infra-estruturas e na implementação de uma política orçamental com pendor mais expansionista.

▫ **Na Europa, o desempenho das bolsas ficou aquém do inicialmente esperado, ainda que tenham beneficiado da actuação do Banco Central Europeu.** O investimento nos mercados accionistas europeus foi mais contido, tendo em consideração os dados económicos pouco surpreendentes, embora positivos, os desenvolvimentos políticos (Brexit, referendo em Itália) e as questões levantadas relativamente ao sector bancário (nomeadamente o italiano). Enquanto o Stoxx 600 registou um ganho de 1%, o DAX alemão registou uma evolução bastante mais positiva (+12%), apesar de ter permanecido longe do nível máximo de sempre, alcançado em Abril de 2015. No Reino Unido, e apesar do resultado do referendo britânico para a saída da União Europeia, quer o FTSE 100 quer o FTSE 250 registaram valorizações no acumulado do ano. O destaque vai para o primeiro, que registou um ganho de 17%, explicado pela maior presença global e pela composição do índice (empresas voltadas para o mercado externo que beneficiam da desvalorização da libra). Os países periféricos foram os mais vulneráveis aos desenvolvimentos na Europa: o PSI20 e a Borsa Italiana registaram perdas de 11% e 7%, respectivamente, enquanto Espanha observou um ganho residual de apenas 0.2%.

## Principais Acontecimentos de 2016 para as bolsas europeias e norte-americanas

(base 100=Jan.2016)



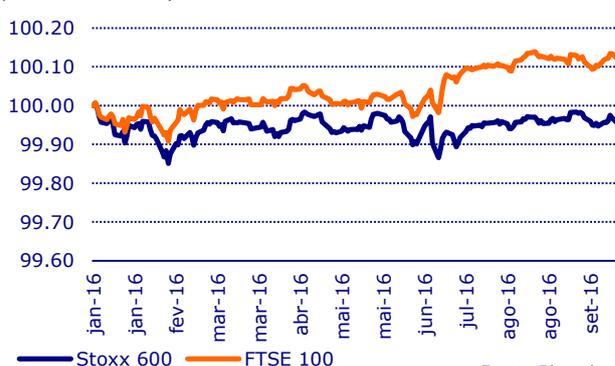
## Nikkei recuperou no final do ano, reflectindo a depreciação do Yen

(base 100=Jan.2016)



## FTSE 100 registou um desempenho mais positivo que o Stoxx 600, apesar da decisão favorável ao Brexit

(base 100=Jan.2016)



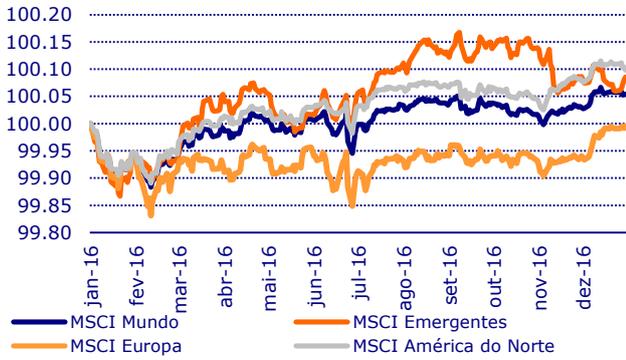
**MERCADOS ACCIONISTAS**

**MERCADOS**

**FACTORES POLÍTICOS DEVERÃO PAUTAR O DESEMPENHO DAS BOLSAS (cont.)**

**Emergentes perdem ímpeto, em linha com o resultado das eleições e aumento das taxas de juro nos EUA**

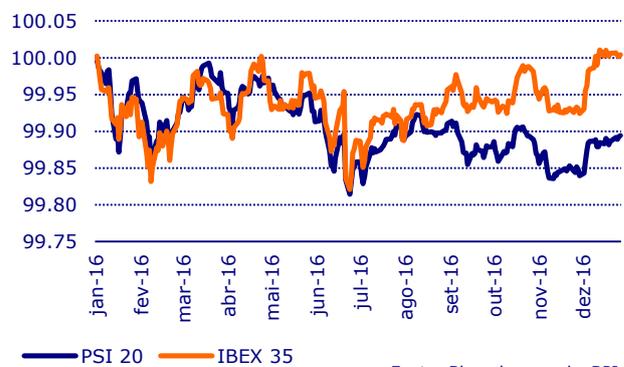
(base 100=Jan.2016)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI

**IBEX fechou o ano com um ganho marginal; PSI20 registou forte queda**

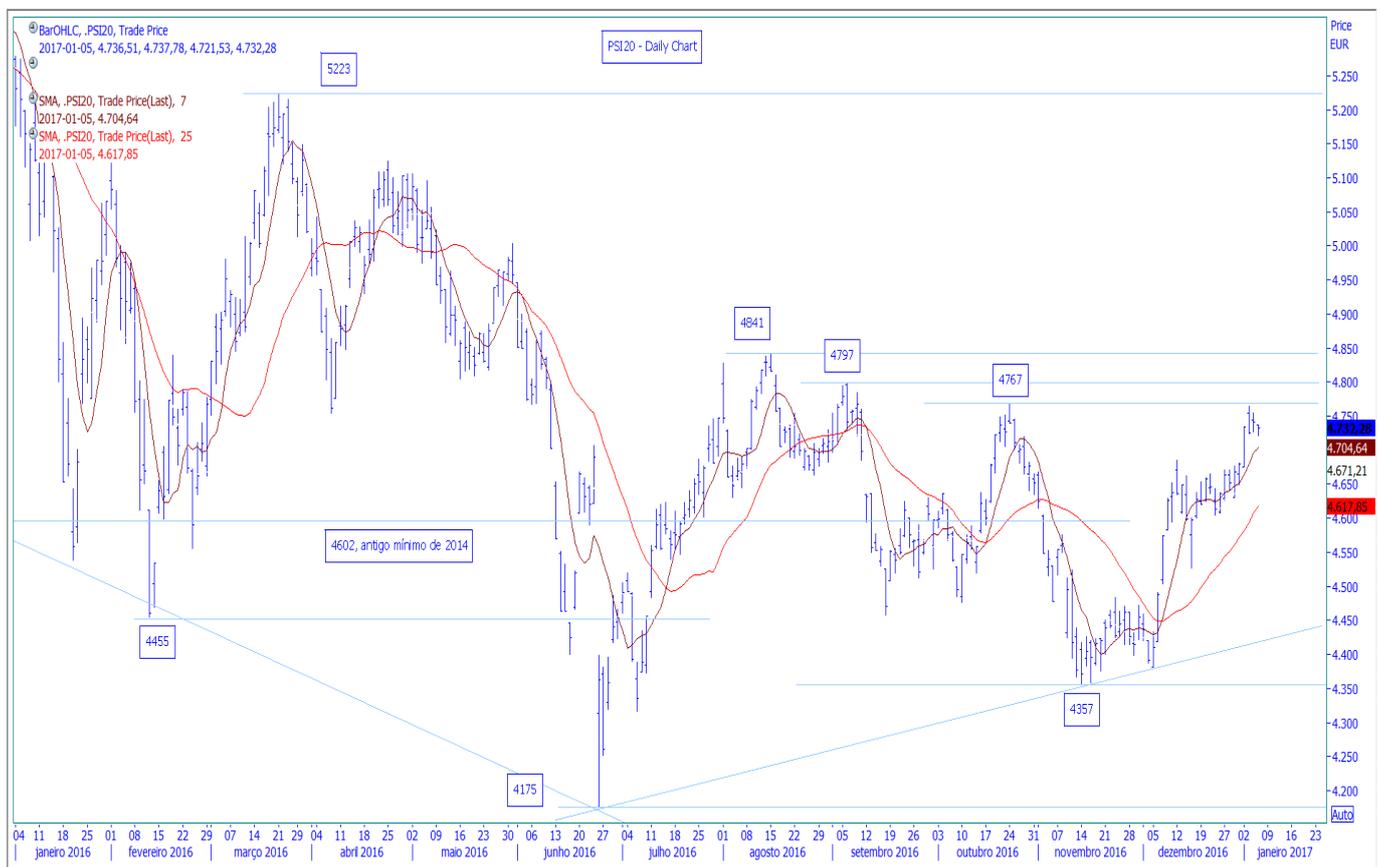
(base 100=Jan.2016)



Fonte: Bloomberg; calc. BPI

▢ **Para 2017 continuamos a prever um desempenho anémico das bolsas europeias, apesar de se manter um grande potencial de valorização em relação a outras regiões.** Os desafios que o continente europeu terá pela frente este ano podem despoletar um ambiente de incerteza e impedir novos máximos ao longo de 2017. As questões políticas serão um foco de incerteza e instabilidade (incluindo o calendário eleitoral e a forma como o processo de negociação da saída do Reino Unido da União Europeia se irá proceder), 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. Outro foco de inquietação prende-se com o sector bancário, com destaque para os desenvolvimentos em Itália. A influenciar positivamente poderá estar a evolução cambial: a depreciação do euro pode potenciar as exportações das empresas da área do euro e aumentar as vendas. O efeito será particularmente positivo no caso das empresas exportadoras que facturem em dólares.

**PSI 20 - Na perspectiva da Análise Técnica**



## FACTORES POLÍTICOS DEVERÃO PAUTAR O DESEMPENHO DAS BOLSAS (cont.)

- **No caso da bolsa portuguesa, o desempenho deverá ser influenciado, essencialmente, por factores externos, dada a vulnerabilidade do país ao sentimento de mercado.** O agravamento da percepção de risco do país pode atirar novamente o PSI20 para um cenário desfavorável, condicionado ainda pela reduzida capacidade de atrair o interesse dos investidores. Ao mesmo tempo, a redução da compra de activos por parte do BCE no que diz respeito a Portugal pode aumentar os custos de financiamento das empresas portuguesas, já francamente alavancadas, e afectar negativamente a cotação das mesmas. O peso da banca no índice português e os desafios que o sector actualmente enfrenta, a par da significativa influência da percepção do risco país na performance accionista e do fraco volume transaccionado podem colocar problemas na captação de investimento e no desempenho bolsista. Se a percepção alterar positivamente e os problemas na banca portuguesa forem considerados ultrapassados há maior potencial de regresso de investidores não residentes, o que daria um impulso expressivo ao índice, dado o contexto actual de valores historicamente muito baixos. Nota ainda para casos de sucesso na bolsa portuguesa, de empresas com potencial de crescimento e boa estratégia.
- A actuação dos bancos centrais deverá continuar a ser um factor de *performance* para as bolsas mundiais, como aconteceu ao longo de 2016. A política monetária expansionista assumida pelo Banco Central Europeu e pelo Banco do Japão poderá continuar a impulsionar as bolsas em sentido ascendente, mas o início do *tapering* por parte do BCE pode levar a novas correcções.
- **No caso dos EUA, uma política de normalização de juros mais agressiva, acompanhando uma maior pujança económica, deverá levar a maior dispersão do investimento.** Em sentido positivo para as acções norte-americanas poderão contribuir as políticas de impulso de Trump, nomeadamente a redução dos impostos aplicados às empresas. Ao mesmo tempo, outro factor positivo para as bolsas dos EUA poderá ser a manutenção de um cenário de recuperação contínua dos preços do petróleo, beneficiando, em larga medida, as empresas do sector energético. No entanto, apesar de alguns factores puderem impulsionar as bolsas norte-americanas a testar novos máximos, importa ter em conta que a Fed deverá continuar a adoptar medidas de normalização da política monetária e que os índices norte-americanos negociam já em máximos, tornando os títulos menos atractivos em comparação com os seus pares europeus ou japoneses. Adicionalmente, é possível que as expectativas em torno das medidas de impulso económico atribuídas ao novo Presidente dos EUA possam já estar incorporadas nos preços das acções norte-americanas.

## · MERCADO DE COMMODITIES

## MERCADOS

**CONSOLIDAÇÃO DA RECUPERAÇÃO DOS PREÇOS EM PERSPECTIVA**

□ Em 2016 assistiu-se ao registo de preços mínimos na maioria das matérias-primas, num mercado globalmente marcado por uma oferta sem restrições e uma procura inferior, no contexto de menor crescimento mundial, menor comércio, pressões deflacionistas e altos níveis de *stocks*. Mas foi também o ano da recuperação dos preços, para além de uma mera correcção face à forte queda anterior. A perspectiva para 2017 é de consolidação da recuperação surgida na segunda metade de 2016, suportada num maior consumo dos principais blocos económicos, que deverão ver normalizado o seu crescimento, num contexto de maior equilíbrio financeiro. É de contar ainda com a correcção da oferta sentida nalguns produtos, nomeadamente no mercado da energia.

□ Para a memória de 2016 fica a grande preocupação inicial em relação ao crescimento e consumo da China, condicionante significativa do mercado de *commodities*. Nos últimos anos, a China tem vindo a dominar tanto a procura como a oferta na maioria das matérias-primas, sendo determinante na formação dos preços tanto nos principais metais base para a indústria, como nas diferentes fontes de energia fóssil, e nos preços agrícolas. Durante grande parte do ano questionou-se se o abrandamento trazido pela mudança de modelo económico, mais virado para o consumo interno da emergente classe média, para as novas tecnologias e serviços seria mais abrupto ou suave. Acabou por ser mais suave, acreditando-se que se estará próximo de uma estabilização e perante um novo padrão de crescimento, não deixando a China de manter o seu importante peso económico.

□ Para 2017, a perspectiva é de um maior crescimento e consumo mundial, sobretudo do lado dos países desenvolvidos, liderados pelos EUA. De facto, com a Administração Trump e as promessas de incremento económico, tal como o aumento dos gastos orçamentais em infra-estruturas, incentivos fiscais às famílias e empresas, espera-se um efeito mais global com repercussão positiva nos mercados de matérias-primas. Nesta perspectiva deverá também surgir a inflação, mas igualmente os especuladores, que há muito abandonaram as *commodities* devido à falta de retorno.

**Variação acumulada dos principais preços**

(preço em dólares da unidade de transacção)

	Abertura 04.01.2016	Fecho 30.12.2016	var. (%)
Petrol.-Brent	37.22	56.82	52.7
Petrol.-WTI	36.76	53.72	46.1
Gás natural	2.334	3.724	59.6
Cobre	207.95	250.55	20.5
Ouro	1075.2	1151.7	7.1
Açúcar	14.97	19.51	30.3
Café	123.9	137.05	10.6
Trigo	458.25	408.00	-11.0
Milho	351.50	352.00	0.1
Soja	864.5	996.5	15.3

Fonte: Bloomberg

**OPEP - novas quotas em 2017**

(M=milhões; K=milhares; barris por dia)

	10.1 M (-486K)
Arábia Saudita	10.1 M (-486K)
Iraque	4.4 M (-210K)
Irão	3.8 M (+90K)
E. Árabes Unidos	2.9 M (-139K)
Koweit	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.

**Previsões BPI - valor médio**

(dólares por barril)

	2016	2017	2018	2019	2020
Brent	45	56	59	62	64
WTI	43	54	57	60	62

Fonte: Banco BPI

□ Na energia, nomeadamente no petróleo, preços mais suportados foram alcançados com o acordo efectuado entre a OPEP e alguns países não OPEP com vista à redução da produção diária, no final do ano. A OPEP acordou um corte na produção de 1.2 milhões de barris por dia (mb/d), a partir de Janeiro de 2017, e assegurou uma redução de 558 mil barris por dia (kb/d) em países não-OPEP (a Rússia é o mais representativo). No entanto há que referir que quando foi decidido cortar a produção, em Novembro, o cartel alcançou o valor recorde de produção de 34.2 mb/d (mais 300 kb/d do que em Outubro). A produção em 2016 esteve 1.4 mb/d acima da ocorrida no ano anterior. 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

**CONSOLIDAÇÃO DA RECUPERAÇÃO DOS PREÇOS EM PERSPECTIVA (CONT.)**

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 confirmação de uma tendência de subida deverá ser uma realidade.

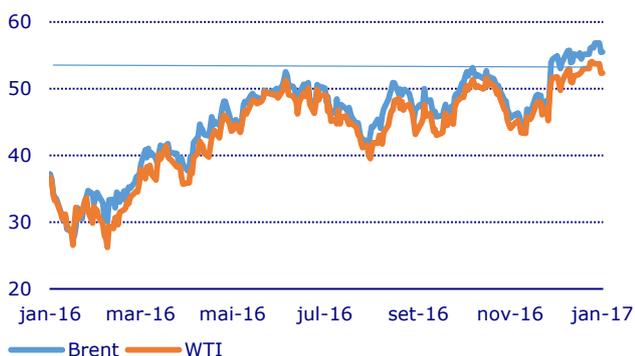
▫ **Em resultado da subida das taxas de juro nos EUA e da apreciação do dólar, a atracção do ouro como activo perdeu fundamento, o que levou à queda expressiva do preço. Acentuou a tendência o facto de ter sido testado e quebrado o ponto de suporte nos \$1200 onça/troy.** Mas em 2016 verificou-se tanto uma forte subida como uma poderosa queda. Se no início do ano o preço situava-se em \$1070, em Julho chega aos \$1375 (máximo do ano) em resultado das hesitações da Fed em subir os juros e com o BCE a prosseguir a sua política de suporte à expansão económica. Contudo, em Novembro, com a vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais, o preço do ouro iniciou um movimento de queda que possivelmente ainda não terminou. De facto, as medidas indicadas pelo ainda candidato em prol de um maior crescimento económico, podendo ser usadas políticas proteccionistas numa dinâmica geradora de inflação e de agravamento dos juros, retiraram interesse ao investimento em ouro a favor dos mercados accionistas. Um alívio nestas expectativas (já que estas políticas podem levar tempo a ser implementadas e dar resultados), assim como o risco que comportam os actos eleitorais na Europa (Holanda, França e Alemanha) podem dar um momentâneo suporte ao preço do ouro, que voltaria a ser encarado como refúgio em período de incerteza.

▫ Também um aumento exagerado das expectativas de inflação ao longo de 2017 (possivelmente com maior incidência no final do ano) pode inverter o interesse dos investidores e fazer regressar a procura em ouro (nomeadamente ou nível de operações de carácter mais especulativo). Um movimento de forte correcção nas bolsas americanas (pois os índices estabeleceram níveis recorde) levaria igualmente ao refúgio no ouro.

▫ Exceptuando o trigo, os produtos agrícolas com maior expressão económica também recuperaram o preço na segunda metade de 2016, seguindo o movimento mais geral. No entanto o cenário para o início de 2017 ainda é de stocks elevados, acumulados ao longo dos últimos anos, em resultado de produções abundantes. Os riscos serão de pressão de alta dos preços face ao potencial regresso de condições climáticas adversas, sobretudo nas Américas, que podem fazer diminuir a produção/oferta. Também os preços dos produtos agrícolas estão sujeitos ao regresso dos especuladores, caso se comece a desenhar uma tendência de subida dos preços.

**O preço do petróleo consolida a subida, depois de testados pontos de resistência**

(USD por barril)



Fonte: Bloomberg, BPI

**O preço do ouro verificou uma queda expressiva em resultado de dólar e juros mais altos**

(USD por onça troy)



Fonte: Bloomberg, BPI